

Quick Report

REE

28/11/2013

DVCSpeculator

Target 06/2014: >40.000 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần Cơ Điện lạnh (REE - HOSE)

I. Điểm nhấn đầu tư:

- Lĩnh vực kinh doanh chính của REE là: (I) Mạng cơ điện công trình(M&E), (II) Mạng lắp ráp và phân phối điều hòa(Reetech), (III) Mạng văn phòng cho thuê(Office leasing), (IV) Mạng đầu tư tài chính. Trong đó lĩnh vực cơ điện công trình có vị thế tốt trong ngành và tiềm năng tăng trưởng trong tương lai, lĩnh vực cho thuê văn phòng tương đối ổn định, lĩnh vực đầu tư tài chính được kỳ vọng là mũi nhọn phát triển và lĩnh vực sản xuất và kinh doanh điều hoà Reetech đang suy yếu.
- Mạng cơ điện công trình: Hiện tại REE vẫn giữ vững vị trí là nhà thầu cơ điện mạnh nhất Việt Nam, chiếm 25-30% thị phần trong nước. Do đặc tính là lĩnh vực cơ điện và các công trình của REE thường là các công trình cỡ lớn nên sức ép cạnh tranh từ các đối thủ bên ngoài không cao. Bên cạnh đó, REE có lợi thế là có quan hệ tốt với các cơ quan của Chính phủ nên có lợi thế trong việc giành các hợp đồng xây lắp có nguồn vốn đầu tư từ ngân sách. Đây là ưu thế của REE mà chưa nhà thầu cơ điện nào ở Việt Nam có được. Tổng giá trị hợp đồng M&E đã ký lên đến 2.500 tỷ đồng và sẽ được ghi nhận doanh thu vào 3 năm 2013-2015.
- Về mảng điều hoà nhiệt độ, với thương hiệu Reetech, REE tập trung vào phân khúc thị trường trung cấp với giá cả trung bình và hiện chiếm khoảng 6% thị phần cả nước.
- Lĩnh vực kinh doanh văn phòng cho thuê: hiện tại REE đang quản lý 10 toà nhà văn phòng cho thuê với tổng diện tích có thể cho thuê là 130,000m2 sàn, tỷ lệ lấp đầy là 95%. Giá cho thuê trung bình trong năm 2012 từ 15USD - 19USD/m2, đây là mức giá tương đối cạnh tranh so với các toà nhà khác. Dự án REE Tower(với diện tích sàn 31.600m2) hoàn thành vào đầu năm 2011, nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê lên hơn 130,000 m2 giúp doanh thu mảng Văn phòng cho thuê của REE tăng 17% đồng thời góp 8% trong tổng lợi nhuận từ mảng này. Hiện tại, mảng Văn phòng cho thuê là mảng có biên lợi nhuận tốt nhất của REE với biên lợi nhuận ròng đạt 41,2% lớn hơn các mảng khác như M&E(8,6%) và Reetech(4,3%). REE đang thực hiện kế hoạch phát triển thêm sự án văn phòng cho thuê mới tại Quận 4. Dự án mới sẽ có diện tích đất 5.000 m2 và diện tích sàn xây dựng 60.000m2 trong đó 40.000 m2 sẽ sử dụng cho thuê. Dự kiến dự án sẽ đi vào hoạt động từ 2015.
- Lĩnh vực đầu tư tài chính: Hiện tại, chiến lược đầu tư tài chính của REE đã thay đổi. Theo đó, REE đã thanh lý gần hết danh mục đầu tư tài chính ngắn hạn, tập trung đầu tư dài hạn vào các công ty, dự án sản xuất điện, nước, bất động sản. Trong cơ cấu danh mục đầu tư của REE thì có đến 80% thuộc về mảng Cơ sở hạ tầng và than, 13% thuộc về Bất động sản và 7% vào một số lĩnh vực khác. Tại thời điểm tháng 9/2013, danh mục đầu tư tài chính của REE tiếp tục tăng 3.5%, so với cùng kỳ khi tổng có giá trị VND 3,654 tỷ (USD 175 triệu), chiếm 53.2% tổng tài sản. 9 tháng 2013, khoản đầu tư lớn nhất của REE là Nhiệt điện Phả Lại (PPC), với sở hữu lên đến 22.3% cổ phần, trị giá VND 1,161 tỷ (USD 54.7 triệu), chiếm 31.8% tổng danh mục đầu tư. Hiện tại REE đã đầu tư 1.757 tỷ đồng vào các công ty sản xuất điện chiếm tới 53% tổng đầu tư dài hạn. Đây là ngành được kỳ vọng lợi nhuận sẽ có thể đột biến nếu thị trường phát điện cạnh tranh sẽ diễn ra trong những năm tới nhất là khi giá điện còn thấp hơn

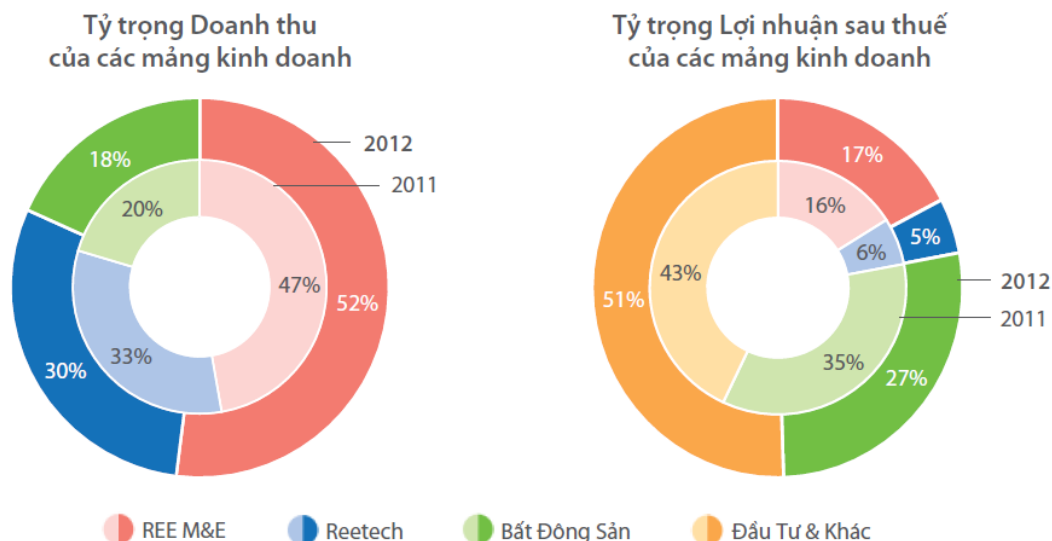
20%-50% so với các nước trong khu vực. Mảng đầu tư tài chính có mức tăng trưởng LNTT trung bình 34%/năm đang hứa hẹn sẽ đóng góp phần lớn (trên 50%) lợi nhuận cho REE trong những năm tới.

II. Phân tích HD,SXKD của REE – HOSE

I. Thông tin cơ bản:

- Công ty cổ phần Cơ Điện Lạnh được thành lập từ năm 1977. Năm 1993 chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần. Năm 2000 Công ty là 1 trong 2 doanh nghiệp đầu tiên niêm yết tại Hose. Hoạt động chính của công ty tập trung vào 4 mảng lớn: **(I) Mảng cơ điện công trình(M&E), (II) Mảng lắp ráp và phân phối điều hòa(Reetech), (III) Mảng văn phòng cho thuê(Office leasing), (IV) Mảng đầu tư tài chính.** Trong đó, mảng cơ điện công trình chiếm tới 50% doanh thu, mảng văn phòng cho thuê chiếm 18% doanh thu và mảng lắp ráp và phân phối điều hòa chiếm 30% doanh thu. Riêng mảng đầu tư tài chính năm 2012 mang về 394.6 tỷ đồng lợi nhuận ròng chiếm 50% tổng lợi nhuận trước thuế của REE và mảng này thực sự tiếp tục đóng vai trò quan trọng đối với REE trong những năm tới.

REE - Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận 2011 - 2012



Nguồn: REE

Cụ thể các mảng như sau:

- Mảng cơ điện công trình:** Hiện tại REE vẫn giữ vững vị trí là nhà thầu cơ điện mạnh nhất Việt Nam, chiếm 25-30% thị phần trong nước. Do đặc tính là lĩnh vực cơ điện và các công trình của REE thường là các công trình cỡ lớn nên sức ép cạnh tranh từ các đối thủ bên ngoài không cao. Bên cạnh đó, REE có lợi thế là có quan hệ tốt với các cơ quan của Chính phủ nên có lợi thế trong việc giành các hợp đồng xây lắp có nguồn vốn đầu tư từ ngân sách. Đây là ưu thế của REE mà chưa nhà thầu cơ điện nào ở Việt Nam có được. Tổng giá trị hợp đồng M&E đã ký lên đến 2.500 tỷ đồng và sẽ được ghi nhận doanh thu vào 3 năm 2013-2015. **Đặc biệt, REE đã chính thức trúng thầu gói cung cấp và lắp đặt thiết bị cơ điện công trình cho sân bay Nội Bài.** Chúng tôi dự kiến doanh thu đến từ công trình này trong thời gian tới là khoảng 1.000 tỷ VNĐ. Việc thực hiện các hợp đồng lớn cho các công trình này sẽ mang lại khoản doanh thu và lợi nhuận đáng kể cho REE.
- Về mảng điều hòa nhiệt độ:** Với thương hiệu Reetech, REE tập trung vào phân khúc thị trường trung cấp với giá cả trung bình và hiện chiếm khoảng 6% thị phần cả nước. Khách hàng của REE chủ yếu tập trung ở khu vực phía Nam. Thế mạnh của REE là máy điều hòa mang thương hiệu Reetech có công suất lớn từ 36.000 đến 60.000

BTU (chiếm 40% thị phần). REE đang sở hữu 5 công ty con và 1 nhà máy sản xuất theo công nghệ Châu Âu tại KCN Tân Bình có diện tích gần 12.000 m², lắp ráp và sản xuất các sản phẩm tủ điện lạnh gia dụng, điều hòa nhiệt độ có công suất lên đến 320.000 BTU/h. Hiện tại REE có chi nhánh tại TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ và 70 đại lý chính tại các tỉnh lớn. Hiện tại REE đang nỗ lực tìm kiếm khách hàng để xuất khẩu sản phẩm máy điều hòa nhiệt độ ra thị trường quốc tế như Campuchia, Myanmar. REE đã tiếp cận được một số dự án có quy mô vừa cung cấp trọn gói dịch vụ, lắp đặt sẽ tạo đà cho Công ty thâm nhập nhanh hơn vào phân khúc thị trường dự án có quy mô vừa và nhỏ, phân khúc được dự báo có khả năng phát triển tốt trong tương lai. Điện máy Reetech tiếp tục cải thiện hệ thống điều hòa kỹ thuật số thế hệ III (RMV III) là một trong những dòng sản phẩm chủ lực.

- **Mảng văn phòng cho thuê:** Hiện tại REE đang quản lý 10 tòa nhà văn phòng cho thuê tại TP.HCM (gồm Tòa nhà Etown, Tòa nhà Etown 2, IDC Building, Maison Pasteur Building...) với tổng diện tích có thể cho thuê là 130,000m² sàn, tỷ lệ lấp đầy là 95% tập trung chủ yếu vào phân khúc văn phòng hạng B. Giá cho thuê trung bình trong năm 2012 từ 15USD - 19USD/m², đây là mức giá tương đối cạnh tranh so với các tòa nhà khác. Dự án Reetech Tower (với diện tích sàn 31.600m²) hoàn thành vào đầu năm 2011, nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê lên hơn 130,000 m² giúp doanh thu mảng Văn phòng cho thuê của REE tăng 17% đồng thời góp 8% trong tổng lợi nhuận từ mảng này. Hiện tại, mảng Văn phòng cho thuê là mảng có biên lợi nhuận tốt nhất của REE với biên lợi nhuận ròng đạt 41,2% lớn hơn các mảng khác như M&E(8,6%) và Reetech(4,3%). Tuy nhiên, hiện tại quỹ đất 42,000m² của REE đã được sử dụng hết cộng thêm công ty không đầu tư xây dựng tòa nhà mới từ năm 2012, do đó, REE đang thực hiện kế hoạch phát triển thêm sự án văn phòng cho thuê mới tại Quận 4. Dự án mới sẽ có diện tích đất 5.000 m² và diện tích sàn xây dựng 60.000m² trong đó 40.000 m² sẽ sử dụng cho thuê. Dự kiến dự án sẽ đi vào hoạt động từ 2015. Ngoài việc khai thác văn phòng cho thuê trên diện tích đất do REE sở hữu, Công ty cũng đã có những thành công bước đầu trong việc hợp tác với các đối tác có thế mạnh về quỹ đất và địa điểm thuận lợi để mở rộng mảng kinh doanh bất động sản này. Hiện tại, REE Land đang triển khai một số dự án hợp tác theo cách thức này. Trong những năm tới, mảng kinh doanh văn phòng cho thuê được dự báo vẫn là mảng kinh doanh đem lại nguồn lợi nhuận lớn và ổn định cho Công ty.
- **Đầu tư tài chính:** Hiện tại, chiến lược đầu tư tài chính của REE đã thay đổi nhằm nâng cao hiệu quả và giảm thiểu rủi ro sau những bài học từ cuộc khủng hoảng năm 2008. Theo đó, REE đã thanh lý gần hết danh mục đầu tư tài chính ngắn hạn, tập trung đầu tư dài hạn vào các công ty, dự án sản xuất điện năng, nước. Chúng tôi đánh giá chiến lược đầu tư của REE là khá chắc chắn. Trong điều kiện nền kinh tế khó khăn thì việc đầu tư dài hạn vào các công ty thủy điện, nhiệt điện, than và nước sạch là một sự lựa chọn hợp lý. Một mặt, việc đầu tư này tạo ra lợi nhuận ổn định, mặt khác, cũng hạn chế được rủi ro trong toàn danh mục. Ngoài ra, lợi nhuận từ đầu tư của REE qua các năm vẫn thể hiện một hiệu quả quản trị danh mục tốt. Tuy nhiên, REE vẫn sẽ gặp phải những khó khăn khi ngành than, điện đang chịu sự chi phối khá lớn từ tập đoàn TKV và EVN.

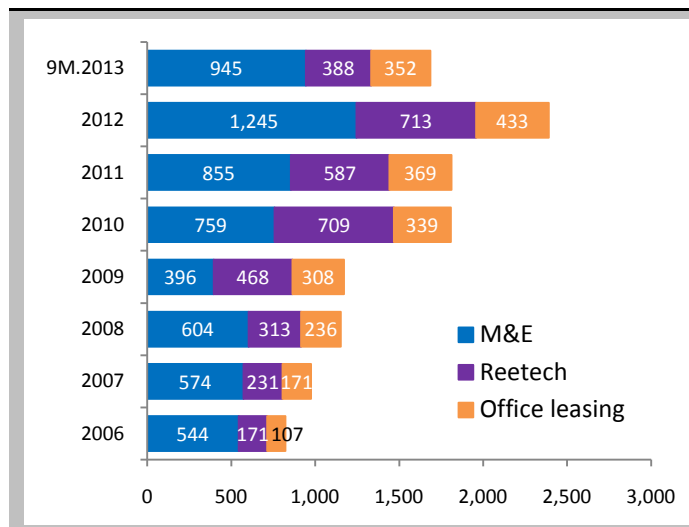
2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

❖ Kết quả kinh doanh 9M.2013:

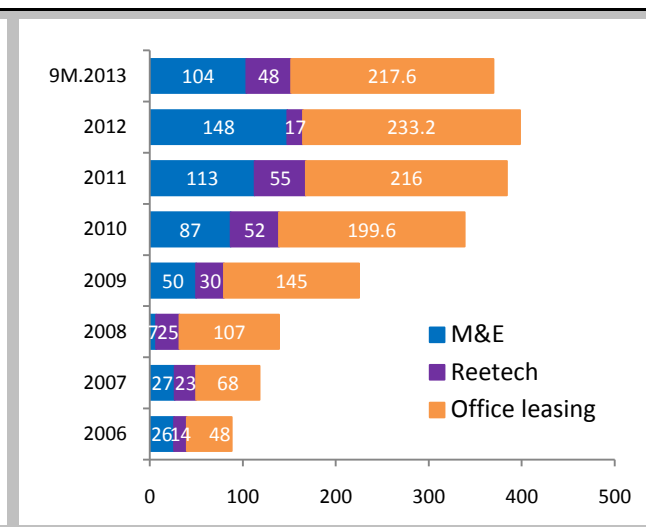
- **Doanh thu:** Lũy kế 9 tháng 2013, REE đạt doanh thu thuần 1.684 tỷ đồng giảm nhẹ -3% so với cùng kỳ và hoàn thành 70% kế hoạch năm. Doanh thu sụt giảm do doanh số mảng Reetech giảm -27% so với cùng kỳ trong đó mảng Cơ điện và văn phòng cho thuê vẫn tiếp tục duy trì mức tăng trưởng lần lượt 10% và 17% so với cùng kỳ năm trước.
- **Lợi nhuận:** Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm tăng mạnh so với cùng kỳ(+71% yoy) khi đạt 839 tỷ đồng so với mức 492 tỷ đồng 9M.2012. Lợi nhuận tăng trưởng mạnh chủ yếu đến từ công ty liên kết với khoản lợi nhuận 382.45 tỷ tăng 134 lần so với cùng kỳ năm trước. Khoản đầu tư vào PPC với mức giá thấp và đẩy nhanh hạch

toán lợi thế thương mại âm vùng với KQKD đột biến của PPC trong 9M.2013 đã góp phần lớn vào lợi nhuận tài chính của REE.

Cơ cấu doanh thu thuần - REE



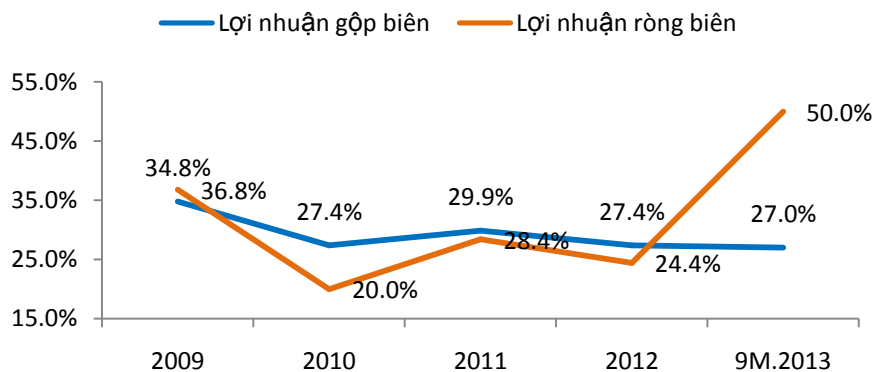
Cơ cấu lợi nhuận hoạt động - REE



KQKD 9 tháng đầu năm 2013

	2013 E	9M.2013	9M.2012	%YoY	%Hoàn thành
Doanh thu thuần	2,731	1,685	1,736	-3%	70%
M&E	2,000	945	885	7%	79%
Reetech	290	388	532	-27%	52%
Office leasing	441	352	320	10%	78%
LN ròng	1.000	849	492	73%	131%
Biên LN ròng	36.6%	50%	28%		

Biên lợi nhuận gộp có cải thiện tích cực so với cùng kỳ 2012, đạt 27,7% so với mức 26,86% cùng kỳ năm trước, lũy kế 9 tháng biên lợi nhuận gộp của REE đạt gần 27%, tăng đáng kể so với con số 24,4% cùng kỳ năm 2012. Biên lợi nhuận ròng lũy kế 9 tháng đạt 50% tăng mạnh so với mức 28% cùng kỳ 2012.



Mảng cơ điện công trình (M&E): Trong năm 2013, REE đã trúng thầu hệ thống cơ điện Dự án nhà ga hành khách T2 – Cảng hàng không quốc tế Nội Bài. Ngoài ra, các hợp đồng lớn được ký kết năm 2012 có thể kể đến như Nhà Quốc Hội (hệ thống điều hòa không khí), Tòa tháp Vietcombank Tower và khách sạn Pullman Saigon Centre. Hiện tại, REE đang có các hợp đồng đã ký lên đến 2.500 tỷ đồng thực hiện trong vòng 2 năm và dự kiến doanh thu mảng này tiếp tục tăng trưởng 5%-6% trong 2 năm tới.

Trong 9 tháng 2013, doanh thu mảng cơ điện công trình đạt 945 tỷ đồng tăng 7% so với cùng kỳ năm trước hoàn thành 79% kế hoạch. Lợi nhuận hoạt động từ mảng này đạt 104 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm trước nhưng biên lợi nhuận ròng duy trì ở mức 11% trong 9M.2013. Trong năm 2013, REE thực hiện 2 hợp đồng xây lắp lớn là tòa nhà quốc hội và trung tâm hành chính của Bình Dương.

Mảng Reetech: Mảng hoạt động này không hoàn thành mục tiêu đặt ra khi chỉ thu về VND 388 tỷ đồng doanh thu, giảm 27% so với cùng kỳ. Trong đó, từ quý 3/2012, mảng kinh doanh dự án của Reetech được gộp với mảng xây lắp cơ điện theo yêu cầu của kiểm toán. Do đó, hiện tại mảng Reetech chỉ bao gồm hoạt động bán lẻ khiến đó cũng là một nguyên nhân doanh thu của mảng này giảm so với cùng kỳ.

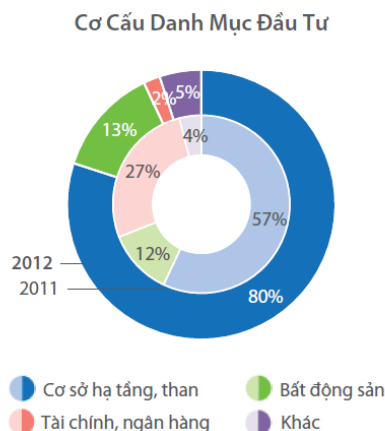
Với chiến lược giảm chi phí thông qua việc tìm kiếm nhà cung cấp có chất lượng ổn định với mức giá tốt hơn, biên lợi nhuận hoạt động của Reetech tiến bộ rõ rệt khi tăng từ 8.3% cùng kỳ 2012 lên 12.3% trong 9 tháng 2013. Mảng kinh doanh này có rủi ro về tỉ giá khá lớn khi hầu hết linh kiện phải nhập khẩu. Trong khi đó, thị trường xây lắp hồi phục yếu cùng với mức cạnh tranh lớn từ các đối thủ có thương hiệu từ Nhật Bản và Hàn Quốc sẽ khiến mảng này tiếp tục gặp khó khăn nhất là khi đồng Yên tiếp tục mất giá mạnh trong năm 2013.

Mảng cho thuê văn phòng (Office leasing): Cho thuê văn phòng – Với 101,190m2 cho thuê, bộ phận cho thuê văn phòng tạo ra nguồn thu ổn định cho REE. Trong 9 tháng 2013, bộ phận này thu về VND 352 tỷ doanh thu, tăng 10% so với cùng kỳ, đạt 78% kế hoạch. Biên lợi nhuận hoạt động đã tăng lên 61.8% trong 9 tháng 2013 từ 55.6% cùng kỳ 2012.

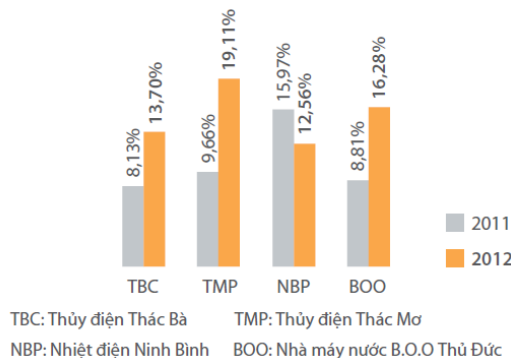
STT	Tòa nhà	Diện tích cho thuê	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Sở hữu (%)	Vị trí
1	E-Town	29,505	97	100	Quận Tân Bình, TP.HCM
2	E-Town 2	26,388	99	100	Quận Tân Bình, TP.HCM
3	E-Town EW	4,200	100	100	Quận Tân Bình, TP.HCM
4	E-Town 3	13,461	97	100	Quận Tân Bình, TP.HCM
5	E-Town 4	13,379	100	100	Quận Tân Bình, TP.HCM
6	Maison Pasteur	1,353	99	100	Quận 1, TP.HCM
7	IDC Hai Bà Trưng	2,004	99	100	Quận 3, TP.HCM
8	366 Nguyễn Trãi	3,369	99	100	Quận 5, TP.HCM
9	Ba Hom Office Building	4,207	99	100	Quận 6, TP.HCM
10	REE Tower	31,640	98	100	Quận 4, TP.HCM

Mảng đầu tư tài chính: Tại thời điểm tháng 9/2013, danh mục đầu tư tài chính của REE tiếp tục tăng 3.5%, so với cùng kỳ khi tổng có giá trị VND 3,654 tỷ (USD 75 triệu), chiếm 53.2% tổng tài sản. Công ty tiếp tục theo đuổi chiến lược đầu tư tập trung vào cơ sở hạ tầng (điện, nước, than ...) và mảng bất động sản. 9 tháng 2013, khoản đầu tư lớn nhất của REE là Nhiệt điện Phả Lại (PPC), với sở hữu lên đến 22.3% cổ phần, trị giá VND 1,161 tỷ (USD 54.7 triệu), chiếm 31.8% tổng danh mục đầu tư. Trong quý 3/2013, REE đã mua gom để nâng số cổ phần sở hữu tại Than Núi Béo lên 23.6%, và Than Đèo Nai lên 23.8%, tính đến tháng 9/2013. Về khoản đầu tư mới, REE mua vào 25% cổ phần của công ty Nước Thủ Đức (TDW), với giá trị VND 31 tỷ (USD 1.5 triệu).

Trong cơ cấu danh mục đầu tư của REE thì có đến 80% thuộc về mảng Cơ sở hạ tầng và than, 13% thuộc về Bất động sản và 7% vào một số lĩnh vực khác.



**Tỷ Suất ROI Theo Suất Đầu Tư
Tại Một Số Công Ty Tiêu Biểu**



Đầu tư ngắn hạn	31/12/2012	30/9/2013
	<i>Tỷ đồng</i>	<i>Tỷ đồng</i>
Cổ phiếu	266.9	282.9
Đầu tư khác	241	57.9
Tiền gửi ngắn hạn	463.4	98.9
Dự phòng đầu tư chứng khoán	(87.70)	(90.80)
Tổng đầu tư ngắn hạn	883.6	348.9

Nguồn: REE

Đầu tư dài hạn	31/12/2012		30/9/2013	
	<i>Tỷ đồng</i>	<i>%</i>	<i>Tỷ đồng</i>	<i>%</i>
Công ty liên kết	1,247.9		2,530.3	
CTCP BOO nước Thủ Đức	399.1	42.1%	350.1	42.1%
Công ty đầu tư hạ tầng BDS Việt Nam	126.4	46.4%	125.7	46.4%
CTCP Địa ốc Sài Gòn	46.9	28.0%	61.0	28.9%
CTCP Cơ điện Đoàn Nhất	22.4	35.0%	22.9	35.0%
CTCP Cơ điện Chất lượng	2.4	35.6%	2.6	35.6%
CTCP Cơ điện Hợp Phát	2.0	35.0%	1.6	35.0%
CTCP Thủy điện Thác Bà	230.6	24.0%	211.9	24.0%
CTCP Thủy điện Thác Mơ	331.2	35.5%	319.9	35.5%
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	67.7	29.4%	65.4	29.4%
CTCP Đầu tư & Kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	19.0	30.0%	46.3	30.0%
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	-	-	1,160.5	22.3%
CTCP Than Núi Béo	-	-	70.7	23.6%
CTCP Than Đèo Nai	-	-	60.2	23.6%
CTCP Cấp nước Thủ Đức	-	-	31.3	25.0%

Công ty đồng kiểm soát	0.4%		20.0%	
Liên doanh 41B-Lý Thái Tổ - Hà Nội	40.0	0.40	40.0	0.2%
	<i>Tỷ đồng</i>		<i>Tỷ đồng</i>	
Đầu tư dài hạn khác	1,473.5		852.5	
Dự phòng	(75.5)		(78.1)	
Đầu tư dài hạn	2,646.2		3,305.0	
Tổng đầu tư			3,654.0	

Về mặt chiến lược: Tổng giám đốc Nguyễn Thị Mai Thanh khẳng định công ty sẽ tiếp tục kế hoạch mua thêm cổ phần trong các công ty năng lượng Nhà nước, với dự báo mảng năng lượng sẽ chuyển sang cơ chế thị trường trong tương lai. REE cũng dự tính sẽ nâng sở hữu tại PPC lên 22.9%, tương đương 72,807,070 cổ phiếu thông qua việc đăng ký mua thêm 2 triệu cổ phiếu PPC từ 28/10/2013 đến 26/11/2013.

Với chiến lược này, ngày 04/10/2013, REE thành lập mới công ty con Vietnam Water Investment Corporation – Viwic, với vốn điều lệ VND 650 tỷ, bước đi để mở rộng hoạt động sang mảng kinh doanh nước. Ngày 07/10/2013, REE đã chào mua 1,455,000 cổ phần của công ty Nước Thủ Đức (TDW) với giá VND 18,000 (USD 0.8), nâng tỉ lệ sở hữu lên 42.1%, tương đương 3,575,740 cổ phần. Điều đó cho thấy sự xuyên suốt trong chiến lược đầu tư của REE trong những năm tới sẽ ổn định và không đổi. Nếu mảng năng lượng chuyển sang cơ chế thị trường với mức giá cạnh tranh, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của các công ty thuộc lĩnh vực này sẽ tăng lên do không bị điều tiết về giá bán như trước nữa. Điều này sẽ tiếp tục tạo sức đẩy cho lợi nhuận tài chính của REE trong tương lai.

Chúng tôi nhận thấy, REE đang có bước chuyển mình đáng kể về mô hình kinh doanh và điều này thực sự đã giúp Công ty tiếp tục tăng trưởng trong bối cảnh các hoạt động kinh doanh truyền thống đã bão hòa. Chúng tôi đánh giá cao tầm nhìn của ban lãnh đạo REE khi định hướng đầu tư vào các lĩnh vực sản xuất điện và cung cấp nước. Đây là hai lĩnh vực thiết yếu và có sức cầu hết sức ổn định và do đó triển vọng lợi nhuận từ các công ty được REE đầu tư là khá rõ ràng. Trong thời gian tới, hiệu quả hoạt động của các công ty điện và công ty BOO nước Thủ Đức sẽ quyết định hiệu quả kinh doanh của REE.

❖ **Triển vọng kinh doanh 2013-2014:**

Với giả định doanh thu và lợi nhuận của REE trong năm 2013 vẫn đến chủ yếu từ hoạt động cơ điện công trình và đầu tư tài chính, chúng tôi dự phóng doanh thu của Công ty năm 2013 sẽ vào khoảng 2.731 tỷ VND với mức lợi nhuận sau thuế là 1.200 tỷ VND. Mức tăng trưởng EPS tương lai 3 năm tới, chúng tôi ước tính khoảng 9%/năm dựa trên vị thế cao trong lĩnh vực cơ điện công trình, các khoản đầu tư hiệu quả vào các công ty sản xuất điện và nước.

3. Đánh giá tài chính

❖ **Doanh thu:**

Doanh thu	2012	2013E	2014E	2015E
Cơ điện công trình	1,674	2,000	2,600	2,800
Doanh thu cho thuê bất động sản	441	441	463	486
Doanh thu điện máy	282	290	300	330
Doanh thu khác	-	-	-	-
Tổng	2,397	2,731	3,363	3,616

- Doanh thu của REE tăng trưởng đều trong các năm gần đây mặc dù chịu ảnh hưởng của suy giảm kinh tế nhờ mạng cơ điện công trình tiếp tục giữ được vị thế vững chắc và tăng trưởng đều. Mạng cho thuê bất động sản tiếp tục ổn định nhờ tỷ lệ lấp đầy cao. Mạng điện máy hiện đang chứng lại do cạnh tranh cao thị trường đã bão hòa.
- Với các hợp đồng cũ ký trong năm 2012 trị giá 1800 tỷ VNĐ và công trình vừa trúng thầu gói cơ điện công trình cho sân bay nội bài, mạng kỹ thuật công trình sẽ vẫn đem lại doanh thu chủ yếu cho REE trong 3 năm tới.
- Mạng cho thuê bất động sản sẽ không có tăng trưởng trong năm 2013 do các văn phòng hiện tại đã hầu như lấp đầy và giá cho thuê dự kiến không tăng trong khi REE không đầu tư các tòa nhà mới. Tuy nhiên chúng tôi dự đoán trong các năm 2014 và 2015 giá cho thuê sẽ tăng nhẹ trở lại và giúp cho mạng này có sự tăng trưởng nhẹ.
- Mạng điện máy của REE gặp nhiều khó khăn trong năm 2012 do kinh tế suy giảm khiến nhu cầu về các sản phẩm điều hòa giảm. Với áp lực cạnh tranh lớn từ các thương hiệu nước ngoài cộng thêm công ty không còn chú trọng đầu tư cải tiến công nghệ, chúng tôi cho rằng doanh thu của Công ty trong mạng này sẽ chỉ tăng nhẹ trong các năm sau mặc dù thị trường chung có thể phục hồi.
- Doanh thu 3 quý đầu năm 2013 của REE giảm nhẹ so với cùng kỳ song vẫn ở mức khá cao là 1.684 tỷ VNĐ. Trong bối cảnh nền kinh tế đang co hẹp và các doanh nghiệp giảm mức độ đầu tư thì mức doanh thu này vẫn khá quan trọng. Tuy nhiên doanh thu của Công ty hứa hẹn sẽ cải thiện mạnh vào năm sau nếu quá trình tái cơ cấu nền kinh tế được thúc đẩy mạnh hơn và đầu tư toàn xã hội tăng trở lại. Do đó nguồn công việc cơ điện công trình hứa hẹn sẽ dồi dào trong các năm tới.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 2%
REE	1,154.39	1,174.21	1,807.85	1,810.44	2,395.62	1,668.50	
Industrial Goods & Services	524.97	490.12	619.78	737.28	733.76	611.19	
%Δ diff of indus	120%	140%	192%	146%	226%	173%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	10 2%
REE		1.7%	54.0%	0.1%	32.3%	21.3%	
Industrial Goods & Services		-6.6%	26.5%	19.0%	-0.5%	11.3%	
%D diff of indus		-126%	104%	-99%	-6883%	88%	

- Nhìn chung, doanh thu của Công ty tăng trưởng khá lành mạnh thể hiện sự phát triển trong hoạt động sản xuất kinh doanh và năng lực của Công ty. Chúng tôi dự phóng doanh thu của Công ty sẽ tiếp tục đứng ở mức cao trong các năm tới dựa trên vị thế cao trong ngành cơ điện công trình và các tòa nhà văn phòng đang hoạt động hiệu quả.

❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của REE tăng đột biến trong 9 tháng đầu năm 2013 nhờ khoản lợi nhuận đột biến từ các công ty liên kết. Cụ thể khoản đầu tư 22% PPC đã đem lại cho REE khoản lợi nhuận là 300 tỷ VNĐ. Các mảng kinh doanh khác của REE vẫn rất ổn định song không có sự tăng trưởng đột biến.
- Chiến lược tăng trưởng của REE trong những năm tới cho thấy Công ty định hướng trở thành một Công ty đầu tư và lĩnh vực đầu tư trọng điểm là các ngành cơ bản như than, điện và cấp nước. Đây là các ngành có mức độ ổn định và an toàn cao do nhu cầu tiêu thụ luôn tăng lên. Thêm vào đó khả năng thị trường điện cạnh tranh sẽ hình

thành trong các năm tới và do đó giá điện sẽ được cởi trói. Lợi nhuận của các công ty điện mà REE đầu tư có khả năng sẽ tăng mạnh trong những năm sau nếu kỳ vọng này xảy ra.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 2%
REE	-153.75	432.20	362.31	513.64	656.82	450.73	
Industrial Goods & Services	27.51	41.48	38.81	31.30	27.56	31.90	
%Δ diff of indus	-659%	942%	834%	1541%	2283%	1313%	

- Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong các năm tới sẽ tùy thuộc vào hiệu quả của các khoản đầu tư của REE vào các công ty liên kết. Đặc biệt chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư theo dõi các khoản đầu tư lớn của REE vào nhiệt điện Phả Lại, Thủy điện Thác Bà, Thủy điện Thác Mơ và BOO nước Thủ Đức.
- Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng các công ty than mà REE đầu tư đang hoạt động khó khăn và hầu như không có lãi do giá bán than giảm mạnh khi nhu cầu của Trung Quốc sụt giảm trong khi sản xuất dư thừa. Tuy nhiên, lượng vốn mà REE đầu tư vào các công ty này không quá lớn so với tỷ trọng chung do đó không có tác động lớn lên kết quả kinh doanh của REE.

❖ Hiệu quả quản lý:

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Biên lợi nhuận gộp	27.35%	29.85%	24.43%	23.28%	23.40%	23.23%
Biên lợi nhuận ròng	20.02%	28.30%	27.42%	21.77%	20.03%	19.42%
ROA	7.29%	9.67%	10.10%	9.41%	9.38%	9.36%
ROE	12.47%	13.25%	15.57%	13.51%	13.84%	13.94%

- Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của REE ở mức khá cao so với các công ty cùng ngành song cũng có xu hướng giảm. Nguyên nhân chính là Công ty theo đuổi mô hình đầu tư tài chính và đã giành ít nguồn lực để bồi dưỡng năng lực cạnh tranh cho các ngành cốt lõi. Chi phí giá vốn các lĩnh vực cốt lõi của REE đã tăng lên nhiều trong các năm gần đây trong khi giá bán không tăng tương ứng cho thấy áp lực cạnh tranh trong các lĩnh vực hoạt động của REE đã tăng mạnh.
- ROA của Công ty cũng ở mức trung bình so với các công ty cùng ngành và có xu hướng giảm trong các năm tới do việc gia tăng quy mô của Công ty khiến quy mô tài sản tăng trong khi đó doanh thu và lợi nhuận lại không tăng tương ứng. ROE của Công ty cũng không tăng nhiều mặc dù lợi nhuận ròng vẫn tăng trong các năm tới do Công ty đã tăng vốn điều lệ rất mạnh trong năm 2013 nhằm huy động nguồn vốn cho phát triển.
- Nhìn chung, Công ty đã cố gắng mở rộng hoạt động, đầu tư phát triển song hiệu quả sinh lời không tăng trưởng tương xứng với quy mô. Điều này bắt nguồn từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi của REE đang giảm sức cạnh tranh trong khi hoạt động đầu tư tài chính phát huy hiệu quả không tương xứng.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	5 2.5%
REE	-7.3%	17.4%	12.4%	13.3%	15.6%	11.6%	
Industrial Goods & Services	11.0%	15.0%	12.2%	9.1%	6.7%	10.6%	
%Δ diff of indus	-167%	16%	2%	46%	131%	10%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10

REE	-5.9%	12.8%	7.3%	9.7%	10.0%	7.9%	2.5%
Industrial Goods & Services	5.1%	6.9%	5.4%	4.0%	3.4%	4.7%	
%D diff of indus	-215%	86%	34%	144%	198%	70%	

❖ **Cơ cấu vốn:**

- Cơ cấu vốn của REE khá lành mạnh với tỷ lệ vay nợ thấp và tương đối ổn định qua các năm. Công ty có vị thế cao trong ngành cơ điện công trình nên có khả năng lựa chọn thầu các công trình của các chủ đầu tư có uy tín và tiềm lực tài chính do đó Công ty chịu ít rủi ro thanh toán và luôn có nguồn tiền mặt dồi dào. Lĩnh vực cho thuê văn phòng của REE cũng ổn định và đem lại dòng tiền lành mạnh.
- Chúng tôi cho rằng tỷ lệ vay nợ của Công ty trong các năm 2013 - 2015 sẽ giảm do Công ty luôn có đủ nguồn tiền mặt để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh thường nhật của mình.

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Nợ/ Tổng Tài Sản	40.94%	26.98%	35.11%	30.48%	32.31%	32.94%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu	70.02%	36.95%	54.12%	43.77%	47.67%	49.05%
Nợ dài hạn/ Vốn chủ sở hữu	2.96%	4.71%	18.65%	5.50%	5.33%	5.15%
Nợ ngắn hạn/ Vốn chủ sở hữu	67.06%	32.24%	35.47%	38.28%	42.33%	43.90%

- Khả năng thanh khoản của REE thể hiện qua các hệ số về khả năng thanh khoản từ trước đến nay khá tốt và ở mức an toàn. Hệ số tiền mặt mặc dù nhỏ hơn 1 song cũng không quá thấp. Hai hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh là khá cao và đều lớn hơn nhiều so với mức an toàn.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
REE	0.24	0.36	0.70	0.37	0.56	0.46	3.3%
Industrial Goods & Services	1.14	1.20	1.24	1.29	1.20	1.26	
%Δ diff of indus	-79%	-70%	-44%	-71%	-53%	-63%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9
REE	0.19	0.32	0.67	0.32	0.37	0.38	3.3%
Industrial Goods & Services	0.62	0.70	0.74	0.77	0.71	0.76	
%D diff of indus	-69%	-54%	-9%	-58%	-48%	-50%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
REE	0.05	0.04	0.03	0.05	0.16	0.07	3.3%
Industrial Goods & Services	0.59	0.54	0.52	0.54	0.70	0.50	
%D diff of indus	-91%	-92%	-94%	-91%	-76%	-85%	

❖ **Định giá:**

Chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh chỉ số PE để định giá cổ phiếu REE song chúng tôi không dùng mức PE trung bình của các công ty khác làm tham chiếu do REE hoạt động rất đa ngành và hoạt động đầu tư tài chính lại là mũi nhọn.

Chúng tôi cho rằng với mức tăng trưởng EPS dự kiến trong 3 năm tới là 9%/ năm, theo lý thuyết PE/G nên dưới 1 thì mức PE hợp lý của REE là khoảng 9. Căn cứ vào kết quả kinh doanh hiện tại, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá cần trọng dựa vào EPS dự phóng khoảng 4.800-4900 VND/CP, BV khoảng 19.000 đồng/cổ phiếu => giá trị hợp lý của REE là 42.608 VND/CP.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	2 6.7%
REE	-10.88	8.34	8.84	4.57	5.92	9	
Industrial Goods & Services	5.17	7.64	7.95	5.35	6.76	6.62	
%Δ diff of indus	-311%	9%	11%	-14%	-12%	29%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	3 6.7%
REE	0.80	1.46	1.14	0.70	0.93	1.07	
Industrial Goods & Services	0.85	1.38	1.15	0.64	0.65	0.91	
%D diff of indus	-5%	6%	-1%	9%	43%	18%	
Dividend in 2012				No of company	Paid	Plan	6 6.7%
REE					0	1,600	
Industrial Goods & Services				102	3,120	1,438	
%Δ diff of indus						11%	
valuation						2013	4 10%
REE						42,608	
Price						29,200	
%Δ diff of indus						-1%	

Như vậy, trong điều kiện tốt, khi kinh tế hồi phục, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của REE từ 40,000 – 45,000 VND theo các yếu tố cơ bản.

Kết luận:

REE là một công ty vững mạnh với các mảng kinh doanh ổn định và có tầm nhìn dài hạn trong hoạt động đầu tư tài chính. Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tương lai là khá rõ ràng với triển vọng của các ngành nhiệt điện, nước cộng thêm mảng cơ điện công trình có vị thế cao. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể phù hợp cho các nhà đầu tư xem xét để **MUA**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111