

# BÁO CÁO CẬP NHẬT- CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH (REE-HSX)

## Báo cáo cập nhật 12/12/2016

Khuyến nghị	MUA TRUNG HẠN
Giá mục tiêu (VND)	30.000
Tiềm năng tăng giá	38%
Cổ tức (VND)	1.200
Lợi suất cổ tức	5,5%

### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



### Thông tin cổ phiếu, ngày 12/12/2016

Giá hiện tại (VND)	21.700
Số lượng CP niêm yết	310.058.581
Vốn điều lệ (tỷ VND)	2.696,16
Vốn hóa TT(tỷ VND)	6.697
Khoảng giá 52 tuần (VND)	19.300-22.600
% sở hữu nước ngoài	48,96%
% giới hạn sở hữu NN	49%

### Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	3.980	4.002	3.170
BVPS (vnd)	19.708	21.965	23.494
Cổ tức (vnd)	1.600	1.600	1.600
ROA (%)	14,0%	12,6%	8,9%
ROE (%)	18,8%	18,0%	13,5%

### Hoạt động chính

REE hoạt động trong các lĩnh vực dịch vụ cơ điện công trình (M&E), sản xuất, lắp ráp và kinh doanh hệ thống điều hòa không khí, quản lý BĐS, và đầu tư chiến lược ngành cơ sở hạ tầng. Nhóm công ty REE bao gồm: REE M&E là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại VN; Công ty Điện máy REE kinh doanh hệ thống điều hòa không khí Reetech; Công ty REE Real Estate là nhà quản lý các cao ốc văn phòng cho thuê bởi REE; Công ty REE Land hoạt động trong lĩnh vực nhất triển các dự án BĐS

**2016 là đáy chu kỳ kinh doanh – sự cải thiện từ mảng điện nước và mảng bất động sản ảnh hưởng tích cực tới triển vọng kinh doanh từ 2017. M&A thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh củng cố vị thế của REE trong ngành**

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đôi với cổ phiếu của Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) với mức định giá 30.000 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~38% so với 21.700 đồng/cp ngày 12/12/2016 trên cơ sở:**

- Hoạt động kinh doanh của PPC và mảng điện nước đã ở điểm trũng của chu kỳ và sẽ được cải thiện từ cuối 2016 đóng góp tích cực vào hoạt động của REE.
- Loại trừ mảng điện nước, các mảng khác của REE đã gần đạt kế hoạch kinh doanh năm chỉ sau 3 quý hoạt động.
- Dự án tòa nhà Etown Central sẽ giúp mảng bất động sản tăng trưởng gần 30% từ năm 2018.
- Hoạt động cơ điện dịch vụ công trình (REE M&E) tiếp tục giữ vị trí vượt trội trong ngành với giá trị lớn các hợp đồng được ký. Các dự án lớn vừa được ký kết sẽ đảm bảo công việc và doanh thu cho REE trong 3 năm tới.
- Hoạt động xuất khẩu các sản phẩm Reetech bắt đầu mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận cho REE.
- Việc M&A VSH sẽ giúp tăng cường vị thế của REE trong ngành và thúc đẩy tăng trưởng
- Nhờ đạt kết quả kinh doanh bám sát kế hoạch: REE tiếp tục duy trì tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt cao. Các khoản đầu tư tài chính của REE hiện đang có hiệu quả chưa cao và có khả năng cải thiện mạnh trong tương lai.

### ■ M&A thành công VSH là một bước đệm vững chắc củng cố vị trí của REE trong ngành

REE xác nhận đã mua 19,2% cổ phần của VSH (39,7 triệu cổ phiếu) từ SCIC với giá bình quân 16.100 đ/ cổ phiếu, như vậy tổng số tiền REE bỏ ra cho thương vụ này là 639 tỷ đ. Trong quá khứ, REE cũng đã mua 2,97 triệu cổ phiếu từ VSH trong đợt bán cổ phiếu quỹ do đó số cổ phiếu REE nắm giữ tại VSH theo các công bố trên là 42,67 triệu cổ phiếu (chưa kể khả năng REE mua ở những đối tác khác, khớp lệnh) ~ 20,7% cổ phiếu của VSH, qua đó REE sẽ có thể đưa VSH trở thành công ty liên kết từ năm 2017. REE hiện có khoảng 1352 tỷ tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (ngoài chứng khoán) nên REE có khả năng tự tài trợ hầu hết cho giao dịch M&A trên.

Với việc M&A VSH, REE đã nâng tổng công suất của các công ty của mình lên khoảng 3060 MW, chiếm 9% công suất ngành điện.

VSH là công ty thủy điện lớn nhất miền Trung với 2 nhà máy hiện cung cấp khoảng 700 triệu Kwh/năm. Là một nhà máy chi phí thấp, giá bán điện trung bình (gồm cả phần bán điện theo hợp đồng PPA và phần bán điện cạnh tranh chiếm khoảng 20% sản lượng đầu ra) của VSH vào khoảng 700-730 đ/kwh và VSH có rất nhiều lợi thế khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh (giá bình quân EVN mua điện trên thị trường này là trên 1000 đ/kwh). Trong tương lai, khi EVN tự do hóa hoàn toàn ngành điện thì VSH sẽ là một trong những nhà máy được hưởng lợi nhiều nhất. Với triển vọng chu kỳ El Nino lớn nhất lịch sử đã chấm dứt, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của VSH sẽ hồi phục về mức trung bình trong những năm qua là 700 tr. kWh trong năm 2017 và VSH sẽ đạt EPS ~ 1500 đ/ cổ phiếu. Như vậy, với việc sở hữu 20% VSH REE có thể ghi nhận thêm 64 tỷ vào lợi nhuận của mình trong năm 2017 (chưa trừ chi phí vốn) với suất đầu tư vốn là 9,2% (cao hơn lãi suất khoảng 6,5% cho gửi ngân hàng hiện nay).

Hiện VSH đã triển khai trở lại dự án Thượng Kontum từ 25.5.2016 với nhà thầu mới là C47 và Robbin (Mỹ) với kỳ vọng đi vào hoạt động từ tháng 6/2019. Dự án này có vốn đầu tư dự tính 7100 tỷ cho 220 MW ~ 32 tỷ đ/ MW, sản lượng điện bình quân là 1094 tỷ kwh, dự án này qua đó sẽ giúp VSH tăng công suất phát điện lên 256% so với mức hiện tại. Chi phí xây dựng dở dang của VSH (chủ yếu là dự án Thượng Kontum) hiện là gần 2600 tỷ. Một rủi ro với dự án là vụ kiện giữa VSH với nhà thầu Trung Quốc liên quan tới việc xây dựng dự án này trong quá khứ và do nguyên nhân này, VSH đã phải điều chỉnh vốn đầu tư dự

án từ 5740 tỷ lên 7104 tỷ do thay đổi biện pháp thi công. Chúng tôi cho rằng việc chậm trễ đã gây thiệt hại nhất định tới VSH nhưng nhìn chung triển vọng đóng góp của dự án đối với VSH vẫn tích cực nhờ được triển khai ở thời kỳ mặt bằng lãi suất thấp cũng như khả năng tính các chi phí trên vào giá bán điện theo hợp đồng PPA và dự án có thể đóng góp cho VSH NPV ~ 750 tỷ đồng tương đương đóng góp 3.640 đ vào giá trị sổ sách hiện tại (13.480 đ/cổ phiếu). Nhà đầu tư cần lưu ý là hiệu quả kinh doanh hiện tại của VSH bị ảnh hưởng khá lớn từ chi phí dở dang (không sinh lợi nhuận của dự án Thượng Kontum) nên khi dự án này đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng các chỉ tiêu về hiệu quả kinh doanh sẽ nhanh chóng được cải thiện.

■ **Kết quả kinh doanh 9 tháng đi xuống chủ yếu do ảnh hưởng tiêu cực nhưng kết quả quý III/2016 đã đi lên**

Trong 9 tháng đầu năm 2016, REE đạt doanh thu 2361 tỷ, tăng 19% so với cùng kỳ năm ngoái và lợi nhuận gộp 747 tỷ, tăng 17%. Tỷ suất lợi nhuận gộp 31,6%, khá ổn định so với mức 32% của cùng kỳ năm trước.

Tuy nhiên, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh chỉ đạt 662 tỷ, giảm 60 tỷ chủ yếu do khoản lỗ từ công ty liên doanh liên kết lên tới 385 tỷ, so với - 9 tỷ của cùng kỳ năm ngoái (giảm sâu 376 tỷ). Đóng góp chính cho khoản lỗ này là khoản lỗ ghi nhận tại PPC do trong 3 quý đầu năm, PPC công bố lỗ thuần là 348 tỷ đ. REE hiện nắm giữ 23,54% PPC và do đó đã phải ghi nhận lỗ 82 tỷ vào hoạt động của mình. LNST sau 9 tháng của REE chỉ giảm nhẹ 13% so với cùng kỳ, đạt 535 tỷ, lãi cơ bản 9 tháng trên mỗi cổ phiếu đạt 1652 đ.

Tuy vậy, nếu chỉ tính riêng quý III/2016 thì LNST của công ty mẹ đạt 246 tỷ đ, tăng 37,7 tỷ đ tương ứng 18% so với cùng kỳ 2015 do sự đóng góp tích cực từ các công ty thủy điện khi mùa mưa đến kết hợp với hiện tượng La Nina trở lại (đóng góp của công ty liên kết tăng 30,6 tỷ đ). Trong quý III/2016, REE cũng đã bán một số tài sản để ghi nhận lãi tài chính vượt trội, 81 tỷ so với 31 tỷ của cùng kỳ năm ngoái. Đây là cơ sở để chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của REE sẽ được cải thiện tích cực hơn nữa trong quý IV/2016.

*Hoạt động kinh doanh Q3/2016 so với cùng kỳ năm trước*

Mảng kinh doanh	DT Q3/2016	DTQ3/2015	LN Q32016	LNQ32015
REE M&E	444	315	59	46
Reetech	182	157	13.5	11
Bất động sản	139	123	113	82
Điện & nước	172	57	102	155
Tổng cộng (trước phần chia cho cổ đông không kiểm soát và chi phí khác)	937	654	287	294
LNST mẹ			245	243

■ **Triển vọng khả quan của PPC do đồng Yên mất giá sẽ ảnh hưởng tích cực tới hoạt động của REE trong quý IV/2016**

Trong 9 tháng đầu năm, PPC đã phải ghi nhận lỗ sâu chủ yếu do 2 nguyên nhân 1) doanh thu bán điện giảm do sản lượng giảm 16,5% và giá bán giảm 11% và 2) lỗ tỷ giá ăn mòn lợi nhuận. Do PPC đã không ký được hợp đồng mua bán điện mới trong nửa đầu năm 2016, công ty đã phải bán điện từ nhà máy PL1 với giá điện cạnh tranh thấp hơn khoảng 25% so với hợp đồng mua bán điện. Đến quý III/2016, mặc dù PPC đã ký lại được hợp đồng cho nhà máy PL1 với giá thấp hơn khoảng 1,4% so với cùng kỳ, sản lượng điện của cả 2 nhà máy suy giảm mạnh do quý III/2016 là quý lượng mưa tại miền Bắc tăng cao do ảnh hưởng kép của mùa mưa và sự kết thúc của chu kỳ El Nino. Do giá bán thấp trong khi chi phí nhân công và bảo dưỡng tăng nên tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 9,6% còn 3,3%.

Ngoài ra, PPC đã ghi nhận chi phí tài chính 772 tỷ trong 9 tháng đầu năm, trong đó chi phí

lãi vay chỉ ~ 98 tỷ còn lại là lỗ tỷ giá do trong 9 tháng đầu năm, tỷ giá đồng Yên đã tăng 18% trong khi đó PPC hiện vẫn còn 21,4 tỷ vay nợ bằng đồng Yên. Loại trừ khoản lỗ tỷ giá trên, lợi nhuận của PPC vẫn đạt ~ 330 tỷ từ hoạt động kinh doanh chính.

Riêng trong quý III/2016, PPC đạt lợi nhuận trước thuế là 1 tỷ trong đó công ty đã ghi nhận khoản lỗ tỷ giá là ~68 tỷ, như vậy lợi nhuận trước trích tỷ giá là ~ 69 tỷ đ do công ty đã ghi nhận được giá bán điện theo hợp đồng mới.

Với việc tỷ giá đồng Yên đã suy giảm mạnh từ mức 220 VND = 1 JPY (30.9.2016) xuống còn 196 VND như hiện nay (9/12/2016), dự tính PPC sẽ ghi nhận được lãi tỷ giá cho quý IV/2016 ~ 513 tỷ đ. Như vậy, khoản đóng góp cho REE từ lợi nhuận quý IV/2016 của PPC có thể đạt 137 tỷ nếu áp dụng các điều kiện tương đương quý III/2016. Tuy vậy, đồng Yên Nhật có biến động lớn nên các ước tính trên của chúng tôi chỉ áp dụng cho trường hợp đồng Yên duy trì ở mặt bằng hiện tại.

■ **Triển vọng doanh nghiệp nhiệt điện, thủy điện trong năm 2017**

Cho năm 2017, chúng tôi kỳ vọng hoạt động của PPC sẽ trở nên tích cực nếu đồng Yên không tiếp tục tăng giá. Nếu loại trừ lãi lỗ tỷ giá, với sự áp dụng giá điện theo hợp đồng mới cho toàn bộ năm 2017 và sự đóng góp tích cực từ nhiệt điện Hải Phòng, PPC có khả năng đạt LNST khoảng 600 tỷ đ, qua đó đóng góp khoảng 140 tỷ đ cho hoạt động kinh doanh của REE.

Chúng tôi cũng kỳ vọng tình hình thủy văn sẽ tương đối thuận lợi khi hiện tượng El Nino chấm dứt và hiện tượng La Nina là hình thái chủ yếu trong 2 năm tới. Hiện REE đang nắm các công ty thủy điện lớn như Thác Bà (60%), thủy điện Thác Mơ (giá trị đầu tư 1070 tỷ ~ 42,63%), Sông Ba Hạ (368 tỷ ~ 25%) và VSH (20,7%).

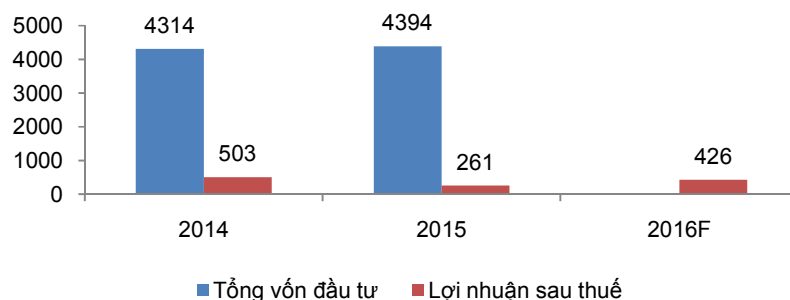
■ **Hoạt động kinh doanh Điện nước đang có hiệu quả kinh doanh tương đối thấp và kỳ vọng sẽ cải thiện mạnh khi các nhà máy nước đi vào hoạt động**

Lĩnh vực nước sạch, REE đang sở hữu 3 nhà máy phát nước với công suất sở hữu 375.000m3/ngày đêm. Công suất này sẽ tăng lên gấp đôi vào năm 2025 theo quy hoạch cấp nước của TP. Hồ Chí Minh. Bên cạnh việc sở hữu nhà máy phát nước, REE cũng sở hữu một tỷ lệ đáng kể ở các công ty phân phối nước sạch tại TP. Hồ Chí Minh như: Thủ Đức, Nhà Bè, Gia Định và mới đây REE đã mua thêm công ty điện Trà Vinh. Mục tiêu lâu dài của REE là tiếp tục mở rộng danh mục đầu tư nguồn và phân phối nước.

Từ cuối năm 2015, máy nước Thủ Đức III đi vào hoạt động, bổ sung thêm 150.000m3/ngày vào công suất sản xuất nước sạch trong năm 2016, tương đương 50% công suất thiết kế. Nhà máy này dự tính sẽ hoạt động hết công suất trong năm 2017. Bên cạnh đó, nhà máy nước Tân Hiệp II đang được xây dựng để chuẩn bị phát nước thương mại trong năm 2017. **Đây là những nhà máy nước chính của thành phố có khả năng tăng công suất gấp đôi, sẵn sàng đáp ứng nhu cầu sử dụng nước tăng cao trong tương lai.**

Hoạt động kinh doanh điện và nước ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế là 261 tỷ đồng trong năm 2015, giảm 48,1% so với kết quả đạt được năm 2014. Cho 9 tháng đầu năm 2016, REE ghi nhận 88,7 tỷ lợi nhuận từ mảng điện- nhiên liệu, 13 tỷ từ mảng nước và tổng cộng là 102 tỷ trên tổng vốn đầu tư là 4.853 tỷ. Với tỷ suất lợi nhuận trên tài sản ở mức rất thấp hiện nay chủ yếu do ảnh hưởng khoản lỗ tỷ giá của PPC, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của REE sẽ được cải thiện mạnh trong những năm tới. Theo thống kê của chúng tôi, các công ty nhiệt điện như PPC thông thường có ROA ~ 5%, các công ty thủy điện như TMP hay TBC là 14% - 15% và các công ty cấp nước như TDW hay CLW có ROA là 7%. Như vậy, chỉ với việc có thể cải thiện ROA lên mức trung bình khoảng 7% thì lợi nhuận thực tế mà REE có thể thu được từ các khoản đầu tư vào điện nước cũng lên tới 340 tỷ đ/năm so với mức 102 tỷ trong 9 tháng/2016 hiện nay và 261 tỷ trong năm 2015.

Tổng vốn đầu tư và lợi nhuận sau thuế mảng điện nước của REE: (Đơn vị tỷ đồng)



- **Hoạt động cơ điện dịch vụ công trình (REE M&E) tiếp tục giữ vị trí vượt trội trong ngành với giá trị lớn các hợp đồng được ký.**

REE M&E là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại Việt Nam với kinh nghiệm thi công M&E trong các lĩnh vực cơ sở hạ tầng, thương mại và công nghiệp. Năm 2015, doanh thu mảng này đạt 1.302 tỷ đồng giảm 8,8% so với năm 2014. Doanh thu hoạt động M&E giảm do các dự án đã triển khai trong thời gian qua chưa được hạch toán doanh thu và một số dự án mới ký hợp đồng chỉ mới bắt đầu được khởi động. Hiện nay, backlog của REE đối với mảng M&E là khoảng 5500 tỷ đ, nghĩa là mảng này đã ký đủ hợp đồng cho 2- 3 năm tới.

Trong 9 tháng đầu năm, REE đạt doanh thu 444 tỷ và KQKD 59 tỷ từ mảng cung cấp lắp đặt, tương đương 31.9% kế hoạch.

*Kế hoạch cho mảng M&A của REE trong năm 2016*

	2014	2015	2016F
Tổng giá trị hợp đồng ký mới	2550	2249	1600
Doanh thu	1427	1302	1500
Lợi nhuận sau thuế	179	205	185

- **Hoạt động xuất khẩu các sản phẩm Reetech bắt đầu mang lại lợi nhuận**

Doanh thu kinh doanh sản phẩm điện máy Reetech đạt 578 tỷ đồng giảm 0,9% so với năm 2014. Tuy nhiên, về hoạt động xuất khẩu Reetech hiện có nhiều đơn hàng xuất khẩu đã được kí kết hứa hẹn sẽ mang lại nguồn doanh thu trong năm 2016. Cho 9 tháng đầu năm 2016, REE ghi nhận doanh thu 182 tỷ và KQKD 13,5 tỷ cho mảng sản xuất thương mại điện lạnh như vậy mảng này mới đạt 39% tiến độ ghi nhận lợi nhuận.

*Kế hoạch cho mảng Reetech của REE trong năm 2016*

	2014	2015	2016F
Số lượng máy lạnh tiêu thụ (Bộ)	30.462	32.908	39.000
Doanh thu (Tỷ VND)	583	578	600
LNST (Tỷ VND)	30	34	35

Năm 2015, Reetech cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận ròng mảng kinh doanh điện máy từ 5,14% lên 5,88%. Sang năm 2016, REE tiếp tục kỳ vọng giữ vững mức tỷ suất lợi nhuận 5,83% khi đạt kế hoạch doanh thu 600 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 35 tỷ đồng.

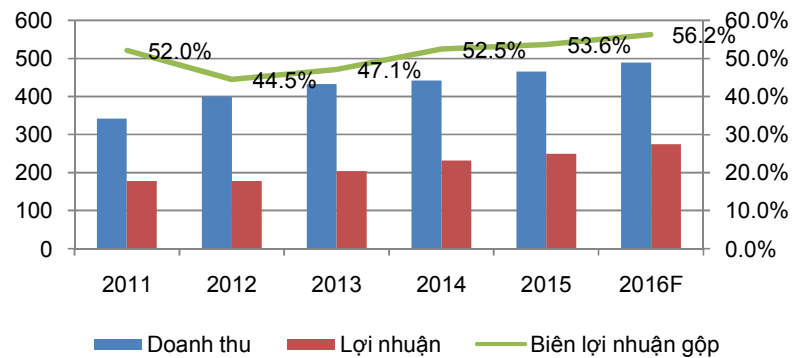
Theo chia sẻ từ REE, thị trường Cuba được Reetech tiếp cận năm 2015, đây là thị trường mới, giá trị xuất khẩu trên 2 triệu USD và tiềm năng có thể xuất khẩu 5 triệu USD trong năm 2016. Ngoài ra REE cũng đang quan tâm tới thị trường Myanmar.

- **Dự án tòa nhà Etown Central sẽ giúp mảng bất động sản tăng trưởng gần 30% trong giai đoạn 2016-2018.**

Dự án mới tại địa chỉ 11 Đoàn Văn Bơ có quy mô sàn xây dựng 67.700m<sup>2</sup>, trong đó 34.000m<sup>2</sup> sàn văn phòng cho thuê và 16.000m<sup>2</sup> tầng hầm để xe được khởi công trong quý 2/2015, dự kiến sẽ hoàn thành cuối năm 2017 và chính thức đưa vào cho thuê đầu năm 2018. REE cũng sẽ tiếp tục tìm kiếm dự án mới để bổ sung trong 5 năm tới đây với diện tích cho thuê 100.000m<sup>2</sup> là mục tiêu đang được triển khai. Bên cạnh đó, Công ty sẽ mở rộng diện tích từ 30.000m<sup>2</sup> đến 50.000m<sup>2</sup> sàn xây dựng tại khu E.town Cộng Hòa.

Mảng BĐS, kế hoạch năm 2016 lãi 340 tỷ đồng, giảm nhẹ so với kết quả năm trước. Tuy nhiên, đến năm 2018 sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ tòa nhà tại dự án Etown Central 11 Đoàn Văn Bơ nên doanh thu kỳ vọng sẽ tăng mạnh gần 30% đạt 1.026 tỷ đồng.

Chỉ tiêu m&ng kinh doanh Bất Động Sản của REE: (Đơn vị tính tỷ đồng)



■ **Nhờ đạt kết quả kinh doanh bám sát kế hoạch: REE tiếp tục duy trì tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt cao.**

Cho năm 2015, REE đã chia cổ tức 2015 tỷ lệ 25%, gồm 10% bằng tiền và 15% bằng cổ phiếu. Cho năm 2016, REE kỳ vọng sẽ tiếp tục trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 12%, tương đương tỷ lệ cổ tức/thị giá là 5,5%.

■ **REE tiếp tục chiến lược M&A trong ngành điện nước với cái nhìn dài hạn**

Trong năm 2016, REE đã tận dụng cơ hội giá cổ phiếu PPC ở mức thấp để gia tăng sở hữu tại PPC lên 23,54% tương đương vốn đầu tư 1070 tỷ và tại TMP lên 42,63% tương đương 445 tỷ. REE cũng mua thêm công ty cấp nước Gia Định (28 tỷ, 20%), CTCP thủy điện Bình Điền (57 tỷ, 24%), nhưng đã thoái phần vốn của mình tại thủy điện Sông Ông. Mặc dù các khoản đầu tư cũ của REE suy giảm về tổng giá trị, từ 3411 tỷ còn 3184 tỷ (chưa kể khoản đầu tư mới vào VSH) do một số công ty làm ăn chưa hiệu quả (PPC), việc REE gia tăng sở hữu sẽ giúp REE có thể thu được kết quả khả quan về lâu dài. Hiện rất nhiều tài sản của REE hoạt động chưa hiệu quả do lỗi tài chính (PPC) do gặp khó khăn của ngành (ngành than gồm NBC, TDN) hay do đang trong giai đoạn đầu chưa sinh lời (Thủy điện Srok Phu Mieng, BOO nước Thủ Đức) tuy nhiên chúng tôi nhận thấy các công ty con và liên kết của REE đang có rất nhiều dấu hiệu tích cực từ việc La Nina giúp nâng cao hiệu quả hoạt động (thủy điện), tỷ giá (PPC), giá than tăng trở lại... Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của REE đã chạm đáy từ Quý II và Quý III năm 2016 và hiện có nhiều tiềm năng tăng trưởng cho quý IV/2016 và năm 2017.

Công ty	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề KD
CTCP Vĩnh Sơn Sông Hinh (ước)	680	20.7	Thủy điện
CTCP Nhiệt Điện Phả Lại	1070	23.54	Nhiệt điện
CTCP Thủy điện Thác Mơ	445	42,63	Thủy điện
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	368	25	Thủy điện
CTCP BOO Nước Thủ Đức	296	42,1	Cung cấp nước
CTCP hạ tầng và BĐS Việt Nam	173	46.37	BĐS
CTCP Thủy điện Srok Phu Mieng	175	34.3	Thủy điện
CTCP Than Núi Béo	95,8	23.81	Khai thác than
CTCP Than Đèo Nai	75,7	24	Khai thác than
CTCP Cấp nước Thủ Đức	62,5	42,1	Cung cấp nước
CTCP Nhiệt Điện Ninh Bình	78	29.44	Nhiệt điện
CTCP Địa Ốc Sài Gòn	65.5	28.87	BĐS

CTCP đầu tư nước Tân Hiệp	77	32	Cung cấp nước
CTCP ĐT & KD nước sạch SG	51	40	Cung cấp nước
CTCP Cơ điện Đoàn Nhất	24	35	Cơ điện
CTCP Cấp nước Trung An	24	29	Cung cấp nước
<b>Tổng cộng</b>	<b>3864</b>		

■ **Đánh giá kết quả kinh doanh năm 2016**

Tính tới quý III/2016, phần lớn các mảng hoạt động của REE đạt tiến độ về lợi nhuận, tuy nhiên REE bị ảnh hưởng lớn từ khoản lỗ do đầu tư vào PPC. Tuy nhiên, với việc PPC khả năng sẽ có lợi nhuận tăng cao trong quý IV/2016 (ở mặt bằng tỷ giá đồng Yên hiện tại) và hiện tượng La Nina cũng như việc quý IV là quý các công ty than có hiệu quả hoạt động cao, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của REE sẽ được cải thiện mạnh trong quý IV/2016.

*Kế hoạch kinh doanh năm 2016 đối với từng mảng hoạt động (Đơn vị tính tỷ đồng)*

Mảng kinh doanh	Doanh thu	Lợi nhuận
REE M&E	1500	185
Reetech	600	35
Bất động sản	533	275
Điện & nước	300	426
<b>Tổng cộng</b>	<b>2933</b>	<b>921</b>

Năm 2016, REE đạt kế hoạch doanh thu hợp nhất đạt 2.933 tỷ đồng, tăng gần 11% so với thực hiện năm 2015, lợi nhuận ước đạt 921 tỷ đồng, tăng gần 23%. Tính đến quý III/2016, chúng tôi nhận thấy các mảng M&E đã đạt 93% kế hoạch lợi nhuận, mảng Reetech 94%, mảng 99%, mảng điện nước 67%. Dựa trên cơ sở kết quả kinh doanh đã đạt được trên 3 quý và ước tính quý IV/2016 dựa trên sự phục hồi của PPC và các công ty thủy điện, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2016.

*Kết quả kinh doanh theo bộ phận quý III/2016*

Mảng kinh doanh	DT Q3/2016	DTQ3/2015	LN Q32016	LNQ32015
REE M&E	444	315	59	46
Reetech	182	157	13.5	11
Bất động sản	139	123	113	82
Điện & nước	172	57	102	155
Kết quả kinh doanh (trước chia cho cổ đông không kiểm soát và chi phí khác)	937	654	287	294
LNST mẹ			245	243

■ **Định giá**

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của REE sẽ được cải thiện mạnh cùng với sự phục hồi của các công ty con, triển vọng từ các công ty ngành nước và đưa các dự án cho thuê văn phòng đi vào hoạt động từ cuối năm 2017. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu REE trong trung hạn với giá mục tiêu 30.000 đ/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá 34% so với

mức giá hiện tại. Ở mức giá này, REE giao dịch ở mức P/E 2017 dự kiến là 9x lần, vẫn là một mức hấp dẫn so với một cổ phiếu blue chip có hoạt động kinh doanh an toàn và còn nhiều tiềm năng cải thiện về hoạt động kinh doanh như REE.

■ **Rủi ro**

Hoạt động kinh doanh của REE bị ảnh hưởng nhiều bởi khoản đầu tư lớn vào PPC trong khi đó hoạt động kinh doanh của PPC bị ảnh hưởng mạnh bởi khoản vay đồng Yên. Trên thực tế hoạt động cốt lõi của PPC khá ổn định với định giá P/E là 10 lần nhưng những biến động về tỷ giá khiến cho lợi nhuận này có xu hướng biến động mạnh theo đã tăng/giảm giá của đồng yên Nhật.





Liên hệ trung tâm nghiên cứu \_Chiến Lược Thị Trường

Nguyễn Việt Đức

[Duc.nguyenviet@mbs.com.vn](mailto:Duc.nguyenviet@mbs.com.vn)

Trần Hoàng Sơn

[Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto: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; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

#### 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](http://www.mbs.com.vn)

**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.