

# CTCP Cơ Điện Lạnh (REE - HOSE)

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

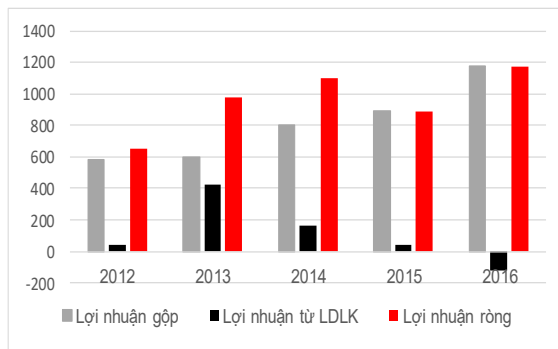
Giá cổ phiếu (VND)	32,400
Giá mục tiêu (VND)	38,300
Tiềm năng tăng/giảm (%)	18.2
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	40.3
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	56.5
Tăng trưởng giá so với VNI- (%)	54.7
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	10,045.9
SL CP lưu hành (triệu cp)	310.1
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	4.9
P/E Trailing (x)	7.9
P/B (x)	1.3
P/E VN-Index (x)	15.7x

## KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2017

Trong Q1.2017, REE công bố doanh thu và lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông mẹ là 1,088 tỷ đồng (+96.4%) và 330 tỷ đồng (+236.7%). Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt là nhờ sự đóng góp tích cực từ mảng M&E, Reetech và mảng điện trong đó doanh thu M&E tăng trưởng 215.8% YoY (chiếm 56.8% doanh thu), doanh thu từ Reetech tăng trưởng 6.8% YoY (chiếm 15.7% doanh thu), doanh thu từ điện tăng trưởng 150.1% YoY (chiếm 12% doanh thu). Lợi nhuận gộp tăng 30.2% do sự cạnh tranh gay gắt từ mảng M&E và mảng Reetech đã làm giảm biên lợi nhuận gộp của 2 mảng này.

Mặc dù vậy lợi nhuận sau thuế của REE vẫn tăng trưởng trên 236% do đóng góp lớn từ các công ty liên doanh, liên kết (điện, nước, than), lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết Q1.2017 là 150 tỷ đồng (so với -37 tỷ đồng Q1.2016), phần lớn đóng góp đến từ Công ty Cổ Phần Nhiệt Điện Phả Lại, Công ty Cổ Phần Thủy Điện Thác Mơ, Công ty Cổ Phần Thủy Điện Sông Ba Hạ và hợp nhất vốn chủ sở hữu kỳ đầu tiên đối với Công ty Cổ Phần Thủy Điện Vĩnh Sơn Sông Hình.

## Kết quả kinh doanh 2012-2016

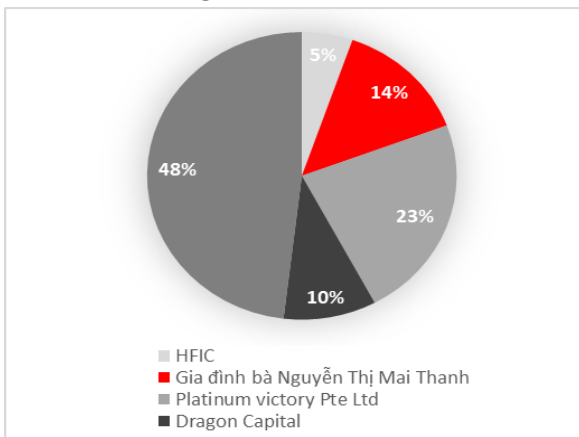


Nguồn: BCTC REE

Tỷ đồng	Q1.2017	Q1.2016	YoY	% KH2017
Doanh thu thuần	1,088	552	97%	23.5%
Lợi nhuận gộp	301	230	30.8%	
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết	150	(37)	405%	
Lợi nhuận từ HĐKD	400	147	172%	
Lợi nhuận ròng	348	109	219%	30.6%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông mẹ	330	98	236%	

Nguồn: BCTC REE Q1.2017

## Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Báo cáo thường niên REE

## Lợi nhuận sau thuế từng bộ phận:

Tỷ đồng	Q1.2017	Q1.2016	% KH2017
M&E	121.8	67.8	42%
Reetech	6.7	7.7	13%
Bất động sản	88.3	81.5	18%
Điện và nước	158.4	(14.6)	30%

Nguồn: Báo cáo thường niên REE

Bên cạnh mảng M&E, tăng trưởng doanh thu tăng mạnh từ mảng bất động sản trong năm 2016 do REE bắt đầu hợp nhất KQKD của VIID từ quý 3/2016 (đây là công ty thương mại bất động sản đầu tư vào dự án Platinum Residences tại Hà Nội, dự án Ngọc Bảo Viên tại Quảng Ngãi, dự án Platinum Complex tại Hà Nội...) và ghi nhận khoảng 180 tỷ đồng từ công ty này.

**Chuyên viên Phân tích**  
Trần Văn Thảo - [thaotv@msi.com.vn](mailto:thaotv@msi.com.vn)

**TRIỂN VỌNG NĂM 2017**

**Mảng M&E**

Vấn tăng trưởng tốt với các dự án đáng chú ý bao gồm Union Square, Deutsches Haus (trị giá 600 tỷ đồng), Sheraton Đà Nẵng Resort, Mai House, Garden Mall, CoCobay Đà Nẵng ... Q1.2017 mảng M&E đã hoàn thành 30.9% kế hoạch doanh thu và 42% kế hoạch lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận mảng M&E sẽ tăng trưởng 15% trong năm 2017 với tỷ suất lợi nhuận hoạt động là 19%.

**Mảng Reetech**

Doanh thu phụ thuộc nhiều vào tình hình thời tiết và các dự án của REE M&E, do năm nay đã kết thúc hiện tượng El Nino, và mảng này đang gặp sự cạnh tranh gay gắt từ các nhà cung cấp khác. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng doanh thu và lợi nhuận không đổi so với năm 2016.

**Bất động sản**

Tổng diện tích sàn cho thuê hiện tại của REE là 113,000 m<sup>2</sup>, trong năm 2017 REE sẽ không ghi nhận thêm dự án nào mới. Dự án văn phòng cho thuê ở đường Đoàn Văn Bơ, quận 4, TP.HCM (cạnh tòa nhà REE Tower) với diện tích cho thuê dự kiến khoảng 35,000 - 40,000 m<sup>2</sup> hiện đã hoàn thành xong phần thô, dự kiến bàn giao vào cuối quý 4.2017 và sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận vào đầu năm 2018. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng này sẽ tăng trưởng khoảng 5% so với 2016 đến từ việc đàm phán lại giá thuê. Năm 2018 tốc độ tăng trưởng có thể đạt 30% do tăng diện tích cho thuê thêm 35,000 m<sup>2</sup> với giá cho thuê dự kiến đạt 25\$/m<sup>2</sup>.

**Mảng điện nước**

REE chưa có kế hoạch mua thêm công ty điện nước nào trong năm 2017. Các công ty thủy điện năm nay sẽ tăng trưởng tốt hơn do kết thúc hiện tượng El Nino và tình hình thủy văn sẽ tốt hơn năm 2016. Tổng vốn đầu tư vào công ty thủy điện của REE 2,400 tỷ đồng, nhiệt điện là 1,822 tỷ đồng, mảng nước là 546 tỷ đồng, than là 214 tỷ đồng.

Dự báo tình hình thủy văn năm nay tốt hơn, chúng tôi lạc quan về kết quả hoạt động kinh doanh của các công ty thủy điện trong năm nay, đa số lợi nhuận của các công ty thủy điện Q1.2017 đều tăng trưởng tốt hơn Q1.2016, tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của VSH là 106%, TBC là 26.7%, TMP là 2,800%, SBA là 1,440%, CHP là 1,444%, SHP giảm lỗ từ 54 tỷ xuống còn 12 tỷ trong Q1.2017... Chúng tôi kỳ vọng thủy điện sẽ tăng trưởng 40% trong năm nay.

Về mảng nhiệt điện phần lớn vốn đầu tư của REE nằm ở PPC (1,276 tỷ đồng), PPC đã trả 1,700 tỷ đồng trong Q1.2017, và trả thêm 1,700 tỷ đồng nợ trong tháng 5, giảm tổng số nợ xuống còn khoảng 1,000 tỷ đồng. Do đó trong năm 2017 PPC lợi nhuận của PPC sẽ không chịu ảnh hưởng nhiều về tỷ giá VND và JPY như các năm trước. Đồng thời PPC đã ký hợp đồng PPA mới cho nhà máy PL1. PPC đặt kế hoạch sản xuất năm 2017 là 5,591 triệu kWh, tăng 7% so với năm 2016. Do không còn tác động lớn từ chênh lệch tỷ giá và PL1 đã ký hợp đồng PPA mới. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PPC sẽ tăng trưởng 15% trong năm 2017.

Mảng Nước và Than có biên lợi nhuận trên vốn (ROE) khá ổn định khoảng 6%. Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận trong năm 2017 từ mảng nước và than sẽ giống năm 2016.

2017 (Tỷ đồng)	M&E	Reetech	Cho thuê văn	Bất động	Điện, nước và	Năm 2017	KH2017
Doanh thu	2,367	729	532	737	616	4,981	4,613
Tăng trưởng (YoY)	15.0%	0%	5.0%	226.0%	346.3%	36.1%	26.1%
LNST	340	32	290	142	463	1,267	1,136
Tăng trưởng (YoY)	14.8%	0%	5%	17.3%	31.5%	12.8%	3.9%

*Nguồn: MSI ước tính*

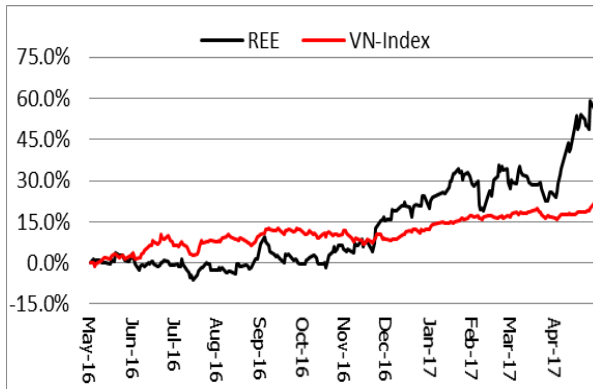
Năm 2017, chúng tôi ước tính doanh thu tăng 36.1% YoY đạt 4,981 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 12.8% YoY, đạt 1,267 tỷ đồng tương đương EPS đạt 4,087 đồng.

**Năm 2018**, chúng tôi ước tính mảng M&E sẽ tăng trưởng khoảng 15%, mảng Reetech sẽ giống năm 2017, mảng cho thuê văn phòng sẽ tăng trưởng 30% nhờ tăng diện tích cho thuê khoảng 30% và giá cho thuê tăng 5%.

Đối với các mảng điện và nước chúng tôi duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định 5%, do tình hình thủy văn ổn định và PPC sẽ không còn chịu tác động tỷ giá.

Do đó chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2018 tăng 11.0% và 12.4%, tương ứng doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt là 5,529 tỷ đồng và 1,424 tỷ đồng, EPS đạt 4,560 đồng.

So sánh cổ phiếu REE và VNIndex (YoY)



## ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU REE

### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E theo từng mảng hoạt động để xác định giá trị của cổ phiếu REE với các chỉ số như sau: (1) EPS Forward trung bình của 2 năm 2017F và 2018F là 4,330 đồng; (2) P/E định giá là 8.8x, do các hoạt động của REE ổn định và dài hạn. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu REE là 38,300 đồng/cp, 18.2% cao hơn giá thị trường là 32,400 đồng/cp.

### Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu REE với giá mục tiêu là **38,300 đồng/cp** cho trung và dài hạn.

- Mảng M&E tiếp tục giữ vững vị trí đứng đầu trong thị trường. Hợp tác với các nhà thầu xây dựng nhằm đem đến cho khách hàng giải pháp trọn gói EPC (thiết kế - mua sắm - thi công) cho cả công trình. Về dài hạn Việt Nam đang mở rộng các sân bay hiện hữu và xây mới sân bay Long Thành. Với lợi thế cạnh tranh tốt trong ngành M&E, REE có nhiều kinh nghiệm trong việc triển khai các gói thầu công trình lớn như sân bay, khu công nghiệp, các công trình dân dụng lớn, đây sẽ là cơ hội phát triển bền vững cho REE trong dài hạn.
- Mảng Reetech tiếp tục tìm lấy chỗ đứng và lấy lại đà tăng trưởng ổn định, tuy không đem lại lợi nhuận nhiều cho REE nhưng đây là mảng phụ trợ cho các công trình của M&E, Reetech sẽ tăng trưởng ổn định trong các năm tới với tốc độ khoảng 5%/năm.
- Mảng văn phòng cho thuê sẽ là động lực phát triển của REE trong năm 2018 do đưa vào cho thuê 35,000 m<sup>2</sup> với giá cho thuê dự kiến là 25\$/m<sup>2</sup>, giá cho thuê trung bình hiện tại là 22\$/m<sup>2</sup>. Duy trì tỷ lệ lấp đầy 100% với diện tích sở hữu hiện tại là 113,000 m<sup>2</sup>.
- Mảng điện, nước sẽ là mảng đem lại dòng tiền tốt cho REE do tỷ suất cổ tức cao của ngành điện, lợi nhuận của PPC sẽ duy trì ổn định trong các năm tới do không còn bị tác động bởi tỷ giá. REE sẽ bắt đầu ghi nhận thêm lợi nhuận từ SHP (REE nắm giữ 10.6%) và CHP (REE nắm giữ 18.9%) trong năm 2017. Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ tăng trưởng từ 7%-10%/năm.
- Chúng tôi đánh giá cao tính minh bạch của REE cũng như cơ cấu tài chính lành mạnh, ngành nghề ổn định không chịu tác động cao bởi tính chu kỳ kinh tế.
- Hiện REE đang giao dịch ở mức P/E trailing là 7.5x là khá rẻ so với P/E trung bình VNIndex là 15.8x.

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Doanh thu (tỷ VND)	2,395.6	2,413.4	2,629.4	2,643.4	3,659.4	4,981.1	5,529.3
Tăng trưởng (%/y/y)	32.3	0.7	8.9	0.5	38.4	36.1	11.0
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	656.8	975.8	1,062.0	853.1	1,093.2	1,267.4	1,424.3
Tăng trưởng (%/y/y)	27.9	48.6	8.8	(19.7)	28.2	15.9	12.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	27.4	40.4	40.4	32.3	29.9	25.4	25.8
ROE (%)	15.6	18.8	18.0	13.5	15.3	14.3	12.7
ROA (%)	10.0	14.0	12.6	8.9	9.6	9.8	9.1
EPS (VND)	2,684.8	3,700.7	3,946.8	3,164.1	3,525.9	4,087.5	4,593.5
BVPS (VND)	17,232.1	19,707.6	21,965.1	23,494.0	23,079.9	na	na
Cổ tức (VND)	1,600.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0
P/E (x)	6.2	8.0	7.3	8.0	7.0	7.9	7.1
P/B (x)	1.0	1.5	1.3	1.4	1.4	na	na

Nguồn: MSI và BCTC REE

## CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

## CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ  
88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm  
115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

**Võ Văn Cường** - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: [cuongvv1@msi.com.vn](mailto:cuongvv1@msi.com.vn)

**Bùi Đức Hoàn** - Trưởng phòng

Email: [hoanbd1@msi.com.vn](mailto:hoanbd1@msi.com.vn)

**Trịnh Thị Hồng** - Chuyên viên Cao cấp

Email: [hongtt@msi.com.vn](mailto:hongtt@msi.com.vn)

**Nguyễn Anh Tùng** - Chuyên viên

Email: [tungna@msi.com.vn](mailto:tungna@msi.com.vn)

**Đỗ Đức Lộc** - Chuyên viên

Email: [locdd@msi.com.vn](mailto:locdd@msi.com.vn)

**Trần Văn Thảo** - Chuyên viên

Email: [thaotv@msi.com.vn](mailto:thaotv@msi.com.vn)

## TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

**Phùng Thanh Huyền** - Chuyên viên ICC

Email: [huyenpt@msi.com.vn](mailto:huyenpt@msi.com.vn)

**KHUYẾN CÁO:** Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.