

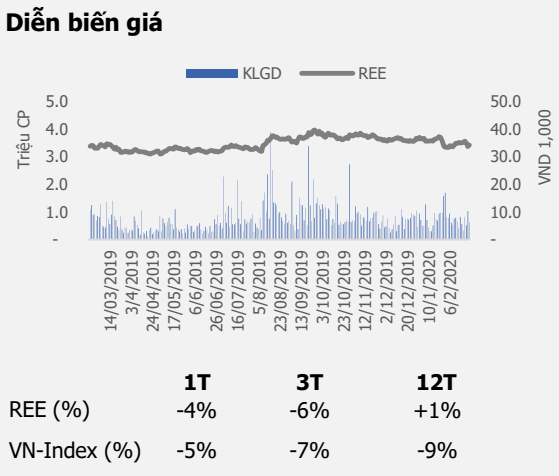
# CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE)

## MUA; Giá mục tiêu: VND 40,700

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu của cổ phiếu REE ở mức 40,700 đồng/CP dựa trên phương pháp FCFE và khuyến nghị MUA với upside 19% so với thị giá hiện tại. Mặc dù lợi nhuận ghi nhận từ VSH (CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh) về REE gia tăng sau khi nâng tỷ lệ sở hữu từ 21.01% lên 49.45% trong Q4/2019, tuy nhiên chúng tôi đánh giá thận trọng hơn về khả năng phát triển của mảng M&E trong tình hình khó khăn của thị trường bất động sản (BDS) hiện nay. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay của REE sau khi hợp nhất (HN) công ty Thủy điện Mường Hum (MHP) và Phong điện Thuận Bình (TBW) ước cao hơn so với dự phóng ban đầu của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng REE là cổ phiếu phù hợp với các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro thấp với mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định và tỷ suất cổ tức bình quân 5%/năm.

- Lợi nhuận ròng (LNR) dự kiến tăng 9% cùng kỳ (CK) trong 2020 và 19% CK trong 2021. LNR 2020 dự phóng đạt 1,787 tỷ đồng (+9% CK). Từ 2020, dự phóng của chúng tôi không bao gồm lãi thanh lý các khoản đầu tư (2019 ghi nhận 162 tỷ đồng lợi nhuận từ cam kết bán nhà máy Vũng Áng trước đây). LNR mảng cho thuê văn phòng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng 15% CK đạt 502 tỷ đồng, tăng trưởng chủ yếu từ Etown 5 (hoạt động từ Q3/2019). LNR mảng điện nước ước tăng nhẹ 4% CK đạt 1,017 tỷ đồng, trong đó nhóm nhiệt điện có yếu tố tích cực từ việc điều chỉnh tăng tỷ trọng Qc bình quân từ 80% lên 85% theo Quyết định số 122/QĐ – ĐTĐL, đồng thời REE ghi nhận thêm lợi nhuận hợp nhất MHP và TBW từ Q4/2019. Chi phí lãi vay ước tăng 20% CK đạt 490 tỷ đồng. 2021, LNR dự phóng cải thiện mạnh 19% CK đạt 2,119 tỷ đồng, trong đó LNR mảng điện nước ước đạt 1,297 tỷ đồng (+28% CK) dựa trên kỳ vọng tình hình thủy văn diễn biến thuận lợi cho nhóm thủy điện và dự án Thượng Kon Tum của VSH bắt đầu ghi nhận lợi nhuận sau khi vận hành từ Q2/2020.
- REE hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 2020 là 6x và 2021 là 5x, thấp hơn so với mức bình quân 5 năm của CP này (7x). Chúng tôi lưu ý những kỳ vọng tích cực về (i) việc bổ nhiệm CEO mới và (ii) việc thành lập công ty con để quản lý danh mục điện nước và hướng đến khả năng niêm yết trên thị trường trong thời gian tới có thể tạo rủi ro tăng trưởng thị giá so với giá mục tiêu của chúng tôi. Tuy nhiên, theo chúng tôi được biết, đến thời điểm hiện tại việc thành lập công ty con này chưa có phương án cụ thể. Chúng tôi ước tính lợi nhuận chênh lệch thị giá so với giá trị đầu tư theo BCTC HN của danh mục điện nước khoảng 6,800 đồng/CP REE.



Ngày cập nhật	25/02/2020
Thị giá	VND 34,250
Giá mục tiêu	VND 40,700
Upside	+19%
Bloomberg	REE VN
Vốn hóa	VND 10,619 tỷ
	USD 455 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 31,100
	VND 39,700
Giá trị giao dịch/ngày	VND 27 tỷ
	USD 1.2 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	49%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	4,890	4,928	5,043	5,535	5,808
EBIT	2,329	2,598	2,982	3,104	3,204
Lợi nhuận ròng	1,639	1,787	2,119	2,244	2,375
Lợi nhuận (cơ bản)	1,481	1,787	2,119	2,244	2,375
EPS (VND)	5,286	5,746	6,807	7,200	7,611
Tăng trưởng EPS (%)	-8%	9%	18%	6%	6%
P/E (x)	6	6	5	5	4
EV/EBITDA (x)	8	6	6	5	5
Cổ tức (VND)	1,800	1,600	1,600	1,600	1,600
Tỷ suất cổ tức (%)	5%	5%	5%	5%	5%
P/B (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	16%	15%	16%	15%	14%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	63%	58%	56%	48%	35%

Nguồn: MBS Research

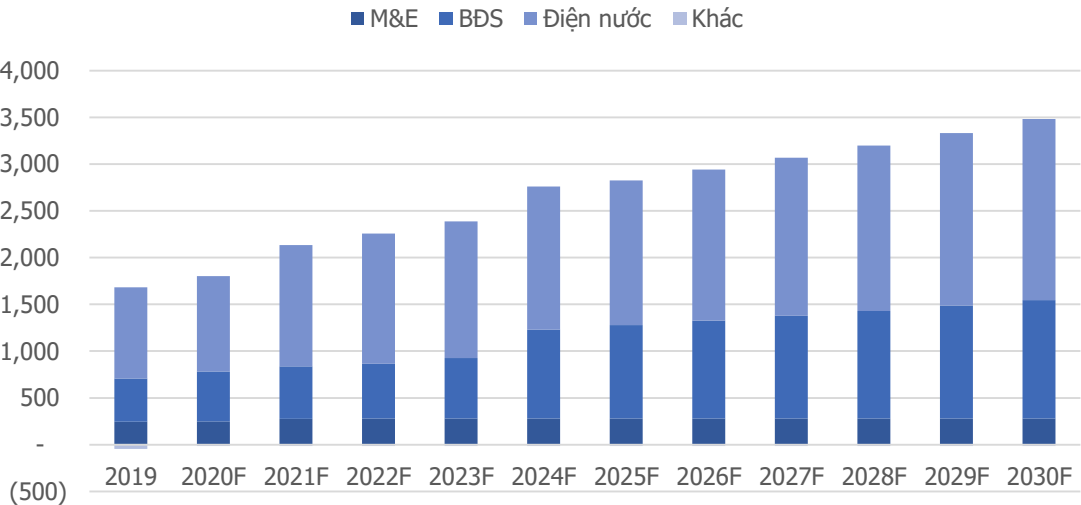
# CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE)

**MUA; Giá mục tiêu: VND 40,700**

## Cập nhật kết quả kinh doanh 2019

- REE công bố doanh thu và LNR HN 2019 trước kiểm toán đạt lần lượt 4,890 tỷ đồng (-4% CK) và 1,639 tỷ đồng (-8% CK). Kết quả này tương ứng 89% dự phóng doanh thu và 95% dự phóng LNR của chúng tôi, và hoàn thành lần lượt 88% và 112% kế hoạch doanh thu và LNR của công ty. Trong đó, doanh thu mảng M&E đạt 3,174 tỷ đồng, thấp hơn 6% so với dự phóng của chúng tôi và gần như không ghi nhận doanh thu chuyển nhượng BĐS so với kế hoạch 369 tỷ đồng ban đầu.
- Trong năm 2019, LNR mảng cho thuê văn phòng ước đạt 435 tỷ đồng (+74% CK), tăng trưởng chủ yếu từ Etown Central (tỷ lệ lấp đầy ước đạt 97%/ 2018 ~ 40%). Kết quả này bù đắp một phần LNR sụt giảm của hoạt động chuyển nhượng BĐS và mảng điện nước (LNR 976 tỷ đồng, -11% CK, chủ yếu từ nhóm thủy điện). Lãi tiền gửi tăng 69% CK đạt 243 tỷ đồng, tuy nhiên, chi phí lãi vay tăng 80% CK đạt 409 tỷ đồng và hoàn nhập dự phòng giảm giá đầu tư tài chính chỉ ghi nhận 36 tỷ đồng (2018 hoàn nhập 123 tỷ đồng) dẫn đến lợi nhuận tài chính giảm 71% còn 56 tỷ đồng.

**Lợi nhuận ròng REE 2019 - 2030F (tỷ đồng)**



CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	4,890	4,928	5,043	5,535
Giá vốn hàng bán	3,644	3,169	3,143	3,526
Lợi nhuận gộp	1,246	1,759	1,900	2,009
Doanh thu tài chính	442	310	310	310
Chi phí tài chính	386	499	507	516
Lợi nhuận liên doanh liên kết	907	881	1,151	1,199
Chi phí bán hàng	78	99	101	111
Chi phí quản lý	222	244	269	295
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	1,909	2,108	2,484	2,596
Lợi nhuận khác	11	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,920	2,108	2,484	2,596
Lợi nhuận sau thuế	1,720	1,897	2,235	2,363
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1,639</b>	<b>1,787</b>	<b>2,119</b>	<b>2,244</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	81	110	116	119

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>6,013</b>	<b>5,869</b>	<b>5,518</b>	<b>5,859</b>
I. Tiền & tương đương tiền	1,560	890	476	408
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,201	1,201	1,201	1,201
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	2,153	2,240	2,292	2,516
IV. Hàng tồn kho	987	1,509	1,497	1,679
V. Tài sản ngắn hạn khác	112	29	52	54
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>13,607</b>	<b>14,619</b>	<b>16,778</b>	<b>17,905</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	39	39	39	39
II. Tài sản cố định	1,859	1,733	3,531	3,325
1. Tài sản cố định hữu hình	1,827	1,703	3,503	3,299
2. Tài sản cố định vô hình	32	30	28	26
III. Bất động sản đầu tư	1,856	1,726	1,597	3,418
IV. Tài sản dở dang dài hạn	53	1,035	1,053	53
V. Đầu tư tài chính dài hạn	9,211	9,498	9,970	10,481
VI. Tài sản dài hạn khác	588	588	588	588
<b>Tổng tài sản</b>	<b>19,620</b>	<b>20,488</b>	<b>22,297</b>	<b>23,763</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>8,518</b>	<b>8,104</b>	<b>8,299</b>	<b>8,032</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,266</b>	<b>2,753</b>	<b>2,912</b>	<b>3,059</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,378	1,761	1,863	2,207
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	888	992	1,049	851
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>5,252</b>	<b>5,351</b>	<b>5,387</b>	<b>4,973</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	513	513	513	513
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	4,739	4,838	4,874	4,460
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11,102</b>	<b>12,385</b>	<b>13,997</b>	<b>15,732</b>
1. Vốn điều lệ	3,101	3,101	3,101	3,101
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	6,246	7,529	9,141	10,876
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	705	705	705	705
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>19,620</b>	<b>20,488</b>	<b>22,297</b>	<b>23,763</b>

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
<b>Định giá</b>				
EPS (VND)	5,286	5,746	6,807	7,200
BVPS (VND)	35,798	39,938	45,138	50,731
P/E	6	6	5	5
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên lợi nhuận gộp	25%	36%	38%	36%
Biên EBITDA	50%	59%	66%	63%
Biên lợi nhuận ròng	34%	36%	42%	41%
ROE	16%	15%	16%	15%
ROA	9%	9%	10%	10%
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-4%	1%	2%	10%
Lợi nhuận trước thuế	-9%	10%	18%	5%
Lợi nhuận ròng	-8%	9%	19%	6%
EPS	-8%	9%	18%	6%
Tổng tài sản	27%	4%	9%	7%
Vốn chủ sở hữu	12%	12%	13%	12%
<b>Thanh khoản</b>				
Thanh toán hiện hành	1.84	2.13	1.89	1.92
Thanh toán nhanh	1.54	1.58	1.38	1.37
Nợ/Tài sản	43%	40%	37%	34%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.77	0.65	0.59	0.51
Khả năng thanh toán lãi vay	6.71	5.05	5.69	6.12
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay các khoản phải thu	2	2	2	2
Số ngày thu tiền bán hàng	154	166	166	166
Vòng quay hàng tồn kho	4	2	2	2
Số ngày tồn kho	98	174	174	174
Vòng quay các khoản phải trả	2	2	2	2
Số ngày phải trả	217	203	203	203

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	309	(272)	1,008	1,068
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(1,595)	(105)	(1,019)	(27)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	980	(293)	(403)	(1,108)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(305)	(670)	(414)	(68)