

## Cập nhật - REE - MUA

Ngày 22/07/2019

---

### Trần Trí An Phúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 325

[phuctta@acbs.com.vn](mailto:phuctta@acbs.com.vn)

## Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

**MUA**

HOSE: REE

M&E, Tiềm ích, Văn phòng cho thuê, Sản xuất công nghiệp

Giá hiện tại (VND) **33.300**

Giá mục tiêu (VND) **40.900**

Tỷ lệ tăng giá 22,8%

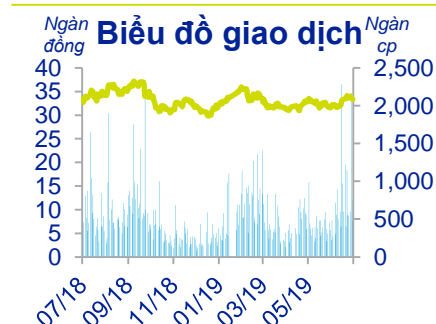
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 5,4%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **28,2%**

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	13,0	5,4	6,2	6,9
Tương đối	1,8	1,9	4,2	1,5

Nguồn: Bloomberg



### Cơ cấu sở hữu

Platinum Victory Pte Ltd	23,9%
Apollo Asia Fund Ltd,	5,9%
Các nhà đầu tư nước ngoài khác	19,2%

### Thông kê

Mã Bloomberg	REE VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	29.450 – 37.550
SL lưu hành (triệu cp)	310
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.247
Vốn hóa (triệu USD)	441
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	88,4
KLGD TB 3 tháng (cp)	541.100
VND/USD	23.245
Index: VNIndex / HNX	983.66/107.13

## CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH (HSX: REE)

### Văn phòng cho thuê và nhiệt điện hỗ trợ kết quả 2019 và trong tương lai.

REE hoàn thành 2018 với doanh thu tăng trưởng 2,1% và LNST tăng trưởng 29,6%, lần lượt đạt 5.101 tỷ đồng và 1.784 tỷ đồng. Giá vốn hàng bán tăng 8.6% làm thu hẹp lợi nhuận gộp xuống còn 1.228 tỷ đồng (-14,1% n/n) và làm giảm tỷ suất lợi nhuận gộp của REE từ 28,6% xuống còn 24,1%. Trong năm 2018, LNST của REE tăng mạnh chủ yếu nhờ doanh thu tài chính tăng gần gấp đôi so với năm 2017, bao gồm: 1) Lợi nhuận từ thoái vốn khỏi CTCP BĐS Song Thanh (113 tỷ đồng), 2) Lãi tiền gửi đạt 143,8 tỷ đồng (+32,5% n/n) và 3) 123,4 tỷ hoàn nhập dự phòng đầu tư. Thêm vào đó, lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết tăng 39% so với cùng kỳ đạt 999 tỷ đồng cũng đóng góp không nhỏ đến kết quả của REE trong 2018.

Trong Q1/2019, công ty đem về 1.081 tỷ đồng (+2,9% n/n) doanh thu, lần lượt hoàn thành 19,2% và 19,3% dự phóng của chúng tôi và dự phóng của REE trong năm 2019. GVHB ghi nhận là 772 tỷ đồng (+6% n/n), làm cho lợi nhuận gộp giảm xuống còn 307 tỷ đồng (-4,7% n/n). LNST Q1 là 370 tỷ đồng (-11% n/n) hoàn thành lần lượt 22,9% và 25% dự phóng LNST của chúng tôi và kế hoạch của REE trong năm 2019.

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của công ty trong năm 2019 là 5.636 tỷ đồng (+10,5% n/n) chủ yếu nhờ doanh thu tăng thêm từ tòa nhà văn phòng E Town Central và E Town 5. Trong khi đó, LNST dự kiến trong năm 2019 là 1.620 tỷ đồng (-9,2% n/n), có giảm so với 2018 do chúng tôi lo ngại về hiện tượng El Nino làm ảnh hưởng sản lượng của các nhà máy thủy điện và lo ngại sự chậm trễ trong quy trình cấp phép của các dự án BĐS sẽ làm ảnh hưởng đến KQKD của mảng M&E và phát triển BĐS. Tuy nhiên, dựa vào dự phóng khả quan về mảng cho thuê văn phòng và nhiệt điện trong năm, Chúng tôi duy trì kiến nghị **MUA** với mức sinh lời là 28.2%. Giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu REE là 40.900 đồng/cp, sử dụng phương pháp định giá từng phần (định giá mảng M&E, REE Tech, cho thuê văn phòng và BĐS bằng phương pháp so sánh và giá thị trường/ giá trị sổ sách của khoản đầu tư doanh mục tiện ích).

	2016	2017	2018	2019F	2020F
DT Thuần (tỷ đồng)	3.659	4.995	5.101	5.636	5.898
Tăng trưởng (%)	38,4%	36,5%	2,1%	10,5%	4,6%
EBITDA (tỷ đồng)	1.089	1.119	1.342	1.420	1.500
Tăng trưởng (%)	-4,5%	2,8%	19,9%	5,8%	5,6%
LN ròng (tỷ đồng)	1.093	1.377	1.784	1.620	1.732
Tăng trưởng (%)	28,1%	26,0%	29,6%	-9,2%	6,9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3,521	4,438	5,751	5,221	5,581
Tăng trưởng (%)	26,2%	26,0%	29,6%	16,1%	6,1%
ROE (%)	16,2%	18,1%	20,6%	16,5%	15,9%
ROA (%)	10,4%	10,7%	11,9%	10,1%	10,2%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,33	0,49	0,93	1,49	1,13
EV/EBITDA (x)	9,98	9,71	8,10	7,66	7,25
PER (lần)	9,5	7,5	5,8	6,4	6,0
PBR (lần)	1,44	1,29	1,11	1,00	0,90
Cổ tức (đồng)	1.000	1.600	1.800	1.800	1.800
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,0%	4,8%	5,4%	5,4%	5,4%

**Cơ điện lạnh (CDL):** trong năm 2018, mảng này đem lại 3.427 tỷ đồng doanh thu (+3,2% n/n) bao gồm 2.706 tỷ đồng (+13% n/n) từ các hợp đồng M&E và 721 tỷ đồng (-22% n/n) từ REE Tech. Mặc dù doanh thu tăng nhẹ, LNST của mảng này giảm xuống còn 243 tỷ đồng (-32.3% n/n), đóng góp 13,8% tổng LNST của REE trong năm 2018.

Năm 2018 là một năm khó khăn đối với mảng kinh doanh này do một số vấn đề mà theo chúng tôi sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2019. Chúng tôi không quá phấn khởi về mảng này và kì vọng một mức tăng trưởng khiêm tốn hơn trong năm 2019:

1) Thị trường M&E cạnh tranh khốc liệt: quá trình đấu thầu kéo dài và cạnh tranh làm giảm tỷ suất lợi nhuận ròng xuống còn 8% so với trên 10% trong những năm trước.

2) Quá trình cấp phép của các dự án bất động sản bị đình trệ từ đầu năm 2018 làm cản trở REE trong việc thực hiện các dự án M&E đã kí kết. REE hiện có 4 dự án M&E bị tạm ngưng (trên 1.200 tỷ đồng) do các chủ các dự án này chưa có giấy phép hoàn chỉnh. REE đặt mục tiêu giá trị hợp đồng M&E kí mới trong năm 2019 là 2.800 tỷ đồng, giảm mạnh so với 3.572 tỷ đồng trong năm 2018 và 3.728 tỷ đồng trong 2017 do lo ngại về tiến độ pháp lý của các dự án BĐS.

3) 2018 là 1 năm khó khăn cho REE Tech. Giá bán sản phẩm và nhu cầu nội địa giảm trong khi giá nhập khẩu tăng đã làm doanh thu giảm xuống còn 721 tỷ đồng (-22% n/n) và LNST giảm xuống còn 3 tỷ đồng (so với 42 tỷ đồng trong năm 2017). Chúng tôi dự phóng cả doanh thu và lợi nhuận của REE Tech sẽ giảm 10% trong năm nay.

	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>Tỷ suất LN ròng CDL</b>	<b>13,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,6%</b>
<b>Doanh thu M&amp;E</b>	<b>1.739</b>	<b>2.377</b>	<b>2.688</b>	<b>2.876</b>	<b>3.077</b>
Tăng trưởng doanh thu	33,6%	36,7%	13,1%	7,0%	7,0%
LNST	296	322	240	257	275
Tăng trưởng LNST	43,7%	8,8%	-25,5%	7,0%	7,0%
Tỷ suất LN ròng M&E	17,0%	13,5%	8,9%	8,9%	8,9%
<b>Doanh thu REE Tech</b>	<b>729</b>	<b>944</b>	<b>739</b>	<b>665</b>	<b>599</b>
Tăng trưởng doanh thu	26,1%	29,5%	-21,7%	-10,0%	-10,0%
LNST	32	37	3	3	3
Tăng trưởng LNST	-5,9%	15,6%	-91,9%	0,0%	0,0%
Tỷ suất LN ròng REE Tech	4,4%	3,9%	0,4%	0,5%	0,5%

Trong ĐHCĐ thường niên vào ngày 29/03/2018, REE cũng đề cập đến 1 mảng kinh doanh sản xuất và dịch vụ mới thuộc mảng cơ điện lạnh được ra mắt vào đầu năm nay với tên gọi REE PRO. REE PRO thiết lập hợp tác song phương với Công ty Nhật Bản – Fujitsu để phân phối hệ thống điều hòa không khí cao cấp VRF (Variable Refrigeration Flow system). REE kì vọng sẽ học hỏi được nhiều từ mối hợp tác này và dành 10% thị phần VRF ở Việt Nam trong vòng 2 năm tới – 1 thị trường mà theo REE có giá trị tới 2 tỷ đô.

Trong Q1/2019, mảng CDL ghi nhận 679 tỷ đồng doanh thu và 55 tỷ đồng LNST, lần lượt hoàn thành 19,2% và 21,8% dự phóng cả năm của chúng tôi. Chúng tôi nhận thấy REE thường ghi nhận doanh thu và LNST của mảng này cao hơn về cuối năm nên chúng tôi không thay đổi gì dự phóng ban đầu cho mảng CDL trong năm 2019. Chúng tôi hi vọng vấn đề về pháp lý của các dự án BĐS chỉ mang tính tạm thời và sẽ được giải quyết vào cuối năm nay, đầu năm 2020.

Tóm lại, trong năm 2019, chúng tôi dự phóng mảng cơ điện lạnh sẽ đem lại 3.541 tỷ đồng (+3,3% n/n; đóng góp 63% tổng doanh thu thuần dự phóng của chúng tôi) doanh thu, bao gồm tăng trưởng 7% doanh thu từ hợp đồng M&E (so với tăng trưởng 34%,

37%, và 13% lần lượt trong năm 2016, 2017, và 2018) trong khi doanh thu bán hàng của REE Tech giảm 10%. LNST dự phóng trong năm 2019 của mảng CĐL là 260 tỷ đồng (+7% n/n) đóng góp 16% cho tổng LNST dự phóng của chúng tôi, chủ yếu đến từ hợp đồng M&E, vì LNST từ sản phẩm REE Tech là không đáng kể.

**Văn phòng cho thuê và phát triển BĐS:** Trong năm 2018, cho thuê văn phòng đem lại 638 tỷ đồng doanh thu (+24,8% n/n) và 250 tỷ đồng LNST (+10,1% n/n) đóng góp 12,5% tổng doanh thu của REE và 14% tổng LNST. Kết quả 2018 đạt được ít hơn chúng tôi kỳ vọng do tỉ lệ thu tiền của tòa nhà E Town Central chỉ đạt khoảng 40% trong năm 2018, vì tòa nhà được đưa vào hoạt động trễ hơn dự kiến và các ưu đãi dành cho các đơn vị thuê văn phòng.

Mảng kinh doanh cho thuê văn phòng đang rất hấp dẫn đối với REE nhờ:

- 1) Giá cho thuê văn phòng dự kiến sẽ tăng 5-6% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2022 theo báo cáo của Savills và CBRE.
- 2) Nhu cầu cho thuê văn phòng tiếp tục tăng trong khi nguồn cung mới hạn chế.
- 3) Các công ty văn phòng chia sẻ nở rộ với mức tăng trưởng bình quân 55% mỗi năm trong vòng 5 năm trở lại đây sẽ tiếp tục gia tăng nhu cầu cho thuê văn phòng ở Tp.HCM
- 4) Giá cho thuê các văn phòng REE đang rất cạnh tranh với vị trí lý tưởng.

REE đang tập trung cho mảng kinh doanh này vì nó sẽ là động lực phát triển cho REE trong vài năm tới. Trong Q1/2019, REE đã phát hành cổ phiếu không chuyển đổi có giá trị 2.320 tỷ đồng để phát triển các văn phòng cho thuê mới trên diện tích đất đang sở hữu và tiếp tục mở rộng quỹ đất. REE hiện đang sở hữu 130.000m<sup>2</sup> diện tích văn phòng cho thuê và kì vọng tăng thêm từ 15.000-20.000m<sup>2</sup> diện tích cho thuê mỗi năm trong giai đoạn 2019-2022.

Tòa nhà E Town 5 hiện đang được thi công và được kì vọng sẽ hoàn tất và bắt đầu cho thuê trong Q3/2019 với giá cho thuê trung bình ước tính là \$17/m<sup>2</sup>. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ thu tiền cho tòa nhà này trong năm 2019 là ít hơn 30%.

E Town 6 là dự án mới nhất và dự án lớn nhất từ trước đến nay đang trong quá trình phát triển. REE đang lên kế hoạch để tòa nhà được cấp phép trong vòng một năm và hoàn tất thi công hai năm sau đó. Dự án này sẽ nằm trong cụm văn phòng E Town với tổng diện tích trên 90.000m<sup>2</sup> cung cấp khoảng 40.000-50.000 m<sup>2</sup> tổng diện tích cho thuê văn phòng.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST cho năm 2019 lần lượt là 3.382 tỷ đồng (+33,1% n/n) và 849 tỷ đồng (+33,1% n/n). Nguồn doanh thu mới chủ yếu đến từ tòa nhà E Town 5 và chúng tôi giả định giá cho thuê trung bình của các tòa nhà tăng 5%.

Trong năm 2018, mảng phát triển BĐS đem về 163 tỷ đồng (-59,9%) doanh thu, giảm mạnh so với 2018 vì VIID (REE sở hữu 51% cổ phần) và SaigonRes (REE sở hữu 30% cổ phần) đã không đạt được chỉ tiêu doanh thu. LNST của mảng này trong năm 2018 là 171 tỷ đồng (+33,6%) nhờ 1) Lợi nhuận từ ~100 tỷ đồng chuyển nhượng các dự án BĐS của REE Land (REE sở hữu 100% cổ phần) được ghi nhận vào Q2/2018 và 2) SaigonRes chuyển nhượng toàn bộ vốn góp tại công ty TNHH đầu tư xây dựng du lịch Phước Lộc (SaigonRes mua công ty này và tăng vốn điều lệ lên 280 tỷ đồng vào cuối năm 2017). Nhìn chung, thị trường BĐS đang bị ảnh hưởng bởi việc các thủ tục đầu tư, phát triển dự án, giấy phép xây dựng đang bị đình trệ. REE dự tính doanh thu và LNST của mảng này trong 2019 lần lượt là 369 tỷ đồng (+126% n/n) và 115 tỷ đồng (-33% n/n). Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản ~100 tỷ đồng lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng các dự án BĐS của REE Land, mục tiêu LNST trong năm 2019 của REE sẽ tăng gần gấp đôi so với 2018).

	Tỷ lệ sở hữu	DT 2018	So với 2017	LNST 2018	So với 2017	Tăng trưởng
VIID	51%	163	-60%	27	148	-82%
SaigonRES	30%	376	-30%	128	139	-8%

**Đầu tư cơ sở hạ tầng điện nước:** 2018 là một năm thành công đối với mảng kinh doanh này. LNST ghi nhận 1.097 tỷ đồng (+73,3% n/n) nhờ:

1) Nhà máy nhiệt điện Phả Lại (HSX: PPC) – khoản đầu tư tiện ích lớn nhất của REE, đã có 1 năm khả quan với doanh thu đạt 7.117 tỷ đồng (+14% n/n) và LNST đạt 1.449 tỷ đồng (+44,5% n/n), hoàn thành lần lượt 111,2% và 196,9% kế hoạch cả năm 2018. PPC đạt được kết quả như vậy là nhờ thị trường điện thuận lợi cho nhiệt điện, đặc biệt trong Q4/2018. Trong Q4/2018, tình hình thủy điện và nhiệt điện khí không mấy khả quan đã giúp các nhà máy nhiệt điện than như PPC được huy động nhiều hơn. Chỉ riêng trong quý nói trên, PPC sản xuất 1,46 tỷ kWh (+21,7% n/n), đem về 1.840 tỷ đồng doanh thu (+14,65% n/n) và 277 tỷ đồng LNST (+154% n/n)

2) LNST ghi nhận từ mảng nước đạt 154 tỷ đồng (+63,1% n/n) nhờ lợi nhuận từ khoản đầu tư vào nhà máy nước Sông Đà (VCW) song song với việc nhà máy nước Thủ Đức III (SWIC) và Tân Hiệp II (TH2W) tiếp tục nâng sản lượng để đạt công suất thiết kế

3) Lợi nhuận đột biến từ hoàn nhập dự phòng rủi ro đầu tư (Nhiệt điện Quảng Ninh) và gián tiếp thoái vốn thông qua PPC (giá trị trên 100 tỷ đồng)

Trong năm 2019, có nhiều cơ hội cho mảng kinh doanh này tiếp tục phát triển, đồng thời cũng có những mối lo ngại về các vấn đề có thể làm ảnh hưởng kết quả hoạt động của mảng này:

1) Tiêu thụ điện tăng với tốc độ 2 chữ số

2) Tỷ suất huy động đặc biệt là đối với các nhà máy nhiệt điện than cao và giá bán có lợi.

Các rủi ro:

1) Hiện tượng El Nino ảnh hưởng đến sản lượng của các nhà máy thủy điện từ cuối năm 2018. Theo thông tin từ REE, sản lượng của các nhà máy thủy điện sẽ giảm khoảng 30% n/n trong Q1/2019 do mực nước dự trữ ở các hồ chứa thấp. Chúng ta đã có thể thấy ảnh hưởng của El Nino qua kế quả Q1 của các nhà máy thủy điện:

Tỷ đồng	DT Q1/2018	DT Q1/2019	Tăng trưởng	LNST Q1/2018	LNST Q1/2019	Tăng trưởng
TBC	114	84	-26%	79	45	-43%
TMP	165	109	-34%	68	48	-29%
ISH	67	32	-52%	13	6	-54%
VSH	237	136	-42%	156	76	-51%

2) Lo ngại về nguồn cung than: Vào cuối tháng 10/2018, Thiếu than là 1 vấn đề nghiêm trọng cho các nhà máy nhiệt điện đặc biệt là ở miền Bắc. Chính phủ đã can thiệp để chỉ đạo TKV dốc hết sức để có thể đảm bảo nguồn cung than cho các nhà máy nhiệt điện, sử dụng nguồn than trong nước lẫn nhập khẩu than. EVN cũng đang thuyết phục Bộ Công Thương cho phép EVN tự chủ 1 phần nguồn cung than và cũng đang ra sức để thương thảo các hợp đồng mua than dài hạn với TKV.

REE vẫn sẽ tiếp tục đầu tư vào mảng tiện ích điện nước với giá hợp lí. REE cũng cho biết, công ty đang rất quan tâm trong việc tăng tỷ lệ sở hữu các công ty tiện ích liên doanh với một số nhà đầu tư khác đang có ý định thoái vốn.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng LNST cho mảng này xuống còn 841 tỷ đồng (-23,4% n/n), cao hơn kế hoạch của REE (685 tỷ đồng) do các công ty tiện ích thường rất thận trọng trong việc đặt kế hoạch và kết quả thực tế thường tốt hơn. Chúng tôi đề cao danh mục đầu tư tiện ích của REE đặc biệt là các nhà máy nhiệt điện. Nhiệt điện vô cùng quan trọng và là giải pháp tức thời đáp ứng nhu cầu năng lượng của Việt Nam. Chúng tôi kì vọng một khi có giải pháp cho vấn đề nguồn cung than bằng cách chủ động nhập than nguyên liệu hoặc kí kết hợp đồng mua than dài hạn với nhà cung cấp (TKV), những công ty nhiệt điện sẽ đóng góp rất lớn cho kết quả hoạt động của REE.

Tóm lại, chúng tôi dự phóng doanh thu 2019 của công ty là 5.636 tỷ đồng(+10,5% n/n). LNST dự phóng cho 2019 là 1.620 tỷ đồng (-9,2% n/n). LNST dự phóng giảm chủ yếu do chúng tôi dự phóng LNST mảng tiện ích giảm (đặc biệt là mảng thủy điện) và lo ngại về thị trường BĐS sẽ làm ảnh hưởng đến mảng kinh doanh BĐS. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của REE trong năm 2019 trở đi nhờ: 1) mảng cho thuê văn phòng đầy hứa hẹn nhờ điều kiện thị trường thuận lợi, vị trí đắc địa, giá cho thuê cạnh tranh, đóng góp đáng kể của E Town Central và các dự án phát triển của REE trong tương lai gần. 2) Danh mục đầu tư điện nước hấp dẫn trong đó có các nhà máy nhiệt điện vô cùng quan trọng đóng góp rất lớn giúp đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia trong thời kì khủng hoảng năng lượng.

### Doanh thu của REE theo mảng hoạt động

Doanh thu (tỷ đồng)	2016	2017	2018F	%Thay đổi	2019F	%Thay đổi
CĐL	3.321	3.427	3.541	+3.3%	3.676	+3.8%
Văn phòng	545	638	849	+33.1%	932	+9.8%
BĐS	407	163	369	+126.4%	369	-
Tiện ích <sup>1</sup>	722	834	877	+5.2%	921	+5.0%
Tổng	4.995	5.101	5.636	+10.5%	5.898	+4.6%

### LNST của REE theo mảng hoạt động

LNST (tỷ đồng)	2016	2017	2018F	%Thay đổi	2019F	%Thay đổi
CĐL	359	243	260	+7,0%	278	+6,9%
Văn phòng	278	250	382	+52,8%	419	+9,7%
BĐS	128	171	115	-32,7%	121	+5,2%
Tiện ích <sup>2</sup>	633	1.098	841	-23,4%	892	+6,1%
Khác	(21)	22	22	-	22	-
Tổng	1.377	1.784	1.620	-9,2%	1.732	+6,9%

Sử dụng phương pháp định giá từng phần, định giá mảng M&E, REE Tech, cho thuê văn phòng và BĐS bằng phương pháp so sánh và giá thị trường/ giá trị sổ sách của khoản đầu tư doanh mục tiện ích – chúng tôi định giá cổ phiếu REE là 40.900 đồng/cp, tương đương mức sinh lời 28,2%. **MUA**

<sup>1</sup> Trong danh mục đầu tư tiện ích của REE, chỉ có DTV và TBC được hợp nhất như công ty con.

<sup>2</sup> LNST của mảng tiện ích bao gồm LNST từ các công ty tiện ích liên doanh khác.

<b>REE FINANCIALS MODEL</b>	<b>Giá (Đồng):</b>	<b>33.300</b>	<b>Mục tiêu (Đồng):</b>	<b>40.900</b>	<b>Vốn hóa TT (Tỷ Đồng):</b>	<b>10.324</b>
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Doanh thu thuần	2.643	3.659	4.995	5.101	5.636	5.898
Tăng trưởng (%)	0,5%	38,4%	36,5%	2,1%	10,5%	4,6%
GVHB trừ khấu hao	1.619	2.338	3.436	3.717	4.033	4.198
Chi phí bán hàng và QLDN	236	309	336	315	335	351
Chi phí bán hàng và QLDN/Doanh thu thuần	8,9%	8,5%	6,7%	6,2%	5,9%	6,0%
EBITDA	1.140	1.089	1.119	1.342	1.420	1.500
Tỷ suất EBITDA (%)	43,1%	29,8%	22,4%	26,3%	25,2%	25,4%
Khấu hao	133	140	130	156	131	143
Lợi nhuận từ HĐKD	1.007	949	989	1.186	1.289	1.357
Biên LN HĐKD (%)	38,1%	25,9%	19,8%	23,2%	22,9%	23,0%
Chi phí lãi vay ròng	5	(31)	(4)	81	26	15
Chi phí lãi vay ròng/Nợ ròng	-0,9%	25,1%	-0,8%	9,0%	1,5%	0,8%
Thuế	158	202	198	234	266	283
Thuế suất thực tế (%)	15,7%	20,6%	20,0%	21,2%	21,1%	21,1%
Lợi ích CĐTS	35	80	146	100	91	97
Lợi nhuận ròng	853	1.093	1.377	1.784	1.620	1.732
Biên lợi nhuận ròng (%)	32,3%	29,9%	27,6%	35,0%	28,7%	29,4%
Tiền mặt đạt được	986	1.233	1.507	1.941	1.751	1.875
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	269	310	310	310	310	310
EPS (VND)	3.153	3.521	4.438	5.751	5.221	5.581
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,88	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	2.790	3.521	4.438	5.751	5.221	5.581
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	-20,1%	26,2%	26,1%	29,6%	-9,2%	6,9%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
Thay đổi vốn lưu động	-259	235	76	558	99	50
Capex	323	307	578	403	429	470
Các khoản mục dòng tiền khác	-322	-753	887	126	-45	-21
Dòng tiền tự do	451	-668	370	357	836	936
Phát hành cp	1	0	36	(0)	(0)	(0)
Cổ tức đã trả	510	293	597	558	558	558
Thay đổi nợ rông	57	961	190	202	-278	-378
Nợ rông cuối năm	-605	356	546	1.249	2.114	1.688
Giá trị doanh nghiệp	9.959	9.959	9.959	11.728	12.593	12.168
Vốn chủ sở hữu	6.334	7.156	8.034	9.260	10.322	11.496
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23.494	23.080	25.913	29.867	33.292	37.076
Nợ rông / VCSH (%)	-9,6%	5,0%	6,8%	13,5%	20,5%	14,7%
Nợ rông / EBITDA (x)	-0,53	0,33	0,49	0,93	1,49	1,13
Tổng tài sản	9.609	11.397	14.295	15.722	16.506	17.302

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
ROE (%)	13,9%	16,2%	18,1%	20,6%	16,5%	15,9%
ROA (%)	9,5%	10,4%	10,7%	11,9%	10,1%	10,2%
ROIC (%)	14,7%	11,5%	9,8%	9,9%	9,0%	8,5%
WACC	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
PER (x)	10,6	9,5	7,5	5,8	6,4	6,0
EV/EBITDA (x)	9,54	9,98	9,71	8,10	7,66	7,25
EV/FCF (x)	21,72	(14,69)	26,48	32,45	14,87	12,84
PBR (x)	1,42	1,44	1,29	1,11	1,00	0,90
PSR (x)	3,40	2,82	2,07	2,02	1,83	1,75
EV/sales (x)	3,71	2,68	1,96	2,27	2,21	2,04
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4,8%	3,0%	4,8%	5,4%	5,4%	5,4%



### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

#### PHÒNG PHÂN TÍCH

##### Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

**Nguyễn Bình Thanh Giao**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

**CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ**

**Lương Thị Kim Chi**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

**CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện,**

**Trần Thị Hải Yến**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

[yentran@acbs.com.vn](mailto:yentran@acbs.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3942 9395  
Fax: (+84 4) 3942 9407

**CVPT – Bất động sản**

**Phạm Thái Thanh Trúc**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

**NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ**

**Trần Nhật Trung**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

**NVPT – Dầu khí**

**Phan Việt Hưng**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

**NVPT – Công nghiệp**

**Trần Trí An Phúc**

(+84 28) 38234159 (ext: 325)

[phucttta@acbs.com.vn](mailto:phucttta@acbs.com.vn)

**NVPT – Phái sinh**

**Trịnh Viết Hoàng Minh**

(+84 28) 38234159 (ext: 352)

[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

**NVPT – PTKT**

**Lương Duy Phước**

(+84 28) 3823 4159 (x250)

[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

### KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khối KHĐC

**Tyler Cheung**

(+84 28) 54 043 070

[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

**Chuyên viên cao cấp**

**PTKH**

**Phan Hồng Diệp**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

[diepph@acbs.com.vn](mailto:diepph@acbs.com.vn)

**Trưởng bộ phận GDKHĐC**

**Chu Thị Kim Hương**

(+84 28) 54046630 (x308)

[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

**Nhân viên GDKHĐC**

**Nguyễn Thị Thanh Nhân**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)

[nhanntt.sgn@acbs.com.vn](mailto:nhanntt.sgn@acbs.com.vn)

#### Giám đốc Kinh doanh

**KHĐC**

**Patrick Mitchell**

(+84 28) 5404 6632

[patrick@acbs.com.vn](mailto:patrick@acbs.com.vn)

**Nhân viên GDKHĐC**

**Trần Thị Thanh**

(+84 28) 5404 6626

[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

**Nhân viên GDKHĐC**

**Lý Ngọc Dung**

(+84 28) 5404 6630

[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

**Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.