

**Ngành:** Tiện ích

**Ngày báo cáo:** 29/07/2019

**Giá hiện tại:** 32.600VND

**Giá mục tiêu:** 43.900VND

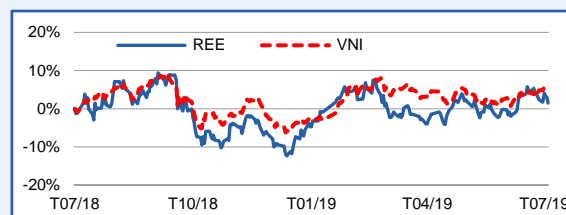
**TL tăng:** 34,7%

**Lợi suất cổ tức:** 5,5%

**Tổng mức sinh lời:** 40,2%

**Khuyến nghị:** MUA

	2018	H1/19	2019F
Tăng trưởng DT	2,1%	2,9%	2,4%
Tăng trưởng EPS	29,5%	-16,2%	-5,3%
Biên LN gộp	24,1%	27,9%	24,2%
Biên LN ròng	35,0%	33,6%	32,3%
EV/EBITDA	11,2x		9,6x
Giá CP/Dòng tiền HĐ	1,1x		1,0x
P/E	6,1x		6,0x



**GT vốn hóa:** 434tr USD

**Room KN:** 0tr USD

**GTGD/ngày (30n):** 1,0tr USD

**Cổ phần Nhà nước:** 0%

**SL cổ phiếu lưu hành:** 310 tr

**Pha loãng:** 310 tr

	REE	Peers	VNI
P/E (trượt)	6,2x	11,2x	17,1x
P/B (hiện tại)	1,1x	1,4x	2,5x
Nợ ròng/CSH	0,1	0,2	N/A
ROE	16,2%	11,7%	14,7%
ROA	9,8%	7,5%	2,5%

**Tổng quan công ty:**

REE là công ty holding với 3 lĩnh vực hoạt động chính: Điện (chiếm gần 50% tổng lợi nhuận), cơ điện (M&E), cho thuê văn phòng. Các mảng khác bao gồm nước và bất động sản. REE là công ty hàng đầu trong ngành M&E và sở hữu 150.000 m2 diện tích văn phòng cho thuê.

**Nguyễn Đắc Phú Thành**  
Chuyên viên

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Trưởng phòng cao cấp

## KQKD quý 2/2019 thấp, phù hợp với dự báo của chúng tôi

- CTCP Cơ điện lạnh (REE) đã công bố KQLN quý 2/2019 với doanh thu 6 tháng đầu năm tăng 2,9% so với cùng kỳ năm ngoái lên 2,3 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ đóng góp của tòa nhà văn phòng E-town Central.
- LNST sau lợi ích CĐTS 6 tháng đầu năm giảm 16,2% so với cùng kỳ năm ngoái vì tăng trưởng mạnh mẽ cho thuê văn phòng và mảng M&E phục hồi không đủ bù đắp cho lợi nhuận yếu của mảng điện do lượng mưa ít ảnh hưởng thủy điện, không có hoàn nhập dự phòng từ nhiệt điện Quảng Ninh (UpCOM: QTP) và kết quả thấp của PPC (vui lòng xem [báo cáo KQKD PPC ra ngày 16/07/2019](#)).
- Loại trừ khoản hoàn nhập dự phòng cho QTP, LNST sau lợi ích CĐTS 6 tháng đầu năm chỉ giảm 5,3% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS hoàn tất lần lượt 44,8% và 46,6% dự báo cả năm do chúng tôi đưa ra, phù hợp với ước tính của chúng tôi vì mùa cao điểm của thủy điện thường là 6 tháng cuối năm trong khi các mảng cơ điện và BĐS cũng thường ghi nhận doanh thu và lợi nhuận nhiều vào cuối năm.
- Chúng tôi có thể sẽ điều chỉnh giảm không đáng kể dự báo lợi nhuận 2019 chủ yếu do kết quả quý 2/2019 của PPC thấp hơn so với dự báo nhưng cũng nhận thấy khả năng điều chỉnh tăng dự báo cho các khoản đầu tư mới (dựa theo các thông tin chi tiết được REE công bố tại cuộc họp với nhà đầu tư gần đây nhất).

**Diễn biến và triển vọng tươi sáng của mảng cho thuê văn phòng.** Không tính lãi từ thanh lý tài sản đất 110 tỷ đồng trong quý 2/2018, lợi nhuận mảng cho thuê văn phòng tăng 62,9% YoY do đóng góp của E-town Central. Trong khi đó, dự án mới nhất (E-town East West tại quận Tân Bình) đã đã được lấp đầy 100% và sẽ nhận được 4-5 tháng tiền thuê từ khách hàng trong năm 2019 với mức giá thuê trung bình ấn tượng đạt 25 USD/m2/tháng, cao hơn 25% so với giả định của chúng tôi. Ngoài ra, tòa nhà văn phòng lớn E-town 6 dự kiến động thổ trong năm 2020 và đóng góp 70.000 m2 bắt đầu trong năm 2023 (+50% so với diện tích văn phòng cho thuê hiện tại là 150.000 m2).

**Mảng Cơ điện (M&E) vẫn có những diễn biến tích cực dù ngành BĐS chững lại trong thời gian qua.** Các hợp đồng M&E ký mới đạt 2 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng 2019, tương ứng với 70% kế hoạch cả năm của công ty. Lượng backlog (hợp đồng đã ký và chưa thực hiện) tính đến 30/06/2019 đạt 5,8 nghìn tỷ đồng, tương ứng với xấp xỉ 2 năm doanh thu. REE tự tin rằng công ty sẽ ít nhất hoàn thành kế hoạch lợi nhuận cho mảng M&E và điều hòa không khí đạt 275 tỷ đồng so với dự phóng của chúng tôi là 304 tỷ đồng.

Các thông tin công bố gần đây của REE về dự án đầu tư điện sắp tới cho thấy khả năng điều chỉnh tăng dự phóng của chúng tôi khi 1) dự án điện gió có mức giá bán điện là 9,8 cent/kWh so với giá định của chúng tôi là 8,5 cent khi đây là dự án điện gió ngoài khơi, không phải trên đất liền như giá định trước đây; 2) REE cho biết sẽ thực hiện M&A 1 dự án thủy điện 35 MW (32 MW +2,8 MW) tại miền Bắc. Ngoài ra, nhà máy này cũng được hưởng cơ chế giá biểu phí tránh được (mức giá dành cho các nhà máy thủy điện nhỏ) cao hơn 10%-20% giá định trước đây của chúng tôi theo giá dành cho thủy điện thông thường. Chúng tôi lưu ý rằng REE ước tính 60 tỷ đồng lợi nhuận/năm từ tài sản này, tương ứng với P/E 10 lần.

Hình 1: KQKD 6 tháng 2019 của REE

	Q2 2019	YoY	H1 2019	YoY	% dự báo 2019F
<b>Doanh thu</b>	<b>1.259</b>	<b>3,1%</b>	<b>2.338</b>	<b>2,9%</b>	<b>44,8%</b>
Điện	232	29,7%	426	3,1%	57,8%
Cơ điện và điều hòa	796	-9,2%	1.473	-4,4%	43,3%
Cho thuê văn phòng và BĐS	230	38,7%	438	37,7%	40,4%
<b>LN gộp</b>	<b>344</b>	<b>53,0%</b>	<b>651</b>	<b>19,0%</b>	<b>45,7%</b>
Chi phí quản lý và bán hàng	-70	18,1%	-126	3,2%	38,8%
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>275</b>	<b>65,4%</b>	<b>525</b>	<b>23,6%</b>	<b>47,7%</b>
- Thu nhập tài chính	65	-62,0%	224	5,0%	63,8%
- Chi phí tài chính	-33	324,6%	-193	n/m	52,7%
Chi phí lãi vay	-103	73,5%	-194	86,2%	53,0%
Dự phòng/hoàn nhập QTP	73	36,7%	10	-91,5%	n/m
- Lãi (lỗ) từ LD/LK	212	-30,2%	379	-18,6%	42,5%
- Lãi/lỗ ròng khác	2	-68,9%	3	-58,0%	18,7%
<b>LNTT</b>	<b>521</b>	<b>-18,5%</b>	<b>937</b>	<b>-16,5%</b>	<b>47,1%</b>
- Thuế TNDN	-62	-7,5%	-109	-19,2%	49,4%
<b>LNST</b>	<b>458</b>	<b>-19,9%</b>	<b>828</b>	<b>-16,2%</b>	<b>46,8%</b>
- Lợi ích CĐTS	-24	66,6%	-42	-14,7%	51,9%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>434</b>	<b>-22,1%</b>	<b>786</b>	<b>-16,2%</b>	<b>46,6%</b>
Điện *	224	-29,7%	369	-29,9%	46,3%
Cơ điện và điều hòa	65	37,1%	120	6,9%	39,5%
Cho thuê văn phòng và BĐS**	106	-29,4%	215	-2,6%	47,5%
Nước	56	45,0%	96	27,0%	51,4%
Khác	-18	n/m	-13	n/m	25,5%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh cho dự phòng cho QTP</b>	<b>362</b>	<b>-28,3%</b>	<b>776</b>	<b>-5,3%</b>	<b>46,0%</b>

Nguồn: REE, VCSC. (\*) bao gồm 88 tỷ đồng lãi thanh lý bổ sung từ thoái vốn khỏi nhà máy Vũng Áng 2 trong quý 1/2019 (\*\*) bao gồm lãi bất thường 110 tỷ đồng từ bán đất trong quý 2/2018

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Đắc Phú Thành, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Phạm Đức Trình, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.