

BÁO CÁO NGẮN CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Báo cáo cập nhật 20/02/2020

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	47.300
Tiềm năng tăng giá	34,6%
Cổ tức (VND)	1.600
Lợi suất cổ tức	4,6%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 19/02/2020

Giá hiện tại (VND)	35.150
Số lượng CP lưu hành	310.050.926
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3.101
Vốn hóa TT (tỷ VND)	10.898
Khoảng giá 52 tuần (VND)	30.700-40.150
% Sở hữu nước ngoài	49%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
EPS (vnd)	4.441	5.754	5.285
Cổ tức (vnd)	1.600	1.800	1.600
ROA(%)	10,7	12,0	9,3%
ROE(%)	16,8	19,2	15,6%

Nguồn: MBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020F
DTT (tỷ VNĐ)	4.995	5.101	4.890	5.816
% tăng trưởng	36,5%	2,1%	-4,1%	18,9%
Lãi ròng (tỷ VNĐ)	1.377	1.784	1.639	1.782
% tăng trưởng	29,8%	23,8%	-8,1%	8,7%
Biên LNR (%)	30,5%	37,0%	35,2%	32,2%
EPS (VNĐ)	4.441	5.754	5.285	5.747
P/E forward				6,1x

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu REE của CTCP Cơ điện lạnh với giá mục tiêu **47.300 đồng/cổ phiếu**. Giá mục tiêu tương ứng với P/E forward mục tiêu khoảng 8,2 lần.

Năm 2020, mặc dù mảng điện khó gặp khó khăn do El Nino quay trở lại tác động đến hoạt động thủy văn của các nhà máy thủy điện nhưng sẽ được bù đắp từ **(i) hoạt động cho thuê văn phòng trở thành động lực tăng trưởng chính với tỷ suất lợi nhuận cao, (ii) tiếp tục đẩy mạnh đầu tư trong lĩnh vực điện, nước, tạo nguồn thu ổn định & lâu dài, (iii) backlog mảng M&E lớn, đảm bảo nguồn thu trong tương lai. Trong khi đó, về mặt định giá, REE đang ở vùng giá hấp dẫn khi P/E thấp hơn bình quân 5 năm đồng thời nhỏ hơn 1 lần độ lệch chuẩn.**

- **Lợi nhuận ròng 2020 dự phóng tăng 9% n/n**, đạt mức 1.782 tỷ đồng. Động lực chính đến từ tỷ lệ lắp đầy 97% của dự án Etown 5 (hoạt động từ Q3/2019) và DA điện mặt trời Cư Jut của CHP (50 MWac, 70 tỷ LNR/năm) từ Q3/2019.
- **Chúng tôi ước tính dự án Etown 6 với 70.000 m2 sàn cho thuê văn phòng sẽ đem lại 380 tỷ đồng LNR hàng năm từ 2024 (tỷ lệ lắp đầy giá định 98%).**
- **REE dự kiến đầu tư dự án điện gió Trà Vinh 48 MW** với mục tiêu vận hành thương mại trước tháng 11/2021 nhằm hưởng mức giá FIT 9,8 US cents/kWh. Trong khi đó **dự án thủy điện Thượng Kon Tum đã thông hầm kỹ thuật tuyến năng lượng, dự kiến phát điện thương mại trong tháng 3/2020.** Việc thắng kiện với nhà thầu Trung Quốc có thể sẽ giúp VSH giảm chi phí (REE sở hữu 50% vốn).

THÔNG TIN CẬP NHẬT

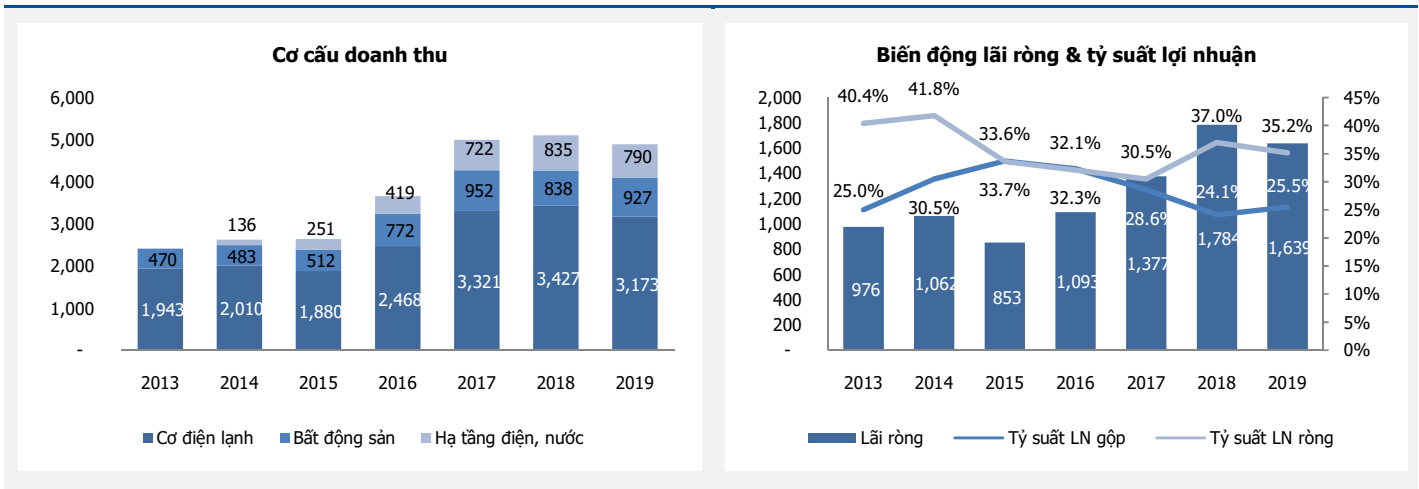
- **REE công bố KQKD 2019 với doanh thu thuần giảm nhẹ 4%** do suy giảm doanh thu từ hoạt động M&E và hạ tầng điện, nước. **Lãi ròng giảm 9% n/n, đạt ~1.720 tỷ đồng**, do chi phí tài chính tăng mạnh với vay nợ tăng gần gấp đôi. Chúng tôi cho rằng công ty đang thực hiện huy động vốn để chờ đón các cơ hội M&A cũng như đầu tư dự án BĐS tại Uông Bí.
- **REE sẽ bắt đầu hợp nhất 2 công ty con** bao gồm Thủy điện Mường Hum (MHP, 34,8 MW, lợi nhuận ròng bình quân hàng năm dự phóng 50 tỷ đồng, REE sở hữu 80%) và Phong điện Thuận Bình (TBW, 24 MW, lợi nhuận ròng bình quân hàng năm dự phóng 52 tỷ đồng, REE sở hữu 58%) từ Q4/2019. Ngoài ra, REE cũng vừa nâng sở hữu VSH lên gần 50%.
- **Chi trả cổ tức tiền mặt 2019: 1.600 đồng/cổ phiếu.** Thời gian chi trả 10/04/2020.

LNST 2019 giảm 9% do chi phí tài chính tăng mạnh

Kết thúc năm 2019, REE ghi nhận khoảng 4.890 tỷ đồng doanh thu thuần, giảm nhẹ khoảng 4% so với kết quả thực hiện năm 2018, do suy giảm từ mảng R&E và mảng hạ tầng điện, nước.

Trong khi đó, chi phí tài chính tăng mạnh với vay nợ đã tăng gần gấp đôi so với năm 2018 mà chúng tôi cho rằng công ty đang thực hiện huy động vốn để chờ đón các cơ hội M&A cũng như đầu tư dự án BĐS tại Uông Bí, cùng với việc chi ghi rất ít hoàn nhập dự phòng khiến LNST cả năm giảm 9% còn ~1.720 tỷ đồng.

Mặt khác, do tình hình thủy văn không thuận lợi, lợi nhuận từ hoạt động liên doanh liên kết cũng chứng kiến giảm từ gần 1.000 tỷ đồng trong năm 2018 xuống còn khoảng 907 tỷ đồng năm 2019.



Nguồn: REE

Mảng cho thuê văn phòng tăng trưởng ổn định với dự án Etown 6 đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn

Hoạt động cho thuê văn phòng đem lại doanh thu và lợi nhuận ngày càng cao cho REE với tỷ suất lợi nhuận cao nhất trong các mảng kinh doanh của Công ty, khoảng 51% - 54%. Chúng tôi ước tính dự án Etown 6 với 70.000 m2 sàn cho thuê văn phòng sẽ đem lại 380 tỷ đồng LNR hàng năm từ 2024 (tỷ lệ lấp đầy giả định 98%). DA được đầu tư tập trung trong giai đoạn 2021 - 2022, từ nguồn vốn phát hành trái phiếu 2,318 tỷ đồng vào T1/19 (đáo hạn vào năm 2029).

Trong 5 năm tới, REE sẽ tiếp tục lựa chọn các địa điểm phù hợp để gia tăng quy mô diện tích sàn lên 200.000 m2.

<p>Etown Central</p> <ul style="list-style-type: none"> • Diện tích sàn cho thuê: 34.000 m2 (+34%) • Tỷ lệ lấp đầy: 97% cho cả năm 2019 • LNR: 190 tỷ đồng/năm (8% tổng LNR REE) <p>Etown 5</p> <ul style="list-style-type: none"> • Diện tích sàn cho thuê: 17.000 m2 (+13%) • Hoạt động từ Q3/2019 • LNR: 62 tỷ đồng/năm (3% tổng LNR REE) <p>Tỷ trọng đóng góp mảng cho thuê văn phòng từ 14% lên 24%</p>	<p>Etown 6</p> <ul style="list-style-type: none"> • Diện tích sàn cho thuê: 70.000 m2 (+52%) • Vốn đầu tư: 2.000 tỷ đồng <p>(trái phiếu phát hành 2.318 tỷ đồng T1/2019)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Năm đầu tư: 2021 - 2022 • Năm hoạt động: 2023 • LNR: 380 tỷ đồng/năm (14% tổng LNR REE) <p>Tỷ trọng đóng góp mảng cho thuê văn phòng 40%</p>
---	---

(Nguồn: REE, MBS Research)

Đẩy mạnh hoạt động hạ tầng điện, nước

Theo kế hoạch, REE sẽ có những khoản đầu tư mới trong lĩnh vực điện, nước và đang theo đuổi một vài dự án đầu tư ở mảng này. Tăng trưởng ở mảng điện nước do đó sẽ tiếp tục được duy trì ổn định trong tương lai.

Gần đây, **dự án thủy điện Thượng Kon Tum đã thông hầm kỹ thuật tuyến năng lượng**. Đây là dự án có công suất 220 MW, lớn nhất tại Tây Nguyên và dự kiến phát điện thương mại vào tháng 3/2020. **Việc thắng kiện nhà thầu Trung Quốc mới đây có thể giúp VSH giảm chi phí**. Mới đây, REE vừa nâng tỷ lệ sở hữu tại VSH lên 50% vốn.

Ngày 14/11/2019, Tòa án Nhân dân Tp Hà Nội đã có quyết định về việc huỷ hoàn toàn Phán quyết trọng tài ngày 10/4/2019 của Hội đồng trọng tài 24/12 buộc VSH phải bồi thường số tiền hơn 2.163 tỷ đồng cho Tổ hợp nhà thầu gồm Viện thiết kế Hydro China Huadong và Công ty TNHH Cục đường sắt số 18 Trung Quốc. Việc quyết toán dự án sau hoàn thành sẽ quyết định giá bán điện của doanh nghiệp. Theo tính toán của Công ty hồi tháng 9/2019, giá thành khi chạy đủ công suất thiết kế là 899,6 đồng/kWh. Trong giá định về giá điện ở mức 1.109,93 đồng/kWh, dự án vẫn đạt hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, giá bán điện đến nay vẫn là ẩn số, bởi còn phụ thuộc vào kết quả đàm phán với Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN).

Ngoài ra, công ty dự kiến đầu tư dự án điện gió Trà Vinh 48 MW với mục tiêu vận hành thương mại trước tháng 11/2021 nhằm hưởng mức giá FIT 9,8 US cents/kWh. Dựa trên suất đầu tư dự phóng 41 tỷ đồng/MW (trước VAT) và sản lượng điện hàng năm ở mức 158 triệu kWh, dự án có khả năng đem lại 175 tỷ đồng lợi nhuận ròng và 205 tỷ đồng dòng tiền ròng bình quân hàng năm trong 20 năm vòng đời dự án. IRR dự kiến đạt 17,1%. Dự phóng của chúng tôi chưa bao gồm khả năng M&A và phát triển một số dự án mới cũng như các khoản hoàn tỷ giá đối với các công ty điện trong danh mục đầu tư.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng năm 2020 với hiện tượng El Nino sẽ khiến lợi nhuận từ mảng hoạt động này của REE giảm so với kết quả thực hiện năm 2019 do mực nước dự trữ tại các hồ thủy điện sẽ ở mức thấp hơn. Mặc dù vậy, sự sụt giảm từ mảng thủy điện sẽ được bù đắp phần nào bởi việc tăng công suất của các nhà máy nhiệt điện. Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ mảng hạ tầng điện, nước có thể giảm khoảng 10% n/n.

Công ty	Lĩnh vực	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của REE
CTCP nhiệt điện Ninh Bình (NBP)	Sản xuất điện	Miền Bắc	29,4%
CTCP nhiệt điện Phả Lại (PPC)	Sản xuất điện	Miền Bắc	24,1%
CTCP thủy điện Thác Mơ (TMP)	Sản xuất điện	Miền Nam	42,6%
CTCP thủy điện Sông Ba Hạ (SBH)	Sản xuất điện	Miền Trung	25,8%
CTCP thủy điện Srok Phu Miêng (ISH)	Sản xuất điện	Miền Nam	34,3%
CTCP thủy điện Bình Điền (BDH)	Sản xuất điện	Miền Trung	25,5%
CTCP thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh (VSH)	Sản xuất điện	Miền Trung	49,5%
CTCP thủy điện Miền Trung (CHP)	Sản xuất điện	Miền Trung	22,7%
CTCP BOO Nước Thủ Đức	Nước	Miền Nam	42,1%
CTCP Đầu tư & Kinh doanh nước sạch Sài Gòn	Nước	Miền Nam	40,0%
CTCP Cấp nước Thủ Đức	Nước	Miền Nam	44,2%
CTCP Cấp nước Tân Hiệp	Nước	Miền Nam	32,0%
CTCP Nước sạch Sông Đà (VCW)	Nước	Miền Bắc	36,0%
CTCP Cấp nước Khánh Hòa	Nước	Miền Trung	43,9%

MÔ HÌNH DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2019

Cho năm 2020, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của REE đạt 5.816 tỷ đồng, lãi ròng 1.782 tỷ đồng, tăng khoảng ~9% so với kết quả thực hiện 2019. EPS dự kiến đạt 5.747 đồng.

Kết quả dự phóng dựa trên các giả định:

- Doanh thu từ mảng cơ điện lạnh ước tăng trưởng 20%, đạt tương ứng khoảng 3.800 tỷ đồng nhờ giá trị hợp đồng chuyển tiếp cao trong bối cảnh thị trường xây dựng hạ tầng duy trì tăng trưởng ổn định. Lợi nhuận dự phóng đạt ~282 tỷ đồng.
- Mảng hạ tầng điện, nước trong 2020 tiếp tục sẽ khó do tình hình thủy văn bất lợi dưới tác động mạnh của El Nino. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này đạt 870 tỷ đồng trong khi lợi nhuận ròng giảm 10% còn khoảng 930 tỷ đồng.
- Doanh thu hoạt động bất động sản tăng 23% lên 1.140 tỷ đồng, trong đó văn phòng cho thuê tăng 15% nhờ hoạt động của Etown Central và Etown 5. Lợi nhuận dự kiến khoảng 570 tỷ đồng.

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE của CTCP Cơ điện lạnh với **giá mục tiêu 47.300 đồng/cổ phiếu**. Giá mục tiêu tương ứng với P/E forward khoảng 8,2 lần.

Năm 2020, mặc dù mảng điện khó gặp khó khăn do El Nino quay trở lại tác động đến hoạt động thủy văn của các nhà máy thủy điện nhưng sẽ được bù đắp từ (i) hoạt động cho thuê văn phòng trở thành động lực tăng trưởng chính với tỷ suất lợi nhuận cao, (ii) tiếp tục đẩy mạnh đầu tư trong lĩnh vực điện, nước, tạo nguồn thu ổn định & lâu dài, (iii) backlog mảng M&E lớn, đảm bảo nguồn thu trong tương lai. Trong khi đó, về mặt định giá, REE đang ở vùng giá hấp dẫn khi P/E thấp hơn bình quân 5 năm đồng thời nhỏ hơn 1 lần độ lệch chuẩn (đồ thị).

Lĩnh vực HĐ	Tỷ trọng doanh thu	Lợi nhuận (Tỷ đồng)	P/E (lần)	Giá/cổ phiếu (VND)
M&E và Reetech	65,5%	282	6,0	5.465
Bất động sản	19,6%	570	14,0	25.735
Điện, nước	14,9%	929	7,13	21.372
Giá trung bình/cổ phiếu (VND)				52.572
Chiết khấu				10%
Giá khuyến nghị/cp (VND)				47.315
Tiềm năng tăng giá				35%



TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Đơn vị	2015	2016	2017	2018	2019
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	269,62	310,06	310,06	310,06	310,06
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	23.494	23.080	25.912	30.055	33.531
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VNĐ	24.662	24.795	27.935	31.923	35.701
EPS cơ bản	VNĐ	3.164	3.526	4.441	5.754	5.285
Tiềm lực tài chính						
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0,72	0,43	0,83	0,63	0,50
Tỷ suất thanh toán nhanh		1,33	0,87	1,22	1,28	1,16
Tỷ suất thanh toán hiện thời		1,68	1,57	1,93	1,96	1,84
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0,08	0,12	0,27	0,21	0,43
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0,06	0,08	0,16	0,13	0,24
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH		0,15	0,19	0,34	0,32	0,51
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản		0,10	0,13	0,21	0,21	0,29
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		0,33	0,34	0,34	0,31	0,29
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0,23	0,23	0,20	0,20	0,17
Tổng công nợ/Vốn CSH		0,44	0,48	0,64	0,56	0,77
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0,30	0,32	0,39	0,36	0,43
Tài chính hiện nay						
EBIT	Tỷ VNĐ	655,0	872,3	1.093,0	914,8	945,7
EBITDA	Tỷ VNĐ	787,7	1.011,9	1.223,1	1.076,1	1.121,4
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	33,7%	32,3%	28,6%	24,1%	25,5%
Tỷ suất EBITDA	%	29,8%	27,7%	24,5%	21,1%	22,9%
Tỷ suất EBIT	%	24,8%	23,8%	21,9%	17,9%	19,3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	39,6%	37,6%	34,5%	41,5%	39,3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	33,6%	32,1%	30,5%	37,0%	35,2%
Hệ số quay vòng tài sản		0,29	0,35	0,39	0,34	0,28
Hệ số quay vòng vốn CSH		0,41	0,51	0,61	0,55	0,47
Hiệu quả quản lý						
ROE%	%	13,10%	15,18%	16,78%	19,16%	15,58%
ROCE%	%	9,19%	10,79%	10,85%	7,68%	6,57%
ROA%	%	9,47%	10,41%	10,72%	11,98%	9,33%
ROIC%	%	8,53%	9,47%	9,36%	6,98%	5,65%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		3,74	5,27	7,02	5,43	4,90
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	98,00	69,00	52,00	67,00	74,00
Hệ số quay vòng HTK		2,84	2,68	2,51	3,02	3,67
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	129,00	136,00	145,00	121,00	99,00
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		8,33	7,86	8,38	8,41	7,26
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	44,00	46,00	44,00	43,00	50,00
Định giá						
P/E		11,11	9,97	7,91	6,11	6,65
P/B		1,50	1,52	1,36	1,17	1,05

Nguồn: FinPro

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Phạm Văn Quỳnh Email: Quynh.phamvan@mbs.com.vn

Ngô Quốc Hưng Email: hung.ngoquoc@mbs.com.vn

Nguyễn Hòa Hợp Email: hop.nguyenhoa@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn