

CTCP Cơ điện lạnh (REE – HSX)

Tăng định giá khi rủi ro tỷ giá giảm

Rủi ro tỷ giá được loại bỏ khi PPC trả nợ trước hạn

Kế hoạch trả nợ trước hạn của PPC đã được thông qua với lộ trình: (1) 75% dư nợ, tương ứng hơn 3.264 tỷ đồng sẽ được chuyển trả trong tháng Tư và (2) 25% dư nợ còn lại sẽ được trả trong năm 2018 và 2019. Lợi nhuận của PPC sau khi trả nợ sẽ được đóng góp chủ yếu từ sản xuất điện với lợi nhuận hoạt động ước tính đạt hơn 550 tỷ đồng (+39% YoY).

Trước đây, PPC luôn chịu ảnh hưởng lớn từ vấn đề tỷ giá nên kéo theo lợi nhuận hợp nhất vào REE cũng biến động mạnh. Do đó, mức định giá P/E cho REE luôn chịu chiết khấu so với mức trung bình của các cổ phiếu bluechips khác. Với kế hoạch trả nợ trước hạn, PPC gần như loại bỏ hoàn toàn tác động từ tỷ giá, lợi nhuận chỉ còn được đóng góp từ hoạt động sản xuất điện và phần hợp nhất vào REE sẽ ít bị biến động.

Triển vọng khả quan của các nhà máy thủy điện

Đến cuối năm 2016, REE đã đầu tư hơn 4.796 tỷ đồng vào ngành điện. Các thương vụ đầu tư trong năm 2016 cho thấy công ty đang có sự chuyển hướng sang thủy điện, với một số khoản đầu tư mới như CHP và SHP; đồng thời tăng tỷ lệ sở hữu tại VSH lên trên 21%. Ngoài ra, REE cũng tăng tỷ lệ sở hữu ở DVT lên 66,29%, đưa công ty này trở thành công ty con. Như vậy, KQKD năm 2017 hợp nhất của REE sẽ phản ánh đầy đủ kết quả của các công ty này.

Biến đổi khí hậu khiến việc dự báo thủy văn khó chính xác, đặc biệt khi dự báo về xác suất El Nino sẽ trở lại vào cuối năm 2017 đang khá cao. Tuy nhiên, La Nina diễn ra từ cuối năm 2016 đã mang lại kết quả kinh doanh khá ấn tượng ngay trong quý 1/2017 cho các nhà máy thủy điện, trong đó bao gồm các nhà máy thủy điện thuộc danh mục đầu tư của REE. Với diễn biến thủy văn tích cực trong nửa đầu năm 2017 (trong khi cùng kỳ năm 2016 khá tiêu cực do tác động của El Nino), tình hình tích nước ở các hồ thủy điện lớn có thể đảm bảo cho việc vận hành trong năm thì chúng tôi dự báo KQKD năm 2017 của các nhà máy thủy điện sẽ tích cực.

Theo đó, chúng tôi ước tính giá trị hợp nhất từ công ty liên kết và cổ tức của công ty con của REE trong năm 2017 sẽ tăng lên khoảng 100 tỷ đồng trước thuế so với năm 2016.

Bảng 1: Các nhà máy thủy điện mà REE đang đầu tư

Tên	Tỷ lệ sở hữu @31/12/2016	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)
Thủy điện Thác Bà (TBC)	Công ty con	60,4%
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH)	LDLK	21,0%
Thủy điện Thác Mơ (TMP)	LDLK	42,6%
Thủy điện Sông Ba Hạ	LDLK	25,0%
Thủy điện Srok Phu Mieng	LDLK	34,3%
Thủy điện Bình Điền	LDLK	25,5%
Thủy điện Miền Trung (CHP)	Đầu tư tài chính	19,0%
Thủy điện Miền Nam (SHP)	Đầu tư tài chính	10,7%
Tổng		2.351,2
Tổng đầu tư ngành điện		4.796,0

Nguồn: BCTC của REE

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	25.700
Giá mục tiêu (VND)	32.800

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp chung
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.969
SLCPDLH	310.058.841
Beta	0,8
Free Float (%)	2,7
Giá cao nhất 52 tuần	28.100
Giá thấp nhất 52 tuần	18.300
KLGD bình quân 20 phiên	1.200.176



Nguồn: Vietstock

Cổ đông lớn (%)

Platinum Victory Pte. Ptd	22,9
Nguyễn Thị Mai Thanh	7,3
Cty Đầu tư Tài chính Nhà Nước TP. HCM	7,2
Apollo Asia Fund	5,5
Nguyễn Ngọc Hải	5,5
Sở hữu NĐTNN (%)	49,0

Nguyễn Thị Phương Lam

08- 6299 2006 – Ext 1313

lam.ntp@vdsc.com.vn

Tăng trưởng năm 2017 còn được hậu thuẫn bởi lĩnh vực phát triển bất động sản

Hai công ty phát triển bất động sản mà REE đầu tư, gồm VIID với dự án Nam Lê Lợi, Quảng Ngãi và SaigonRes với dự án Saigonres Plaza có tiến độ bán hàng khá tốt. Theo kế hoạch, hai dự án này sẽ được bàn giao cho khách hàng trong năm 2017. Do vậy, doanh thu BĐS dự báo tăng trưởng gấp đôi và LNST tăng trưởng khoảng 17,4% YoY, đóng góp lần lượt 16,4% và 10% trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của REE.

Động lực tăng trưởng 2018-2019 đến từ mảng Văn phòng cho thuê

Văn phòng cho thuê có thể là động lực tăng trưởng của REE trong giai đoạn 2018-2020. Cụ thể, tại kỳ ĐHCĐ năm 2017 chủ tịch công ty đã chia sẻ về kế hoạch nâng tổng diện tích sàn cho thuê lên khoảng 200.000 m2 vào cuối năm 2020, tức là gấp đôi so với diện tích hiện tại. Trong năm 2018-2019, chúng tôi cho rằng diện tích cho thuê có thể tăng khoảng 50%. Trong đó, 35% diện tích sàn cho thuê tăng thêm là đóng góp của tòa nhà e.town Central (11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4). Tỷ lệ lấp đầy trong năm đầu tiên được chia sẻ có thể đạt khoảng 50%. Bên cạnh đó, tòa nhà etown EW cũng đang được phá dỡ để xây mới với diện tích tăng thêm hơn 15.000 m2. Dự án sẽ được khởi công từ Q3/2017 và dự kiến hoàn thành trong Q3/2018.

Với sự đóng góp của hai tòa nhà này, ước tính doanh thu của REE có thể tăng hơn 50% trong năm 2018 và năm 2019. Tuy vậy, việc phá dỡ e.town EW (khoảng 2.400 m2 đang được thuê) có thể ảnh hưởng nhẹ đến doanh thu mảng VPCT trong năm 2017. Do vậy, chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu của mảng VPCT chỉ đạt khoảng 2,4% YoY trong năm 2017.

Giá trị hợp đồng gói đầu cao tạo nền tảng cho REE M&E duy trì tăng trưởng trong năm 2017-2018

Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh của mảng cơ điện công trình (M&E) và điện máy (reotech) sẽ duy trì tăng trưởng ổn định trong năm 2017. Cụ thể:

Đối với mảng REE M&E, giá trị hợp đồng ký mới liên tiếp trong ba năm vừa qua đạt hơn 2.000 tỷ đồng. Lũy kế đến cuối năm 2016, giá trị hợp đồng gói đầu đạt xấp xỉ 4.500 tỷ đồng, tăng nhẹ so với cuối năm 2015. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận hoạt động của REE M&E ước tính tăng trưởng 15% YoY, lần lượt đạt 2.000 tỷ đồng và 340 tỷ đồng.

Ở mảng điện lạnh, doanh thu dự báo tăng trưởng nhờ đóng góp nhờ (1) mở rộng thị trường sang một số nước như Cuba, Myanmar và một số nước Trung Đông và (2) tăng trưởng thị trường nhà ở nội địa. Tuy vậy, do áp lực cạnh tranh, biên lợi nhuận của mảng kinh doanh này có xu hướng thu hẹp trong năm 2017 và khó có khả năng cải thiện xét trong dài hạn. Ước tính doanh thu và lợi nhuận hoạt động năm 2017 của Reotech đạt lần lượt 765 tỷ đồng (5% YoY) và 57,4 tỷ đồng (-2% YoY).

Quan điểm và định giá

Kết quả kinh doanh năm 2016 của REE khá ấn tượng khi doanh thu tăng trưởng hơn 38% YoY và LNST tăng trưởng 25% YoY. Mặc dù REE đã xoay trục đầu tư chiến lược của mình sang lĩnh vực tiện ích công cộng (điện và nước) thì mảng bất động sản (phát triển dự án và văn phòng cho thuê) vẫn đang là động lực tăng trưởng của doanh nghiệp.

Trong năm 2017, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của REE sẽ tăng trưởng lần lượt 23% và 10% YoY dựa vào sự đóng góp của cơ điện công trình, phát triển bất động sản, và lợi nhuận đóng góp tăng lên của nhóm doanh nghiệp điện và nước. Ngoài ra, mặc dù tạm thời sẽ không có đóng góp từ e.town EW, dòng tiền hoạt động của mảng cho thuê văn phòng sẽ không bị ảnh hưởng đáng kể. EPS năm 2017 dự phóng đạt 3.791 đồng, giảm nhẹ so với dự phóng trước do lợi nhuận đóng góp của PPC giảm.

Mặc dù là cổ phiếu vốn hóa lớn trên sàn niêm yết, định giá tương đối của REE luôn thấp hơn các bluechip khác do lo ngại về vấn đề tỷ giá của PPC. Sau khi PPC trả nợ trước hạn, rủi ro này xem như được loại bỏ. Vì

vậy, với những triển vọng tăng trưởng dài hạn khá tích cực, chúng tôi cho rằng đã đến lúc cần chấp nhận REE với mức định giá hợp lý hơn. Ngoại trừ hoạt động cơ điện công trình phụ thuộc khá lớn vào thị trường BĐS, các mảng kinh doanh khác như điện, nước, văn phòng cho thuê, và điện lạnh được xem là khá ổn định. Theo đó, cho tôi sử dụng mức PE là 9.x lần đối với cổ phiếu REE. Giá trị hợp lý tương ứng là 32.800 đồng/cp và khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho mục tiêu đầu tư **Dài hạn**.

Bảng 2: Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	2015	2016	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	2.643,4	3.659,4	4.506,3	4.507,4
% tăng trưởng	0,5%	38,4%	23,1%	0,0%
Lợi nhuận sau thuế	853,1	1.067,6	1.175,4	1.309,2
% tăng trưởng	-19,7%	25,1%	10,1%	11,4%
Tỷ suất LNST (%)	32,3%	29,2%	26,1%	29,0%
ROA (%)	9,5%	10,2%	9,6%	9,6%
ROE (%)	13,9%	15,8%	15,7%	15,9%
EPS (VND)	2.757	3.526	3.791	4.222
Giá trị sổ sách (VND)	23.494	23.080	25.252	27.853
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	1.600	1.600	1.600
P/E (x)	9,3	6,8	6,8	6,1
P/BV (x)	0,9	0,9	1,0	0,8

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**