

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (HOSE:REE)



BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY
02.10.2018

Trần Văn Thảo - Chuyên viên phân tích
thaotv@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận của REE năm 2018 dự báo đạt lần lượt là 5,567 tỷ đồng (11.5% yoy) và 1,601 tỷ đồng (+16.3% yoy).

REE là Công ty có nền tảng hoạt động vững chắc với bốn mảng kinh doanh chính tạo ra nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định: (1) Dịch vụ xây lắp cơ điện công trình M&E, (2) Kinh doanh điện gia dụng với thương hiệu Reetech, (3) Cho thuê văn phòng, và (4) Đầu tư chiến lược tập trung ngành tiện ích.

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của REE trong năm 2018 đạt lần lượt 5,567 tỷ đồng (+11.5% yoy) và 1,601 tỷ đồng (+16.3% yoy).

Đánh giá triển vọng tiếp tục tích cực cho công ty trong năm 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty lần lượt 6,267 tỷ đồng (+12.6% yoy) và 1,914 tỷ đồng (+19.6% yoy). Nhờ sự đóng góp tích cực trở lại của mảng M&E và tỷ lệ lấp đầy Etown Central tăng lên 98% trong năm 2019, ngược lại mảng thủy điện chúng tôi ước tính sẽ bị chững lại do tình hình thủy văn năm sau được dự báo sẽ hạn hán trở lại.

Chúng tôi dùng phương pháp định giá từng phần đối với cổ phiếu REE.

Chúng tôi áp dụng phương pháp Mark-to-Market (định giá theo thị trường) đối với phần (1)- danh mục đầu tư vào lĩnh vực tiện ích: như Bảng 1 chúng ta thấy rằng giá trị thị trường của các công ty liên doanh liên kết của REE đạt 6,196 tỷ đồng (đối với những công ty không niêm yết chúng tôi giả định giá thị trường bằng giá trị sổ sách mà REE đã đầu tư). Áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF) với phần (2): với 3 mảng hoạt động chính M&E, ReeTech, và cho thuê văn phòng.

Dựa trên kết quả định giá và phân tích nêu trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE với mức giá mục tiêu **44,800 đồng/cổ phiếu**.

MUA

Giá mục tiêu	VND44,800
Tăng (Giảm)	22.7%
Giá hiện tại (02-10-2018)	VND36,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,441

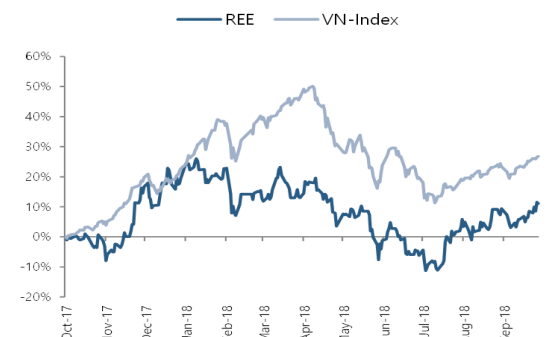
Dữ liệu giao dịch	
CP đang lưu hành	310,058,841
KLGDĐQ (3 tháng)	515,540
Sở hữu nước ngoài	49%
Cổ tức	VND1,600

Kết quả giao dịch cổ phiếu				
(%)	1T	3T	6T	12T
REE	2%	18%	-4%	11%
VNINDEX	2%	6%	-13%	27%

Dự báo lợi nhuận và định giá

Tỷ đồng	2016A	2017A	2018F	2019F
Doanh thu	3,659,000	4,955,000	5,567,674	6,267,612
Tăng trưởng (%)	38.4%	35.4%	12.4%	12.6%
Lợi nhuận gộp	1,181,633	1,429,399	1,670,302	1,899,218
Biên lợi nhuận gộp (%)	32.3%	28.8%	30.0%	30.3%
Lợi nhuận ròng	1,093,237	1,377,087	1,601,488	1,915,444
Tăng trưởng (%)	28.2%	26.0%	16.3%	19.6%
EPS	2,423	5,352	5,165.11	6,177.68
P/B	1.2	1.7	1.3	1.1
P/E	10.2	7.8	7.1	6.0

Nguồn: REE, KBSV ước tính



Nguồn: Fiiipro

Giới thiệu về Công ty REE

REE là Công ty có nền tảng hoạt động vững chắc với bốn mảng kinh doanh chính tạo ra nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định: (1) Dịch vụ xây lắp cơ điện công trình M&E, (2) Kinh doanh điện gia dụng với thương hiệu Reetech, (3) Cho thuê văn phòng, và (4) Đầu tư chiến lược tập trung ngành tiện ích.

Tổng diện tích cho thuê văn phòng của REE trên 140,000 m2 với tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt trên 90%.

REE hiện tại là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại Việt Nam, cung cấp dịch vụ M&E cho rất nhiều công trình lớn và có uy tín trên thị trường. Hoạt động cho thuê văn phòng hiện nay, REE đang quản lý và cho thuê với diện tích văn phòng hơn 140,000m2 hạng B+C tập trung tại hai quận Tân Bình và Quận 4, Tp. HCM. Mảng đầu tư dài hạn của REE tập trung vào các ngành tiện ích như điện, nước và than rất có tiềm năng phát triển trong tương lai.

REE được đánh giá là một trong những công ty niêm yết có cơ chế Quản trị và Điều hành được tổ chức tốt nhất hiện nay. Cổ đông lớn nhất hiện tại của REE là nhà đầu tư chiến lược Platinum Victory Pte đến từ Singapore với 23.9%, Bà Mai Thanh-CEO và gia đình là nhóm cổ đông lớn thứ hai với 13.0%, Apollo Asia Fund Ltd chiếm 5.9%, HFIC sở hữu 5.3% và các cổ đông khác chiếm 51.9%.

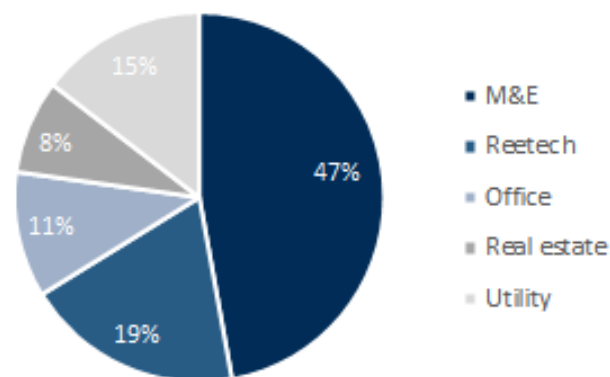
Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận

Lợi nhuận của REE được đóng góp phần lớn bởi 3 mảng hoạt động: M&E (23%), cho thuê văn phòng (20%) và mảng đầu tư chiến lược (46%)

Do tính chất các khoản đầu tư chiến lược của REE tại các công ty liên kết đa số ở tỷ lệ dưới mức chi phối nên phần doanh thu không hợp nhất vào doanh thu công ty, dù đóng góp lợi nhuận từ mảng hoạt động này chiếm đa số với 46% trong tổng số lợi nhuận toàn công ty. Tiếp theo, mảng cho thuê văn phòng đóng góp doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt chiếm 11% và 21% trong toàn bộ công ty. Kế đến, mảng điện máy công trình (M&E) đóng góp phần lớn doanh thu, với 47% và lợi nhuận chiếm 23%. Thấp nhất, đóng góp từ mảng kinh doanh thương mại máy lạnh lần lượt doanh thu và lợi nhuận chiếm 19% và 3%.

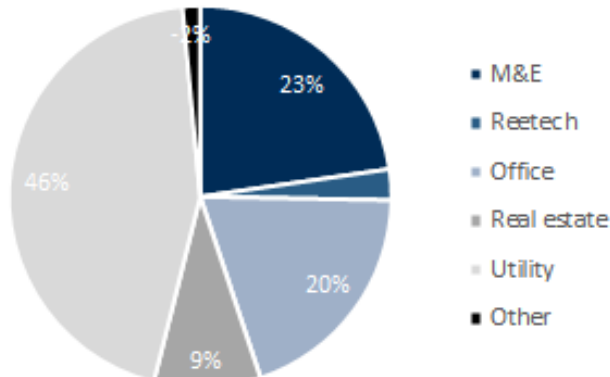
Dự báo cơ cấu lợi nhuận các năm tiếp theo sẽ không có nhiều biến động, với doanh thu đóng góp chính vẫn đến từ mảng cơ điện công trình, ước tính khoảng 45%-50%, về lợi nhuận với đóng góp chính tiếp tục đến từ mảng đầu tư chiến lược, ước tính chiếm khoảng 50% trong tổng lợi nhuận công ty.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu năm 2017



Nguồn: REE

Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận 2017



Nguồn: REE

Mảng dịch vụ xây lắp cơ điện công trình (M&E)

Giá trị ký mới trong 1H2018 của mảng M&E đạt 1,000 tỷ đồng, ước tính giá trị ký mới đạt 3,000 tỷ đồng cho năm 2018.

REE là công ty hàng đầu về cơ điện công trình cho các công trình thương mại, công nghiệp, dân dụng và cơ sở hạ tầng. Giá trị của các hệ thống M&E chiếm khoảng 20%-30% giá trị các công trình xây dựng, do đó M&E là mảng kinh doanh cốt lõi của REE và luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh thu của công ty trong nhiều năm qua. Kế hoạch giá trị hợp đồng ký mới 2018 khoảng 2,400 tỷ đồng (-64.4% yoy), trong đó 1H2018, REE đã ký mới được khoảng 1,000 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính năm 2018, giá trị ký mới của REE ước tính khoảng 3,000 tỷ đồng, cao hơn kế hoạch 25%, qua đó doanh thu có thể đạt mức 2,570 tỷ đồng, tăng trưởng 10% yoy.

Mảng M&E đóng góp phần lớn vào doanh thu toàn công ty với 46.2%, trong đó những dự án được ký trong 2H2018 bao gồm: chung cư Sunshine Center, Empire City, Opal Tower...

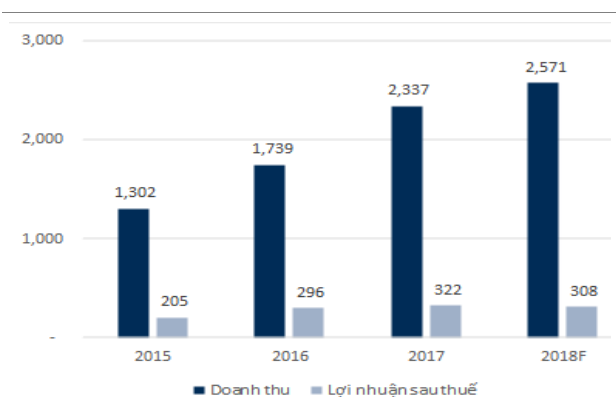
Ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế mảng M&E đạt lần lượt 2,570 tỷ đồng (+10% yoy) và 308 tỷ đồng (-4.2% yoy).

Theo đó, chúng ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2018 ước đạt khoảng 308 tỷ đồng (-4.2% yoy), đóng góp 18.2% vào cơ cấu lợi nhuận toàn công ty. Mặc dù doanh thu tăng trưởng 10% nhưng lợi nhuận sau thuế lại giảm do gần đây các công trình xây dựng của các chủ đầu tư đang bị chậm tiến độ bởi việc thanh tra quản lý, sử dụng đất của Chính Phủ ở các tỉnh thành trên cả nước, và cạnh tranh gay gắt trong ngành dẫn đến biên lợi nhuận ròng của Công ty giảm xuống còn 12% (so với 13.8% trong năm 2017).

Chúng tôi dự phóng mảng xây lắp công trình sau 2019 sẽ duy trì trở lại mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt 15% yoy và 10% yoy.

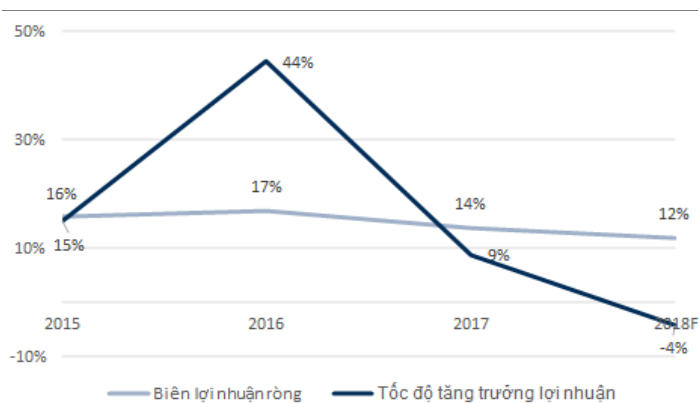
REE M&E đã có kinh nghiệm trong việc xây dựng nhà ga T2 Nội Bài và làm việc với các nhà tổng thầu quốc tế như Nhật Bản, Hàn Quốc... Về dài hạn, theo đánh giá của chúng tôi, khi dự án sân bay Long Thành triển khai, sẽ kéo theo nhiều công việc liên quan đến xây dựng và M&E, chiếm 25-30% giá trị công trình và hy vọng sẽ có nhiều công việc cho REE cùng tham gia xây dựng dự án chiến lược này của Việt Nam.

Hình 3: Doanh thu và lợi nhuận mảng M&E (tỷ đồng)



Nguồn: REE, KBSV ước tính

Hình 4: Biên lợi nhuận ròng mảng M&E



Nguồn: REE, KBSV

Mảng sản xuất và kinh doanh điện gia dụng (ReeTech)

ReeTech là sản phẩm chủ lực của REE ở mảng sản xuất và kinh doanh hàng điện, điện lạnh gia dụng. Theo báo cáo nghiên cứu của BSRIA, thương hiệu máy lạnh ReeTech chiếm khoảng 8% thị phần trong nước, và hiện đang đối mặt với sự cạnh tranh với các hãng điện tử gia dụng lớn từ nước ngoài như Samsung, LG, Toshiba, Sanyo. Tuy nhiên, với sự thành lập liên doanh với hãng General từ Nhật Bản, đặc biệt là năm 2019 kỳ vọng thời tiết hạn hán sẽ giúp ReeTech có sự khởi sắc cả doanh thu và doanh số bán hàng, khi thương hiệu máy lạnh mới General được quảng bá rộng rãi đến người tiêu dùng.

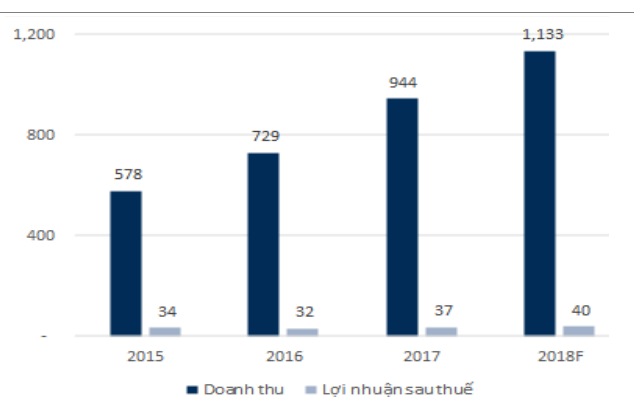
Doanh thu và lợi nhuận mảng ReeTech năm 2018 ước tính đạt 1,132 tỷ đồng (+20% yoy) và 40 tỷ đồng (+7.2% yoy)

Qua đó, chúng tôi ước tính năm 2018 ReeTech đạt doanh thu khoảng 1,132 tỷ đồng (+20% yoy), mặc dù doanh thu tăng trưởng tốt so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận sau thuế chúng tôi ước tính đạt 40 tỷ đồng (+7.2% yoy). Chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh thương mại với thương hiệu ReeTech tiếp tục đối mặt với sự cạnh tranh mạnh mẽ với các thương hiệu máy lạnh nước ngoài trong năm 2019. Tuy nhiên, với phân khúc khách hàng tiềm năng và các hợp đồng dự án lớn cùng với sự hợp tác với thương hiệu General, chúng tôi ước tính ReeTech tăng trưởng doanh thu năm 2019 ở mức 15% yoy đạt 1,302 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng khoảng 3.7% yoy đạt 48 tỷ đồng, chủ yếu do cắt giảm chi phí và tổ chức bộ máy quản lý hiệu quả hơn.

REE cho biết sẽ thoái vốn khỏi mảng ReeTech nếu tìm được người mua giá hợp lý.

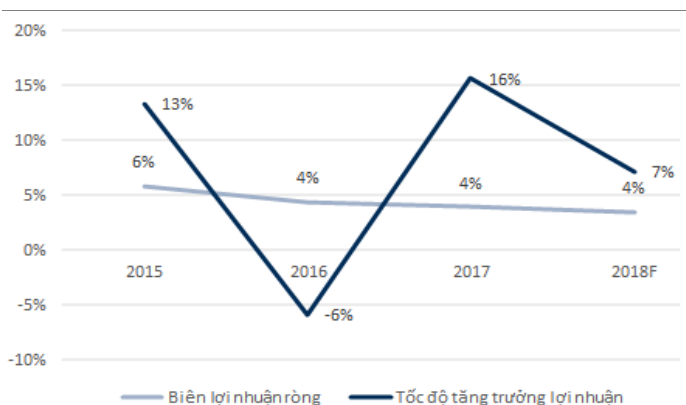
Qua trao đổi với REE, REE cho biết cũng có ý định thoái vốn khỏi ReeTech nếu tìm được nhà đầu tư và giá mua phù hợp, do mảng ReeTech cũng chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong lợi nhuận (2.5%). Việc thoái vốn sẽ giúp REE tập trung hơn cho các mảng hoạt động chính khác.

Hình 5: Doanh thu và lợi nhuận mảng ReeTech (tỷ đồng)



Nguồn: REE, KBSV

Hình 6:



Nguồn: REE, KBSV

Mảng hoạt động cho thuê văn phòng

Mảng cho thuê văn phòng là mảng có tỷ suất lợi nhuận ròng cao nhất đạt trung bình trên 50%/năm, và đem lại dòng tiền ổn định cho REE.

Hoạt động cho thuê văn phòng là mảng kinh doanh truyền thống của REE và cho dòng tiền và lợi nhuận ổn định trong nhiều năm qua. Hưởng lợi từ kết quả đầu tư văn phòng từ nhiều năm trước với chi phí thấp biên lợi nhuận của hoạt động cho thuê văn phòng luôn duy trì ở mức cao quanh 51% hàng năm và đóng góp lớn vào cơ cấu lợi nhuận của toàn bộ nhóm công ty REE với khoảng 21%.

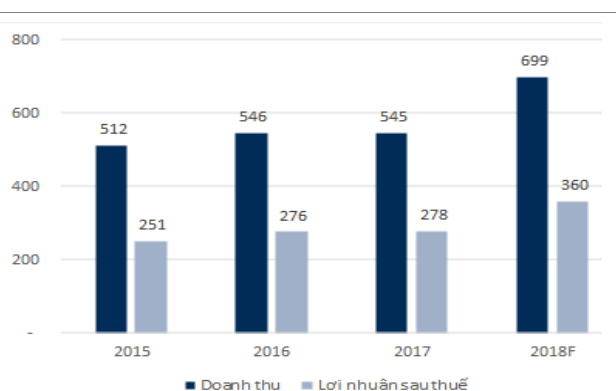
Hiện tại, REE đang quản lý bất động sản cho thuê với diện tích văn phòng hơn 140,000m² hạng B+C với giá cho thuê bình quân 19-25 USD/m²/tháng. Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê được duy trì gần 100%. Giá thuê có xu hướng ổn định và doanh thu trong năm 2018 ước tính sẽ tăng 28.3%, đạt khoảng 652 tỷ đồng, chủ yếu do tăng tỷ lệ lấp đầy từ 95% năm trước lên gần 100% trong năm nay đối với các văn phòng cũ và sự đóng góp mới của tòa nhà Etown Central (số 11 Đoàn Văn Bơ, quận 4, TPHCM) với tỷ lệ lấp đầy đạt 60% trong năm 2018, dự kiến sẽ tăng tỷ lệ lấp đầy lên 98% trong năm 2019. Theo đó, lợi nhuận sau thuế năm 2018 ước đạt khoảng 360 tỷ đồng, tăng trưởng 29.5% yoy.

Theo báo cáo của Savills giá cho thuê văn phòng sẽ tiếp tục tăng trưởng 6% trong giai đoạn 2018-202.

Theo báo cáo của CBRE và Savills, dự báo giá thuê văn phòng đang trong xu hướng tăng giá, ước tính giai đoạn 2018-2020 tăng trưởng khoảng 5%-6% hàng năm, và nhu cầu phân khúc văn phòng hạng B+C cũng sẽ tăng theo nhờ nhu cầu lớn từ các công ty cho thuê văn phòng chia sẻ tham gia vào thị trường. Theo đó, chúng tôi dự phóng năm 2019 doanh thu mảng cho thuê văn phòng doanh thu và lợi nhuận dự phóng tăng trưởng lần lượt 15.2% và 15% yoy.

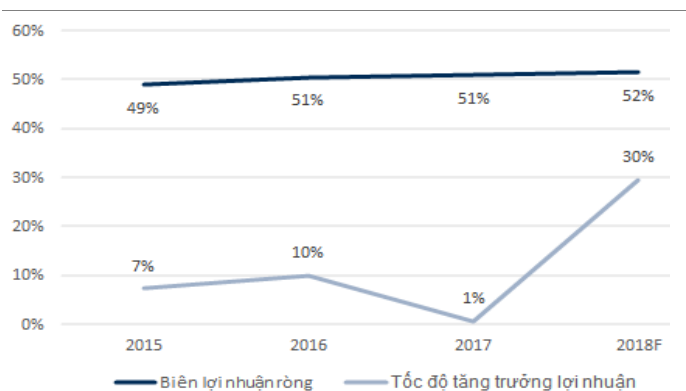
Ngoài ra, REE cũng đang tiếp tục hoàn thiện dự án cao ốc Etown 5 364 Cộng Hòa, quận Tân Bình, TPHCM. Dự án Etown 5 cao 17 tầng, có 3 tầng hầm với tổng diện tích sàn là 30,000m², dự kiến hoàn thành trong Q1.2019 sẽ là một trong những tòa nhà văn phòng được đầu tư hiện đại bậc nhất hiện nay. Etown 5 và tỷ lệ lấp đầy tăng lên đối với Etown Central sẽ là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đối với mảng cho thuê văn phòng của REE.

Hình 7: Doanh thu và lợi nhuận mảng Office (tỷ đồng)



Nguồn: REE, KBSV

Hình 8: Biên lợi nhuận ròng mảng Office



Nguồn: REE, KBSV

Bảng 1: Các tòa nhà cho thuê hiện tại của REE

Tên	Diện tích (m2)	Tỷ lệ lấp đầy trong năm 2018 (ước tính)	Giá cho thuê trong năm 2018 (ước tính) (USD)
Etown	29,505	95%	19
Etown ew	4,233	100%	16
Etown 2	26,388	95%	19
Etown 3	13,000	90%	16
Etown 4	10,500	90%	17
IDC Building	2,004	100%	23
Maison	1,353	100%	23
ReeCorp	3,370	100%	21
Ree Tower	18,482	100%	23
REE Bà Hom	1,574	100%	15
Etown Central	34,000	34,000	25
Etown 5*	30,000	na	na
Tổng diện tích cho thuê	174,409		

Nguồn: REE, KBSV ước tính, * dự kiến hoàn tất trong Q1.2019

Mảng đầu tư chiến lược

Mảng đầu tư chiến lược vào ngành tiên ích (điện và nước) là mảng đem về dòng tiền cổ tức ổn định dài hạn cho REE.

REE tập trung đầu tư vào các công ty thuộc ngành tiên ích gồm điện và nước. Tổng giá trị tài sản khoản mục đầu tư tại thời điểm ngày 30.06.2018 chiếm 45% giá trị tài sản toàn công ty và REE sẽ gia tăng khoản mục đầu tư thông qua việc tìm kiếm các khoản đầu tư mới-tập trung vào các công ty điện & nước với mức sinh lời hợp lý.

Tỷ suất sinh lời (ROI) toàn bộ hoạt động đầu tư chiến lược đạt mức 11%-14% là khá tốt, chúng tôi kỳ vọng REE tiếp tục duy trì mức sinh lời cao này trong năm 2018 và các năm sau đó.

Hiện danh mục đầu tư của REE gồm: 47% là thủy điện, 26% là nhiệt điện và phong điện, 27% là công ty cấp nước. Hiện VSH chiếm tỷ trọng lớn nhất trong thủy điện và PPC chiếm tỷ trọng lớn nhất trong nhiệt điện.

Hiện tại, CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) là khoản đầu tư lớn nhất của REE, với giá trị đầu tư đạt 1,258 tỷ đồng, chiếm 23% giá trị đầu tư và cũng đóng góp chính vào lợi nhuận mảng đầu tư chiến lược, chiếm 27% trong năm 2017. Lợi nhuận từ PPC trong 1H2018 đóng góp 170 tỷ đồng (chiếm 37% tổng lợi nhuận từ liên doanh liên kết 1H2018) vào tổng lợi nhuận từ liên doanh liên kết. Kết quả PPC 1H2018 tăng trưởng tốt so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ điện đạt 2,892 triệu kWh (+23% yoy) và giá bán bình quân 1,389đ/kWh (+4% yoy). PPC có kế hoạch nâng cấp nhà máy Phả Lại 1 và các dự án giảm phát khí thải mới đối với Phả Lại 1 và Phả Lại 2 với tổng chi phí ước tính khoảng 4,500 tỷ đồng, điều này sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận cũng như khả năng trả cổ tức trong tương lai của PPC. Ngoài ra, PPC đã trả phần lớn các khoản nợ bằng tiền JPY, đến cuối tháng 6 khoản nợ bằng JPY còn khoảng hơn 900 tỷ đồng, lợi nhuận trong tương lai sẽ không còn phụ thuộc quá nhiều vào sự biến động tỷ giá VND/JPY.

Những năm gần đây, đóng góp lợi nhuận từ hoạt động đầu tư chiến lược vào nhóm REE chiếm tỷ lệ cao nhất với tỷ lệ 30%-50% và do đó ảnh hưởng quan trọng đến kết quả hoạt động chung của toàn nhóm REE. Tính đến thời điểm hiện tại, REE đang sở hữu 696 MW công suất phát điện và 446,200 m3/ngày tại 4 nhà máy nước.

Qua trao đổi với REE, công ty cho biết sẽ đầu tư thêm vào mảng điện nếu tìm được nhà đầu tư muốn bán với giá hợp lý. Cho thấy về dài hạn REE vẫn tập trung mạnh vào ngành điện.

Trong năm 2018, chúng tôi ước tính REE sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ sở hữu lớn như hiện nay tại các công ty điện như Thủy điện Thác Bà (TBC), Thủy điện Thác Mơ (TMP), Nhiệt điện Phả Lại (PPC) và BOO Thủ Đức và dự báo không có những biến động lớn. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận từ mảng hoạt động đầu tư năm 2018 đạt khoảng 723 tỷ đồng (+14% yoy), lợi nhuận 2018 tăng trưởng tốt do các doanh nghiệp thủy điện tiếp tục có một năm hoạt động hiệu quả. Hoạt động đầu tư ước tính đóng góp chính vào lợi nhuận toàn công ty với khoảng 45% trong năm 2018.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao chiến lược đầu tư vào các công ty như nhà máy nhiệt điện, nhà máy thủy điện, nhà máy xử lý và cung cấp nước sạch. Các khoản đầu tư này có tính chất lâu dài, mang tính rủi ro thấp vì phục vụ nhu cầu của đa số dân cư.

Bảng 2: Danh sách các công ty liên kết REE đang nắm giữ (Tỷ đồng)

Tên Công ty	MCK	Tỷ lệ sở hữu (1)	Giá trị sổ sách 31.12.2017	Vốn hóa (28.09.2018) (2)	Giá trị thuộc sở hữu của REE (1)*(2)
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH	21.01%	715	3,629	762
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBA	25.76%	546	886	228
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	21.34%	533	3,160	674
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	42.63%	468	2,257	962
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng	ISH	34.30%	187	765	262
CTCP Thủy điện Bình Điền	NA	25.47%	87	Na	87
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	23.36%	1,258	6,508	1,520
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	NBP	29.45%	82	178	52
CTCP Phong điện Thuận Bình	NA	25.00%	35	NA	35
CTCP Đầu tư nước sạch sông Đà	NA	35.88%	693	NA	693
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	NA	42.07%	286	NA	286
CTCP Đầu tư và kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	NA	40.00%	84	NA	84
CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp	NA	32.00%	80	NA	80
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW	44.17%	61	190	84
CTCP nước Nhà Bè	NBW	20.02%	40	176	35
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW	20.05%	29	152	30
CTCP Địa ốc Sài Gòn	SGR	28.87%	165	979	283
CTCP Cơ điện Đoàn Nhất	NA	35.00%	38	NA	38
Tổng			5,386		6,196

Nguồn: BCTC REE, KBSV

Triển vọng năm 2018 và dài hạn của REE Corp:

Doanh thu và lợi nhuận của REE trong các năm tới sẽ ít biến động nhiều, do REE tập trung vào các mảng đem về dòng tiền ổn định như: cho thuê văn phòng và mảng đầu tư vào ngành tiện ích.

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của REE trong năm 2018 đạt lần lượt 5,567 tỷ đồng (+11.5% yoy) và 1,601 tỷ đồng (+16.3% yoy). Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của từng mảng lần lượt là:

+ Mảng M&E doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 2,570 tỷ đồng (+10% yoy) và 308 tỷ đồng (-4.2% yoy).

+ Mảng ReeTech doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 1,132 tỷ đồng (+20% yoy) và 40 tỷ đồng (+7.2% yoy)

+ Mảng cho thuê văn phòng doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 699 tỷ đồng (+28.3% yoy) và 360 tỷ đồng (+29.5% yoy)

+ Mảng điện ước tính lợi nhuận sau thuế đạt 723 tỷ đồng (+14.4% yoy).

Đánh giá triển vọng tiếp tục tích cực cho công ty trong năm 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty lần lượt 6,267 tỷ đồng (+12.6% yoy) và 1,914 tỷ đồng (+19.6% yoy). Nhờ sự đóng góp tích cực trở lại của mảng M&E và tỷ lệ lấp đầy Etown Central tăng lên 98% trong năm 2019, ngược lại mảng thủy điện chúng tôi ước tính sẽ bị chững lại do tình hình thủy văn năm sau được dự báo sẽ hạn hán trở lại.

Định giá

Do REE Corp. có nhiều mảng kinh doanh khác nhau và hoạt động như một tập đoàn đa ngành, do đó chúng tôi đánh giá và áp dụng phương pháp định giá từng phần đối với REE là hợp lý nhất. Theo đó, chúng tôi định giá REE Corp. theo 2 phần chính: (1) các khoản đầu tư và công ty liên doanh liên kết (đầu tư và lĩnh vực tiện ích); (2) bao gồm 3 hoạt động chính còn lại của Công ty: mảng cơ điện lạnh (M&E), mảng sản xuất kinh doanh điện gia dụng (ReeTech) và mảng cho thuê văn phòng (Office).

Chúng tôi áp dụng phương pháp Mark-to-Market (định giá theo thị trường) đối với phần (1)- danh mục đầu tư vào lĩnh vực tiện ích: như Bảng 1 chúng ta thấy rằng giá trị thị trường của các công ty liên doanh liên kết của REE đạt 6,196 tỷ đồng (đối với những công ty không niêm yết chúng tôi giả định giá thị trường bằng giá trị sổ sách mà REE đã đầu tư).

Áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF) với phần (2): với 3 mảng hoạt động chính M&E, ReeTech, và cho thuê văn phòng.

	2018	2019	2020	2021	2022
Do chúng tôi tách mảng các khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết nên dòng tiền sẽ không bao gồm cổ tức từ các công ty liên doanh, liên kết.					
EBIT	1,309	1,495	1,590	1,723	1,836
- Thuế	(221)	(264)	(290)	(322)	(351)
+ Khấu hao	230	235	240	246	252
- Vốn lưu động	(205)	(36)	(47)	(45)	(59)
- Mua sắm tài sản cố định	(84)	(86)	(105)	(96)	(253)
FCFF	1,006	1,320	1,375	1,492	1,420

Beta	1.09		
Lợi nhuận thị trường kỳ vọng (Rm) %	16.5	Giá trị chiết khấu FCFE (tỷ đồng)	7,432
Lãi suất phi rủi ro (RFR) %	4.75	+ Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn (tỷ đồng)	2,871
Chi phí vốn (COE) %	17.5	- Tổng nợ vay (tỷ đồng)	2,583
Chi phí nợ (COD) %	7	Giá trị của khoản đầu tư (tỷ đồng)	6,195
Thuế (tax rate) %	20	Giá trị khoản Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	13,916
Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) %	16.4	Số lượng cổ phiếu	310,058,841
Giả định tốc độ tăng trưởng vô hạn (Terminal Growth rate) %	3	Giá cổ phiếu (VND)	44,884

Nguồn: KBSV ước tính

Dựa trên kết quả định giá và phân tích nêu trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE với mức giá mục tiêu **44,800 đồng/cổ phiếu**.

Các điểm tích cực của REE Corp.

-REE là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực M&E với tốc độ tăng trưởng kép 5 năm gần nhất đạt 14%, biên lợi nhuận ròng duy trì trung bình trên 13%. Mảng M&E sẽ hưởng lợi từ tăng trưởng chung của nền kinh tế và lĩnh vực xây dựng, đặt biệt là các công trình trọng điểm và cơ sở hạ tầng như sân bay, bến cảng, nhà xưởng công nghiệp, nhà cao tầng...

-Lĩnh vực cho thuê văn phòng luôn đạt tỷ lệ lấp đầy với biên lợi nhuận vượt trội và đóng góp lợi nhuận ổn định cho công ty.

-Lĩnh vực đầu tư tiện ích đóng góp giá trị ổn định và dài hạn cho công ty hoặc cũng có thể ghi nhận những khoản lợi nhuận đột biến khi công ty có ý thoái vốn tại các công ty liên doanh liên kết.

-Kinh doanh hàng điện lạnh gia dụng hỗ trợ tích cực cho việc phát triển mảng M&E.

Ban Quản trị của REE có chiến lược phát triển công ty nhằm tăng trưởng một cách ổn định và hài hòa các giai đoạn: (1) ngắn hạn— nguồn thu và dòng tiền ổn định từ cho thuê văn phòng, (2) trung hạn— phát triển REE M&E trở thành công ty hàng đầu được lựa chọn bởi các nhà thầu và chủ đầu tư, (3) dài hạn— đầu tư chiến lược, sở hữu cổ phần chi phối tại các công ty cung cấp điện và nước lớn.

Các yếu tố rủi ro:

Sự biến động của chu kỳ bất động sản sẽ ảnh hưởng tới các mảng hoạt động chính của REE (M&E, bất động sản).

Mảng điện của REE bị ảnh hưởng nhiều bởi tình hình thủy văn, và việc nâng cấp nhà máy Phả Lại 1 và Phả Lại 2 có thể ảnh hưởng tới lợi nhuận và cổ tức của PPC trong tương lai.

Cân đối kế toán

Tỷ VNĐ	2016	2017	2018F	2019F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	4,105	5,651	6,185	6,800
Tiền và tương đương tiền	1,709	2,914	2,864	3,152
Các khoản phải thu	1,148	1,131	1,477	1,602
Hàng tồn kho, ròng	1,230	1,556	1,803	1,991
Tài sản lưu động khác	17	51	42	56
TÀI SẢN DÀI HẠN	7,291	8,643	8,541	8,397
Phải thu dài hạn	37	36	40	45
Tài sản cố định	1,100	1,620	1,521	1,420
Tài sản dở dang dài hạn	673	624	577	529
Đầu tư dài hạn	5,377	6,274	6,274	6,274
Tài sản dài hạn khác	83	86	111	117
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	11,397	14,295	14,726	15,197
NỢ PHẢI TRẢ	3,675	5,601	5,644	5,553
Nợ ngắn hạn	2,618	2,927	3,408	3,626
Vay ngắn hạn	594	672	672	672
Nợ dài hạn	1,058	2,674	2,236	1,927
Vay dài hạn	899	2,309	1,912	1,515
VỐN CHỦ SỞ HỮU	7,156	8,034	9,140	10,559
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	11,397	14,295	14,726	15,197

Báo cáo KQHĐKD

Tỷ VNĐ	2016	2017	2018F	2019F
Doanh số thuần	3,659	4,995	5,568	6,268
Giá vốn hàng bán	(2,478)	(3,566)	(3,897)	(4,368)
Lãi gộp	1,182	1,429	1,670	1,899
Doanh thu tài chính	176	175	54	44
Chi phí tài chính	(68)	(275)	(203)	(173)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(60)	(105)	(203)	(173)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	388	719	796	952
Chi phí bán hàng	(89)	(95)	(119)	(135)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(220)	(242)	(302)	(322)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,369	1,712	1,897	2,266
Thu nhập khác	15	19	17	21
Chi phí khác	(8)	(9)	(11)	(12)
Thu nhập khác, ròng	7	9	5	9
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,376	1,721	1,902	2,275
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,174	1,523	1,601	1,915
Lợi ích của cổ đông thiểu số	80	146	-	-
LN của Cổ đông của Công ty mẹ	1,093	1,377	1,601	1,915

Lưu chuyển tiền tệ

Tỷ VNĐ	2016	2017	2018F	2019F
Lợi nhuận sau thuế	1,174	1,523	885	1,058
Khấu hao	140	130	230	235
Dòng tiền thuần trước thay đổi VLD	1,008	1,131	1,132	1,304
(Tăng)/Giảm phải thu	211	15	(358)	(140)
(Tăng)/Giảm hàng tồn kho	(667)	(324)	(256)	(189)
(Tăng)/Giảm các tài sản ngắn hạn khác	13	(34)	10	(14)
(Tăng)/Giảm các tài sản dài hạn khác	(30)	15	(39)	-
Tăng/(Giảm) khoản phải trả	176	238	447	216
Tăng/(Giảm) phải trả ngắn hạn khác	52	(6)	34	3
Tăng/(Giảm) phải trả dài hạn khác	19	207	(41)	88
Thay đổi vốn lưu động	(225)	110	(205)	(36)
DÒNG TIỀN HĐKD (CFO)	681	992	927	1,268
(Tăng)/Giảm đầu tư ngắn hạn	(368)	309	525	-
(Tăng)/Giảm đầu tư dài hạn	(1,011)	(1,032)	(1,135)	(1,248)
Cổ tức tiền lãi nhận được	548	729	802	882
(Mua sắm)/Thanh lý TSCĐ	(309)	(584)	(405)	(86)
DÒNG TIỀN ĐẦU TƯ (CFI)	(1,204)	(482)	(213)	(452)
Tăng/(Giảm) Vay nợ ngắn hạn	165	78	-	-
Tăng/(Giảm) Vay nợ dài hạn	338	1,409	(397)	(397)
Mua lại cổ phiếu quỹ	(12)	-	-	-
Tiền thu từ phát hành CP	-	36	-	-
Trả cổ tức	(293)	(597)	(496)	(496)
DÒNG TIỀN TÀI CHÍNH (CFE)	65	926	(893)	(893)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(458)	1,436	(179)	(77)

Nguồn: BCTC REE, KBSV ước tính

Hệ thống khuyến nghị đầu tư**Mua:** +15% hoặc cao hơn**Giữ:** trong khoảng +15% và -15%**Bán:** -15% hoặc thấp hơn**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 KBSV, KBSV 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 KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV 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. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. 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 sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**Trụ sở chính:**

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 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, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276**Hotmail:** ccc@kbsec.com.vn**Website:** www.kbsec.com.vn