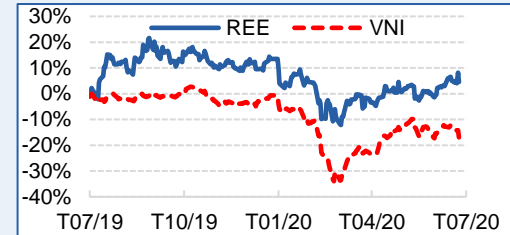


Ngành:	Tiện ích		2019	H1-20	2020F
Ngày báo cáo:	28/07/2020	Tăng trưởng DT	-4,1%	5,7%	21,7%
Giá hiện tại:	31.700VND	TT EPS điều chỉnh (1)	-3,7%	-10,8%	-5,8%
Giá mục tiêu:	45.400VND	TT EPS báo cáo (2)	-8,1%	-19,9%	-7,8%
TL tăng:	+43,2%	TT EBITDA	4,4%	N/A	31,9%
Lợi suất cổ tức:	5,0%	Lợi suất DTTD	10,7%	N/A	7,4%
Tổng mức sinh lời:	+48,3%	P/B báo cáo (2)	0,9x	N/A	0,9x
Khuyến nghị:	MUA	P/E báo cáo (2)	6,0x	N/A	6,5x

GT vốn hóa:	421,8tr USD	REE	Peers⁽³⁾	VNI
Room KN:	0USD	P/E (trượt)	6,7x	10,3x
GTGD/ngày (30n):	463.000USD	P/B (hiện tại)	1,0x	1,2x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	32,4%	32,4%
SL cổ phiếu lưu hành:	310,1tr	ROE	14,2%	12,4%
Pha loãng:	310,1tr	ROA	8,0%	6,3%

(1) điều chỉnh cho chi phí dự phòng bất thường (2) EPS báo cáo (3) Trung bình 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 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. Các mảng khác bao gồm nước và BĐS.

Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Diễn biến kinh doanh mạnh mẽ của các mảng cho thuê văn phòng, bất động sản và nước bị ảnh hưởng đáng kể bởi mảng điện và mảng M&E

CTCP Cơ Điện Lạnh (REE) công bố KQKD quý 2/2020 với LNST sau lợi ích CĐTTS giảm 14% YoY còn 374 tỷ đồng. Nhìn chung, LNST sau lợi ích CĐTTS 6 tháng đầu năm 2020 của REE giảm 20% YoY còn 630 tỷ đồng, hoàn thành 42% dự báo cả năm của chúng tôi. Mức giảm trong 6 tháng đầu năm 2020 chủ yếu đến từ mảng điện và mảng cơ điện lạnh (M&E) và phần nào được bù đắp bởi mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của các mảng cho thuê văn phòng, bất động sản và nước. Dù chúng tôi tiếp tục kỳ vọng mảng M&E phục hồi mạnh mẽ trong 6 tháng cuối năm 2020 (nhờ ghi nhận doanh thu cao hơn vào thời điểm cuối năm), chúng tôi nhận thấy có khả năng điều chỉnh giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2020 (chủ yếu đến từ rủi ro điều chỉnh giảm dự báo mảng M&E dựa theo KQKD 6 tháng đầu năm 2020 kém tích cực của mảng này), dù cần thêm đánh giá chi tiết.

Mảng cho thuê văn phòng ghi nhận mức tăng trưởng ổn định 29% YoY trong LNST sau lợi ích CĐTTS nhờ đóng góp từ tòa nhà Etown 5, vốn đã bắt đầu hoạt động vào quý 2/2019. Mảng cho thuê văn phòng có diễn biến kinh doanh tích cực hơn kỳ vọng trong 6 tháng đầu năm 2020 với doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS lần lượt đạt 44% và 56% dự báo tương ứng của chúng tôi cho mảng này trong cả năm. Ngoài ra, mảng bất động sản ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận 89% YoY, chủ yếu nhờ bán dự án tại công ty liên kết của REE là SaigonRes.

Lợi nhuận của REE từ danh mục nước của công ty tăng 29% YoY. Theo REE, diễn biến kinh doanh mạnh mẽ của mảng nước trong 6 tháng đầu năm 2020 chủ yếu đến từ các công ty cấp nước ghi nhận tăng trưởng sản lượng đạt 3%-8% YoY. Nhìn chung, LNST sau lợi ích CĐTTS của mảng này trong 6 tháng đầu năm 2020 vượt nhẹ kỳ vọng của chúng tôi và hoàn thành 57% dự báo 2020.

LNST sau lợi ích CĐTTS mảng điện giảm một nửa so với cùng kỳ năm trước trong 6 tháng đầu năm 2020 do lượng mưa giảm và lợi nhuận thấp hơn từ PPC. Trong 6 tháng đầu năm 2020, chúng tôi ước tính tất cả nhà máy thủy điện của REE đã ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận âm so với cùng kỳ khi tổng sản lượng điện thương phẩm của các nhà máy thủy điện đã giảm 26% YoY trong 6 tháng đầu năm 2020 do tình trạng hạn hán trầm trọng hiện tại tại Việt Nam. Danh mục điện than của REE, chủ yếu đến từ CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC), cũng ghi nhận KQKD tăng trưởng âm khi chi phí bảo trì và chi phí than cao hơn ảnh hưởng đến mức tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ đạt 18% trong 6 tháng đầu năm 2020 (xem thêm trong [báo cáo cập nhật](#) của PPC ngày 27/07/2020).

Mảng M&E diễn biến khó khăn trong 6 tháng đầu năm 2020 do dịch COVID-19. LNST sau lợi ích CĐTTS của mảng M&E giảm 36% YoY trong 6 tháng đầu năm 2020 khi biên lợi nhuận ròng của mảng này giảm từ 8,1% trong 6 tháng đầu năm 2019 còn 5,4% trong 6 tháng đầu năm 2020 do trì hoãn dự án trong giai đoạn Việt Nam thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội vào tháng 4. REE cho biết công ty phải mở rộng danh mục dự án khả thi và chấp nhận các dự án có biên lợi nhuận thấp hơn và rủi ro cao hơn nhằm duy trì tăng trưởng doanh thu. Vào cuối quý 2/2020, giá trị hợp đồng mới và tổng lượng backlog của REE lần lượt đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (41% kế hoạch cả năm của REE) và 3,3 nghìn tỷ đồng (giảm 23% so với cuối năm 2019). Chúng tôi cho rằng mức giảm trong giá trị backlog đến từ việc REE quyết định loại bỏ một số dự án khỏi tính toán do tình trạng trì hoãn dự án kể trên.

Hình 1: KQKD quý 2/2020 và 6 tháng đầu năm 2020 của REE

Tỷ đồng	Q2 2020	YoY	6T 2020	YoY	% dự báo 2020F
Doanh thu	1.290	2%	2.470	6%	42%
Điện	302	30%	554	30%	55%
Cơ điện và điều hòa	740	-7%	1.418	-4%	37%
Cho thuê văn phòng và BĐS	247	7%	499	14%	44%
LN gộp	393	14%	723	11%	48%
Chi phí quản lý và bán hàng	-59	-15%	-130	3%	42%
LN từ HĐKD	334	22%	594	13%	50%
- Thu nhập tài chính	42	-36%	108	-52%	45%
Thu nhập từ lãi	34	-43%	82	-35%	43%
Khác	8	40%	26	-73%	56%
- Chi phí tài chính	-93	183%	-221	14%	60%
Chi phí từ lãi	-109	6%	-214	10%	58%
Khác	16	-77%	-6	-674%	N/A
- Lãi (lỗ) từ LD/LK	176	-17%	293	-23%	40%
- Lãi/lỗ ròng khác	3	59%	5	68%	41%
LNTT	462	-11%	779	-17%	43%
LNST sau lợi ích CĐTTS	374	-14%	630	-20%	42%
Điện	135	-39%	165	-55%	28%
Cơ điện và điều hòa	46	-29%	77	-36%	29%
Cho thuê văn phòng	132	42%	252	29%	56%
BĐS	29	123%	36	89%	65%
Nước	54	-7%	124	29%	57%
Khác	-22	26%	-24	93%	43%
LNST sau lợi ích CĐTTS điều chỉnh	355	-2%	614	-11%	41%

Nguồn: REE, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Lê Trọng Nghĩa và Đinh Thị Thùy Dương, 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 HOÀN	NGHỊ	TẠM	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.

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

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, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, 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

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên, ext 185

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Tường Huy, Chuyên viên, ext 173
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

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 & Hà Nội

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

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, 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, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149