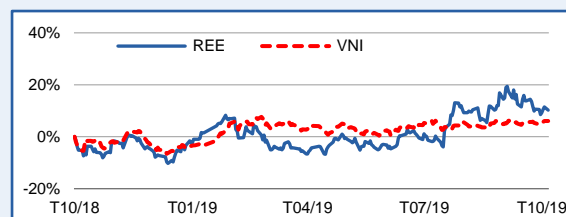


Ngành:	Tiện ích		2018	9M 19	2019F
Ngày báo cáo:	29/10/2019	Tăng trưởng DT	2,1%	2,9%	3,4%
Giá hiện tại:	37.950VND	Tăng trưởng EPS	29,5%	-3,5%	-8,5%
Giá mục tiêu:	45.700VND	Tăng trưởng EPS*	10,1%	-1,9%	-1,9%
TL tăng:	20,4%	EV/EBITDA	35,0%	33,4%	31,0%
Lợi suất cổ tức:	4,7%	Lợi suất FCF	12,7%	N/A	9,6%
Tổng mức sinh lời:	25,2%	P/B	1,3x	N/A	1,1x
Khuyến nghị:	MUA	P/E	7,1x	N/A	7,2x



GT vốn hóa:	505tr USD		REE	Peers	VNI
Room KN:	0tr USD	P/E (trượt)	6,8x	10,5x	16,6x
GTGD/ngày (30n):	1,7tr USD	P/B (hiện tại)	1,2x	1,3x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	0,1	0,2	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	310 tr	ROE	17,0%	13,7%	14,8%
Pha loãng:	310 tr	ROA	10,4%	7,4%	2,5%

*LNST cốt lõi, điều chỉnh cho dự phòng/hoàn nhập từ QTP

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 3/2019 tích cực nhờ tăng trưởng từ tất cả các mảng kinh doanh

- CTCP Cơ điện lạnh (REE) công bố KQKD quý 3/2019 trong đó LNST sau lợi ích CĐTS tăng 37,2% YoY đạt 403 tỷ đồng, tương ứng với LNST sau lợi ích CĐTS 9 tháng 2019 đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (-3,5% YoY).
- Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong quý 3/2019 này nhờ sự dẫn dắt của tất cả các mảng kinh doanh, bao gồm 1) Mảng Điện & Nước tăng 60,6% (do tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất mạnh mẽ từ PPC và hoàn nhập khoản dự phòng cho nhà máy điện than Quảng Ninh – QTP); 2) Tăng trưởng mảng Cơ điện (M&E) đạt 20,9% (so với mức cơ sở thấp trong quý 3/2018 khi REE ghi nhận dự phòng cho các dự án bị chậm tiến độ); và 3) tăng trưởng mảng cho thuê văn phòng & BĐS đạt 31,9% (được dẫn dắt bởi hai dự án mới là E-town Central và E-town East West).
- Không tính dự phòng cho QTP, LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh quý 3/2019 đã tăng 5,7% YoY trong khi LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh 9 tháng 2019 giảm 1,9% YoY.
- LNST sau lợi ích CĐTS 9 tháng 2019 hoàn thành 72,9% dự báo cả năm 2019 của chúng tôi, phù hợp với dự phóng khi mảng M&E và BĐS thường có xu hướng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận vào thời điểm gần cuối năm.
- Chúng tôi cho rằng có khả năng điều chỉnh tăng dự báo cho dự báo LN hợp nhất cho PPC, nhưng có khả năng điều chỉnh giảm dự báo cho lợi nhuận mảng thủy điện; điều này tương ứng với thay đổi không đáng kể cho dự báo lợi nhuận 2019 của REE, dù cần đánh giá chi tiết hơn.

Nhà máy nhiệt điện (PPC, HND, và QTP) thúc đẩy lợi nhuận mảng điện trong quý 3/2019 dù đang trong mùa mưa. LNST của công ty mẹ PPC trong quý 3/2019 chỉ tăng 19% YoY (xem thêm trong [báo cáo KQKD PPC](#) ngày 16/10/2019 của chúng tôi). Tuy nhiên, chúng tôi ước tính rằng LNST hợp nhất quý 3/2019 của PPC (REE sử dụng KQKD hợp nhất của PPC để ghi nhận trong BCTC) đã tăng mạnh 71,1% YoY, chủ yếu do lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ tại nhà máy nhiệt điện Hải Phòng (HND: LNST quý 3/2019 đạt 93 tỷ đồng so với lỗ trong quý 3/2018 là 148 tỷ đồng). Ngoài ra, REE ghi nhận hoàn nhập dự phòng 23 tỷ đồng trong quý 3/2019 so với khoản trích lập dự phòng 66 tỷ đồng trong quý 3/2018. Chúng tôi lưu ý rằng LNST 9 tháng 2019 của HND và QTP hoàn thành lần lượt 99% và 78% dự báo cả năm 2019 của chúng tôi.

Nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum (220 MW) của VSH (công ty liên kết trong đó REE sở hữu 21% cổ phần) đang hướng đến kế hoạch vận hành trong quý 1/2019. VSH đã hoàn thành xây dựng hầm dẫn nước cho dự án Thượng Kon Tum vào cuối tháng 10/2019, là cột mốc quan

trọng đảm bảo cho việc không còn trì hoãn cho dự án này. Theo VSH, các nhà máy thủy điện mới dự kiến sẽ bắt đầu tích nước từ tháng 1/2020 trước khi đi vào hoạt động trong tháng 3/2020.

Hình 1: KQKD 9 tháng 2019 của REE

	Q3 2019	YoY	9M 2019	YoY	% dự báo 2019F
Doanh thu	1.227	2,8%	3.565	2,9%	67,6%
Điện nước	179	-9,1%	606	-0,9%	77,1%
Cơ điện và điều hòa	815	1,6%	2.288	-2,3%	67,3%
Cho thuê văn phòng và BĐS	233	20,0%	671	31,0%	61,7%
LN gộp	298	1,0%	950	12,7%	63,6%
Chi phí quản lý và bán hàng	-62	-11,2%	-189	-2,0%	57,2%
LN từ HĐKD	236	4,8%	761	17,1%	65,3%
- Thu nhập tài chính	94	115,0%	318	23,8%	90,4%
- Chi phí tài chính	-82	-35,3%	-275	141,1%	75,1%
Chi phí lãi vay	-102	77,6%	-297	83,2%	80,9%
Dự phòng/hoàn nhập QTP	23	n/m	33	n/m	n/m
- Lãi (lỗ) từ LD/LK	205	3,8%	584	-12,0%	72,3%
- Lãi/lỗ ròng khác	8	147,4%	10	9,5%	72,6%
LNTT	461	34,4%	1.398	-4,6%	70,9%
- Thuế TNDN	-48	54,3%	-156	-5,5%	67,1%
LNST	414	32,4%	1.242	-4,5%	71,4%
- Lợi ích CĐTS	-11	-42,7%	-53	-22,4%	49,3%
LNST sau lợi ích CĐTS	403	37,2%	1.189	-3,5%	72,9%
Điện nước	238	60,6%	703	-6,2%	77,5%
Cơ điện và điều hòa	71	20,9%	191	11,7%	62,7%
Cho thuê văn phòng và BĐS*	105	31,9%	320	6,6%	70,7%
Khác	-11	n/m	-24	n/m	78,3%
LNST sau lợi ích CĐTS loại trừ dự phòng cho QTP	380	5,7%	1.156	-1,9%	68,5%

Nguồn: REE, VCSC. (*) 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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 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.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

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 Thị Thanh Trúc, 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

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

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

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

- 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

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.