CTCP Cơ điện lạnh (REE) [MUA +38,6%]

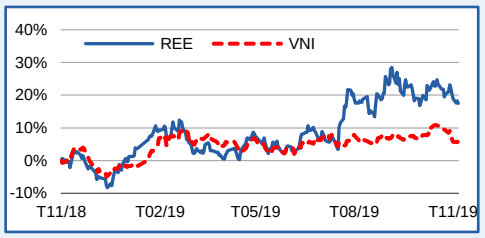
BC Cập nhật

Ngành:	**Tiện ích**
Ngày báo cáo:	**29/11/2019**
Giá hiện tại:	36.150VND
Giá mục tiêu:	48.300VND
Giá mục tiêu trước đây	45.700VND
TL tăng:	33,6%
Lợi suất cổ tức:	5,0%
Tổng mức sinh lời:	38,6%
GT vốn hóa:	481tr USD
Room KN:	0
GTGD/ngày (30n):	1,4tr USD
Cổ phần Nhà nước:	0%
SL cổ phiếu lưu hành:	310 tr
Pha loãng:	310 tr

	2018	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng DT	2,1%	2,0%	24,6%	-3,7%
Tăng trưởng EPS	29,5%	-8,1%	15,0%	6,1%
Tăng trưởng EPS	10,1%	-1,5%	15,0%	6,1%
EV/EBITDA	-12,2%	18,7%	28,5%	3,4%
Lợi suất FCF	10,0%	9,0%	14,8%	24,4%
P/B	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
P/E	6,8x	6,9x	6,0x	5,6x

	REE	Peers**	VNI
P/E (trượt)	6,4x	10,8x	15,9x
P/B (hiện tại)	1,2x	1,3x	2,3x
Nợ ròng/CSH	0,1	0,2	N/A
ROE	17,0%	14,2%	14,7%
ROA	10,4%	7,6%	2,5%

*LNST cốt lõi, điều chỉnh cho dự phòng/hoàn nhập từ QTP. ** trung bình các công ty điện, M&E và BĐS



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 vá 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. Các mảng khác bao gồm nước và BĐS.

Nguyễn Đắc Phú Thành
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Định giá hấp dẫn với tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Cơ điện lạnh (REE), đồng thời tăng giá mục tiêu 5,7% lên 48.300 đồng/cổ phiếu dựa trên tác động của việc gia hạn giá mục tiêu đến cuối năm 2020 và thay đổi không đáng kể dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trong giai đoạn 2019-2023F.
- Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2020F đạt 1,9 nghìn tỷ đồng, +15,0 % YoY nhờ đóng góp trong cả năm của tòa nhà văn phòng E-town East West và các nhà máy điện mới, tăng trưởng lợi nhuận mảng Cơ điện (M&E) đạt 27,5% (nhờ giá trị hợp đồng đã ký lớncủa mảng này) và lợi nhuận từ mảng bất động sản tăng khoảng 3 lần.
- REE có khả năng sẽ hưởng lợi từ tình trạng thiếu hụt điện năng tại Việt Nam danh mục đầu tư điện lớn đạt 800 MW, với chi phí sản xuất thấp và vị trí đắc địa. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2019-2023 đạt 12,7%, nhờ các dự án đầu tư mới vào mảng điện và cho thuê văn phòng.
- Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của REE là hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2020 là 6,0 lần, P/B là 1,0 lần và lợi suất dòng tiền tự do dự phóng trung bình 15,6% trong giai đoạn 2020-2024.
- Yếu tố hỗ trợ: dự án đầu tư mới có khả năng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận dài hạn, kế hoạch gia tăng công suất cho công ty điện gió Thuận Bình mới thâu tóm gần đây.
- Rủi ro: các dự án bất động sản tiếp tục bị trì hoãn.

Dự phóng tăng trưởng kép lợi nhuận (CAGR) mảng điện giai đoạn 2020-2022 đạt 23% nhờ mở rộng công suất danh mục điện thêm 18.7%. Trong quý 4/2019, REE đã thâu tóm thành công nhà máy thủy điện Mường Hum (35 MW) và điện gió Thuận Bình (24 MW; có thể mở rộng lên 50 MW). Công ty hiện đang đi đúng tiến độ để khởi công dự án điện gió Trà Vinh (48 MW) tại đồng bằng sông Cửu Long trong đầu năm 2020. CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (VSH) đã vừa hoàn thành hầm dẫn nước cho dự án Thượng Kon Tum (220 MW), là một trong những dự án thủy điện lớn mới nhất của Việt Nam và có kế hoạch đi vào hoạt động trong tháng 3/2020. Nhà máy thủy điện này là dự án đầu tiền mà REE đã tham gia trong quá trình xây dựng, thể hiện rằng REE có đủ năng lực để tự phát triển nhà máy điện. Ngoài ra, tòa án phúc thẩm đã hủy quyết định yếu cầu VSH bồi thường cho nhà thầu trước đó của dự án Thượng Kon Tum, giảm rủi ro phát sinh thêm chi phí cho dự án này.

Chúng tôi dự phóng LNST mảng cho thuê văn phòng sẽ tăng gấp 3 lần trong vòng 5 năm tới. Tòa nhà văn phòng E-town East West đã đạt tỷ lệ lấp đầy 100% từ nửa cuối 2019, dẫn dắt dự phóng tăng trưởng lợi nhuận mảng cho thuê văn phòng 17% trong năm 2020 của chúng tôi. REE cũng đang đúng tiến độ để khởi công dự án E-town 6 vào năm 2020 (dự kiến hoạt động trong năm 2023).

Lượng hợp đồng kỳ mới mạnh mẽ của mảng M&E dù thị trường BĐS chững lại. Giá trị hợp đồng ký mới trong 9 tháng 2019 đạt 100 triệu USD đã hoàn thành khoảng 77% kế hoạch cả năm của REE và tương ứng với lượng hợp đồng đã ký và chưa thực hiện đạt 260 triệu USD, hỗ trợ cho dự báo tăng trưởng lợi nhuận mảng M&E trong năm 2020 của chúng tôi.

Khoản tạm ứng đầu tư đạt 1,4 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 3/2019 tương ứng với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai. REE xác nhận đã thực hiện tạm ứng cho một số khoản đầu tư trong mảng điện, cho thuê văn phòng và mảng BĐS. Diễn biến này cho thấy khả năng điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận trong dài hạn cho REE, dù cần đánh giá chi tiết hơn khi REE công bố thêm các thông tin cụ thể.

Báo cáo Tài chính

KQKD (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	**5.101**	**5.201**	**6.478**	**6.239**
Giá vốn hàng bán	-3.873	-3.768	-4.622	-4.402
Lợi nhuận gộp	**1.228**	**1.433**	**1.857**	**1.837**
Chi phí bán hàng	-99	-104	-130	-125
Chi phí quản lí DN	-217	-221	-275	-265
LN thuần HĐKD	913	1.108	1.452	1.447
Doanh thu tài chính	304	361	252	234
Chi phí tài chính	-111	-367	-326	-288
Trong đó, chi phí lãi vay	-225	-367	-326	-288
Lợi nhuận từ công ty LDLK	999	827	900	948
Lợi nhuận/(chi phí) khác	14	14	14	14
LNTT	**2.118**	**1.943**	**2.292**	**2.355**
Thuế TNDN	-233	-223	-278	-281
LNST trước CĐTS	**1.885**	**1.720**	**2.014**	**2.073**
Lợi ích CĐ thiểu số	-101	-81	-129	-74
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	**1.784**	**1.639**	**1.884**	**2.000**
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh (1)	**1.658**	**1.633**	**1.877**	**1.992**
EBITDA	1.074	1.274	1.638	1.693
EPS báo cáo, VND	5.754	5.285	6.077	6.450
EPS điều chỉnh(1), VND	5.346	5.266	6.055	6.426
EPS pha loãng, VND	5.346	5.266	6.055	6.426
DPS, VND	1.600	1.800	1.800	1.800
DPS/EPS (%)	29,9%	34,2%	29,7%	28,0%

(1) điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi cũng như dự phòng/hoàn nhập cho QTP

TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	2,1%	2,0%	24,6%	-3,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	-16,5%	21,4%	31,0%	-0,3%
Tăng trưởng LNTT	29,5%	-8,1%	15,0%	6,1%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	10,1%	-1,5%	15,0%	6,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	24,1%	27,6%	28,7%	29,4%
Biên LN từ HĐ %	17,9%	21,3%	22,4%	23,2%
Biên EBITDA	21,1%	24,5%	25,3%	27,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	35,0%	31,5%	29,1%	31,9%
ROE %	19,2%	15,6%	15,9%	15,0%
ROA %	12,0%	9,7%	10,0%	10,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	119,0	106,4	108,0	121,9
Số ngày phải thu	111,0	124,5	100,1	113,1
Số ngày phải trả	142,3	141,1	129,1	145,8
TG luân chuyển tiền	87,7	89,8	78,9	89,3
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,4	2,2	2,2
CS thanh toán nhanh	1,7	1,9	1,7	1,7
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,9	0,7	0,6
Nợ/Tài sản	20,5%	25,8%	21,4%	18,1%
Nợ/Vốn sử dụng	24,3%	29,7%	25,0%	20,9%
Nợ/Vốn CSH	1,5%	8,7%	5,7%	4,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,1	3,0	4,4	5,0

BẢNG CĐKT (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền và tương đương	1.865	2.557	2.309	1.944
Đầu tư TC ngắn hạn	1.169	1.169	1.169	1.169
Các khoản phải thu	1.966	1.582	1.970	1.898
Hàng tồn kho	969	1.228	1.507	1.435
TS ngắn hạn khác	47	47	47	47
Tổng TS ngắn hạn	**6.016**	**6.584**	**7.002**	**6.493**
TS dài hạn (gộp)	3.482	4.124	5.000	6.356
- Khấu hao lũy kế	-1.281	-1.343	-1.405	-1.507
TS dài hạn (ròng)	2.201	2.782	3.595	4.849
Đầu tư TC dài hạn	6.962	8.524	8.701	8.887
TS dài hạn khác	319	320	320	320
Tổng TS dài hạn	**9.483**	**11.626**	**12.616**	**14.056**
Tổng Tài sản	**15.500**	**18.210**	**19.618**	**20.549**
Phải trả ngắn hạn	1.444	1.469	1.802	1.716
Nợ ngắn hạn	1.111	805	776	679
Nợ ngắn hạn khác	500	510	635	612
Tổng nợ ngắn hạn	**3.056**	**2.783**	**3.213**	**3.007**
Nợ dài hạn	2.070	3.891	3.415	3.035
Nợ dài hạn khác	446	446	446	446
Tổng nợ	**2.516**	**4.336**	**3.860**	**3.481**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.101	3.101	3.101	3.101
Thặng dư vốn CP	1.050	1.050	1.050	1.050
Lợi nhuận giữ lại	4.928	6.008	7.335	8.776
Vốn khác	240	240	240	240
Lợi ích CĐTS	610	690	820	894
Vốn chủ sở hữu	**9.928**	**11.090**	**12.546**	**14.061**
Tổng cộng nguồn vốn	**15.500**	**18.210**	**19.618**	**20.549**
CP lưu hành cuối năm (tr)	310	310	310	310

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tr USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền đầu năm	**2.397**	**1.865**	**2.557**	**2.309**
Lợi nhuận sau thuế	1.784	1.639	1.884	2.000
Khấu hao	161	166	186	246
Thay đổi vốn lưu động	-434	159	-209	35
Điều chỉnh khác (2)	-1.415	-827	-900	-948
Tiền từ hoạt động KD	**97**	**1.138**	**962**	**1.334**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-348	-747	-1.000	-1.500
Đầu tư, ròng (3)	122	-736	723	762
Tiền từ HĐ đầu tư	**-227**	**-1.482**	**-277**	**-738**
Cổ tức đã trả	-602	-558	-558	-558
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-306	-29	-97
Tăng (giảm) nợ dài hạn	199	1.821	-476	-379
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	81	129	74
Tiền từ hoạt động TC	**-403**	**1.037**	**-934**	**-960**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**-533**	**693**	**-248**	**-365**
Tiền cuối năm	**1.865**	**2.557**	**2.309**	**1.944**

(2) Miễn trừ thu nhập từ công ty LK. (3) bao gồm cổ tức từ công ty LK,

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

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 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

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

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

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

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105
alastair.macdonald@vcsc.com.vn

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

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

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm
Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143
- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194

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

BĐS 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, ext147

Công nghiệp và Vận tải
- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- 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

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.