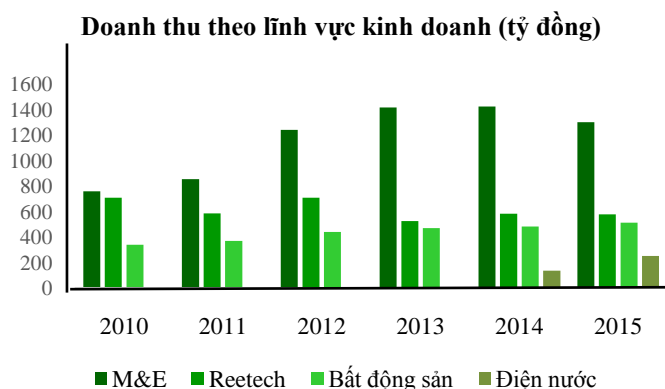


BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 27 tháng 06 năm 2016

KQKD 2015

Năm 2015, REE ghi nhận KQKD không tích cực với 2.643 tỷ đồng doanh thu thuần (+0,5% yoy) và 888 tỷ đồng LNST (-19,1% yoy). Nguyên nhân chính khiến KQKD của REE sụt giảm là do (1) ảnh hưởng lỗ tỷ giá từ khoản đầu tư vào công ty liên kết Nhiệt điện Phả Lại và (2) hiện tượng El Nino gây nên tình trạng hạn hán kéo dài, ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng các nhà máy thủy điện mà REE đầu tư. Mảng kinh doanh cốt lõi như M&E, bán điều hòa và cho thuê văn phòng ghi nhận trong năm 2015 vẫn ổn định, trong đó, mảng M&E vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất (49,3%).



Nguồn: REE, VCBS

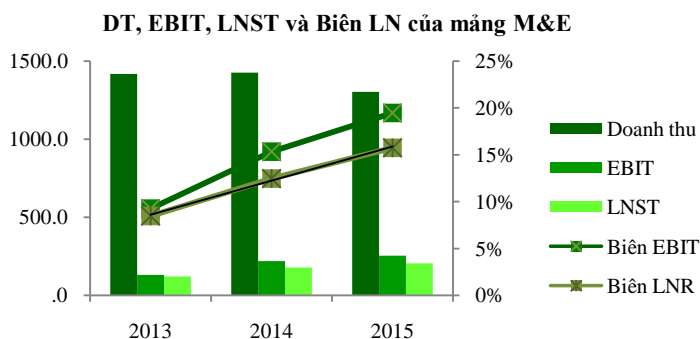
- **Mảng M&E:** Năm 2015, REE ghi nhận 1.303 tỷ doanh thu từ mảng M&E (-8,7% yoy). Một số dự án lớn mà REE thực hiện trong năm 2015 như cung cấp, lắp đặt hệ thống cơ điện cho công trình Ngôi nhà Đức (với diện tích sàn cho thuê 28.000 m²), nhà máy ACE Sanofi, khách sạn Khatoco Liberty Nha Trang, SoraGarden 1, nhà Ga T2 sân bay Nội Bài, dự án mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất. Biên LN hoạt động của mảng M&E năm 2015 cải thiện tốt từ 15,3% lên 19,5%. Giá trị các hợp đồng ký mới trong năm 2015 khoảng 2.249 tỷ đồng.

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Trang

tttrang_hcm@vcbs.com.vn

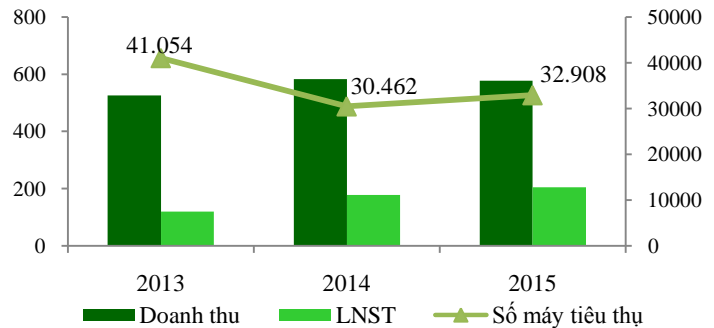
+84-8 38 205 510 (Ext: 641)



Nguồn: REE, VCBS

- **Mảng Reetech:** doanh thu mảng Reetech có phần sụt giảm nhẹ so với năm 2014 (-0,9% yoy) đạt 577,8 tỷ dù số máy lạnh tiêu thụ tăng 8% lên 32.908 cái. Mặc dù vậy, LNST vẫn tăng 13,3% so với năm 2014, đạt 34 tỷ đồng. Do cạnh tranh gay gắt với các thương hiệu ngoại nhập nên doanh số bán lẻ máy lạnh hai năm qua chưa thể tăng trưởng mạnh. REE chủ yếu đẩy mạnh phân phối cho công trình và cải tiến sản phẩm để cải thiện biên lợi nhuận.

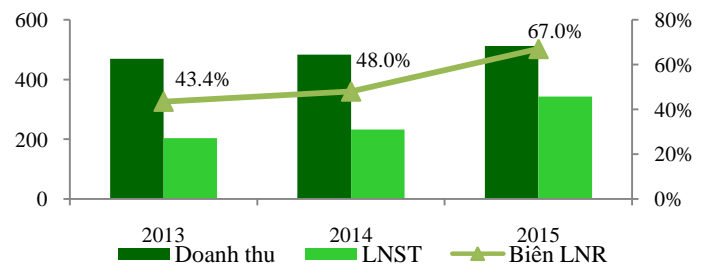
Doanh thu, LNST và số lượng máy tiêu thụ của Reetech



Nguồn: REE, VCBS

- **Bất động sản:** năm 2015, mảng kinh doanh bất động sản của REE ghi nhận doanh thu tăng nhẹ 6% so với năm 2014, đạt 512 tỷ đồng. Doanh thu mảng bất động sản của REE đến từ hai phần chính: (1) mảng cho thuê văn phòng. Chúng tôi đánh giá mảng bất động sản của REE không còn nhiều dư địa tăng trưởng cao với quy mô hiện nay do giá thuê không tăng và các tòa nhà gần như đã lấp đầy công suất (98%). (2) Doanh thu hợp nhất với CTCP Hạ tầng và Bất động sản Việt Nam (VIID). Hiện 6 tháng đầu năm 2016 VIID chưa phát sinh doanh thu và lợi nhuận, sẽ được ghi nhận vào 6 tháng cuối năm.

Doanh thu, LNST và biên LNR của mảng BDS



Nguồn: REE, VCBS

- **Điện nước:** trong năm 2015, REE ghi nhận lỗ từ các công ty LDLK và đây cũng là lý do chính khiến doanh thu và lợi nhuận của REE sụt giảm. Tổng công suất điện REE sở hữu đến cuối năm 2015 đạt 593MW, tăng nhẹ so với mức 585 MW trong năm 2014. Tình trạng hạn hán kéo dài và ảnh hưởng từ lỗ tỷ giá đã khiến lợi nhuận từ khoản đầu tư vào các công ty này sụt giảm. Trong đó, lãi từ Nhiệt điện Phả Lại chỉ đạt 93 tỷ (bao gồm cổ tức), so với 225 tỷ năm 2014 (-58,7% yoy). Các khoản đầu tư vào điện khác của REE cũng ghi nhận kết quả kém tích cực như Thác Mơ: 81 tỷ lợi nhuận (-11% yoy), Srok Phu Miêng: 7,2 tỷ (-60% yoy). Thủy điện Thác Bà từ

năm 2015 tăng tỷ lệ sở hữu chuyển sang ghi nhận hợp nhất nên không so sánh chính xác (nhưng báo cáo riêng về TBC lợi nhuận 2015 chỉ đạt 115 tỷ, giảm 17%).

Ngược lại, lĩnh vực nước sạch của REE lại ghi nhận kết quả khả quan với đóng góp lớn đến từ nhà máy nước BOO Thủ Đức (40,3 tỷ) và công ty cấp nước Thủ Đức (12,3 tỷ). Hiện REE đang sở hữu 3 nhà máy phát nước với công suất 300.000 m³/ngày đêm gồm nhà máy nước BOO Thủ Đức, nhà máy nước Thủ Đức III hiện đang chạy giai đoạn 1 với công suất 150.000 m³/ ngày đêm, cuối năm sẽ chạy tiếp giai đoạn 2, dự kiến năm sau sẽ mang lại lợi nhuận và nhà máy nước Tân Hiệp dự định sẽ chạy vào Q2.2017 và mang lại lợi nhuận vào 2018. Hai nhà máy BOO Thủ Đức và Thủ Đức III sẽ có cơ hội nâng công suất lên gấp đôi (600.000 m³/ngày đêm) theo quy hoạch cấp nước của TP.HCM. Ngoài ra, REE hiện cũng đang sở hữu một số nhà máy phân phối nước gồm Cấp nước Thủ Đức (43%), Trung An (29%), Gia Định (20%) và Nhà Bè (10%).

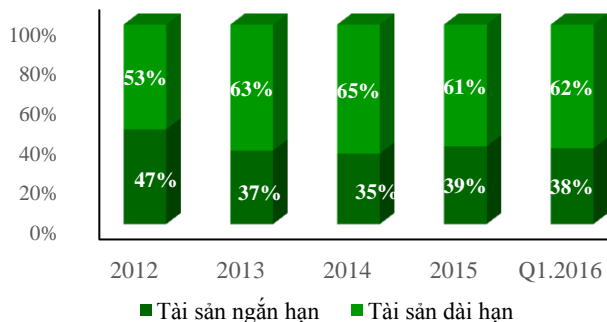
Kết thúc năm 2015, REE ghi nhận LNST đạt 888 tỷ đồng (-19,1% yoy, hoàn thành 91% kế hoạch đề ra). Ngoài ra, REE còn có khoản lợi nhuận chưa phân phối 2.349 tỷ đồng. REE đã tiến hành chia cổ tức 25% cho năm 2015, gồm 10% bằng tiền với tổng số tiền chi trả cổ tức vào khoảng 269,6 tỷ đồng và 15% bằng cổ phiếu với số lượng cổ phiếu phát hành thêm khoảng 40.4 triệu cổ phiếu.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Trong Q1.2016, tài sản ngắn hạn của REE giảm 5% so với thời điểm cuối năm 2015, đạt 3.546 tỷ đồng do tiền và tương đương tiền giảm 17,4% ytd còn 1.173 tỷ đồng, các khoản phải thu ngắn hạn giảm 8,5% ytd đạt 1.253 tỷ đồng. Ngược lại, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn tăng 21,7% ytd và đạt 464,4 tỷ đồng.

Giai đoạn 2012-2015, tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng cao hơn, trung bình khoảng 55-65% tổng tài sản. Trong năm 2015, tỷ lệ này giảm nhẹ so với năm 2014, đạt 61% TTS do tài sản dài hạn chỉ tăng nhẹ 7,8% yoy. Trong đó, các khoản phải thu dài hạn của REE giảm mạnh 51% do không còn khoản phải thu về cho vay dài hạn 26 tỷ đồng như trong năm 2014. Đồng thời trong năm 2015, REE cũng nâng tỷ lệ sở hữu TMP lên 41,35% từ mức 39,02% năm 2014 và đầu tư thêm 37,5 tỷ vào CTCP Thủy điện Sông Ông.

Cơ cấu tài sản



Nguồn: REE, VCBS

Tại thời điểm cuối năm 2015, tổng nợ vay của REE ở mức 991 tỷ so với mức 710,8 tỷ vào đầu năm dẫn đến tỷ trọng nợ/TTS tăng từ 8,5% trong năm 2014 lên 10,3%. Các khoản lãi vay của REE tăng mạnh trong năm 2015 (+97,5% yoy) lên 73,9 tỷ. Do đó, hệ số thanh toán lãi vay giảm mạnh từ 34,7 xuống còn 15,1. Các hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh giảm nhẹ so với năm 2015. Theo ước tính, trong năm 2015, REE phải trả tổng cộng 834 tỷ tiền nợ vay gốc và 74 tỷ tiền lãi. Như vậy, chúng tôi đánh giá với lượng tiền và tương đương tiền hiện có (khoảng 1.420 tỷ), REE có thể đảm bảo việc thanh toán các khoản nợ của mình.

Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh trong Q1.2016 tăng 47,1% so với cùng kỳ 2015 và đạt 100,8 tỷ đồng, trong khi đó, lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư cũng tăng mạnh lên 77 tỷ so với cùng kỳ 2015 sự gia tăng trong việc chi mua sắm và xây dựng tài sản cố định. Trong khi đó, lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính cũng tăng mạnh lên 270 tỷ đồng so với mức 47,6 tỷ trong Q1.2015 do sự gia tăng trong khoản chi trả nợ gốc vay (434,4 tỷ đồng).

Khả năng thanh toán của REE

Chỉ số	2012	2013	2014	2015
Hệ số thanh toán hiện hành	1.99	1.80	1.91	1.68
Hệ số thanh toán nhanh	1.64	1.38	1.49	1.42
Hệ số thanh toán lãi vay	22.08	20.03	34.74	15.14

Nguồn: REE, VCBS

KQKD Q1.2016

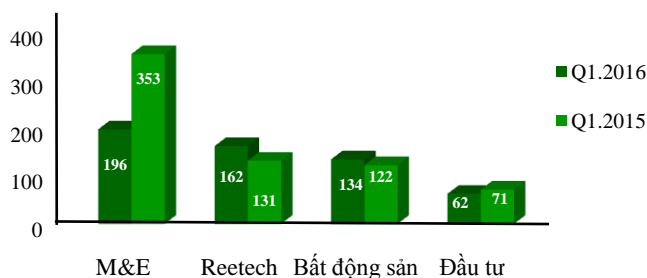
Q1.2016 REE ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan với doanh thu đạt 554,3 tỷ đồng (-18% yoy, hoàn thành 19% kế hoạch năm) và LNST đạt 98,8 tỷ đồng (-32% yoy, hoàn thành 11% kế hoạch năm). Tuy nhiên, giá vốn hàng bán lại giảm với tỷ lệ cao hơn (-35% yoy) giúp cho lợi nhuận gộp tăng 26,3% so với cùng kỳ và đạt 230,6 tỷ.

- Doanh thu mảng M&E trong Q1.2016 giảm mạnh 44% so với cùng kỳ 2015 xuống còn 196 tỷ. Doanh thu M&E trong Q1.2016 của REE tiếp tục đến từ các dự án chủ chốt như Sài Gòn Centern, Viettinbank Tower, và khu phức hợp Trảng An. Tổng giá trị chưa thực hiện đến tháng 5.2016 là khoảng 5.000 tỷ và LNST Q2 ước tính khoảng 70-80 tỷ. Công ty cũng đã ký thêm một số hợp đồng mới như Sai Gon Center giai đoạn II, tòa nhà VTV Hà Nội. Trong 6 tháng cuối năm, công ty ước tính tổng giá trị hợp đồng ký mới của REE vào khoảng 800-1000 tỷ.
- Doanh thu từ mảng điều hòa nhiệt độ Reetech tăng khá 23,7% so với cùng kỳ 2015, đạt 169 tỷ đồng do hiện tượng El Nino gây nên tình trạng nắng nóng kỷ lục và thị trường bất động sản dần hồi phục, nhu cầu mua sắm các thiết bị dân dụng gia tăng.
- Doanh thu từ mảng cho thuê văn phòng tăng gần 10% so với cùng kỳ, đạt 134 tỷ. Tỷ lệ lấp đầy hiện vẫn ở mức cao (khoảng 99%), trong khi đó giá cho thuê vẫn giữ nguyên, dao động khoảng 16-17 USD/m². Do đó chúng tôi đánh giá mảng cho thuê văn phòng hiện không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng cho đến năm 2017 khi tòa cao ốc ở số 4 Đoàn Văn Bơ đi vào hoạt động.
- Tuy nhiên, lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết lại ghi nhận khoản lỗ 114,8 tỷ đồng so với mức lãi 14,2 tỷ trong Q1.2015. Khoản lỗ này chủ yếu đến từ PPC và TMP do ảnh hưởng từ sự tăng giá của đồng Yên Nhật dẫn đến lỗ chênh lệch tỷ giá

và sản lượng điện của nhà máy thủy điện Thác Bà giảm 14,8% so với cùng kỳ xuống còn 79 triệu kWh khiến DT giảm 14% còn 62 tỷ đồng. Q1.2016, công ty nhiệt điện Phả Lại chỗ chênh lệch tỷ giá 261,5 tỷ đồng dẫn đến LN cả quý âm 157 tỷ đồng.

Doanh thu hoạt động tài chính tăng rất mạnh, gần gấp đôi so với cùng kỳ 2015 lên 98,7 tỷ đồng do cổ tức được chia tăng cao cùng với các khoản lãi chênh lệch tỷ giá.

DT theo lĩnh vực kinh doanh của REE (tỷ đồng)



Nguồn: REE, VCBS

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2016

Năm 2016, REE đặt kế hoạch doanh thu tối thiểu đạt 2.933 tỷ đồng (+10,9% mức thực hiện 2015) và LNST đạt 986 tỷ đồng (+11% mức thực hiện 2015). Trong đó:

- **Mảng M&E:** có doanh thu kế hoạch 1.500 tỷ đồng và LNST 185 tỷ đồng với 1.600 tỷ giá trị các hợp đồng ký mới. Hiện tại, REE đã ký kết được một số hợp đồng mới đảm bảo mang lại doanh thu trong tương lai cho công ty như dự án Ngôi nhà Đức TP. HCM - Deutsches Haus tại 33 Lê Duẩn, Quận 1, TP. HCM với giá trị hợp đồng khoảng 300 tỷ, dự kiến hoàn thành vào Q4.2017, dự án tòa nhà VTV Tower, Trảng An Plaza. Chúng tôi đánh giá mảng M&E của REE sẽ vẫn hoạt động ổn định và duy trì tốc độ tăng trưởng khoảng 10%.
- **Đối với mảng điều hòa Reetech,** REE đặt kế hoạch doanh thu và LNST đạt lần lượt 600 và 35 tỷ đồng (tăng nhẹ 3,8% và 2,9% so với mức thực hiện 2015). REE đã bước đầu tiếp cận vào thị trường Cuba vào năm 2015. Đây là thị trường mới, giá trị xuất khẩu vào khoảng 2 triệu USD và công ty cũng đặt kế hoạch giá trị xuất khẩu năm 2016 duy trì như mức của 2015.
- **REE đặt kế hoạch kinh doanh mảng bất động sản với doanh thu đạt 489 tỷ đồng (+5% so với mức thực hiện 2015) và LNST 275 tỷ đồng (+10% so với mức thực hiện 2015).** Năm 2016, đối với mảng bất động sản, REE sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ lấp đầy diện tích sở hữu hơn 100.000m² đang được vận hành khai thác cho thuê. Đồng thời công ty cũng đang triển khai 2 dự án mới đó là (1) văn phòng cho thuê tại 24, Quang Trung và (2) dự án khu đô thị mới ở Quảng Ngãi. Theo chia sẻ từ công ty, khu đô thị mới Nam Lê Lợi, Quảng Ngãi với diện tích khoảng 32 ha với nhiều phân khúc nhà ở dân dụng và đất nền, diện tích tối thiểu 100 m² và giá giao động trong khoảng 5.5 đến 8 triệu/m² đã bắt đầu mở bán từ tháng 7/2015.

Dự án mới tại địa chỉ 11 Đoàn Văn Bơ có quy mô sàn xây dựng hơn 40.000 m², trong đó 35.000m² sàn văn phòng cho thuê và khoảng 5.000m² tầng hầm để xe được khởi công trong quý 2/2015, dự kiến sẽ hoàn thành vào Q4.2017 và chính thức đưa vào cho thuê đầu năm 2018. Giá cho thuê dự kiến giao động trong khoảng 20-25 USD/m² (bao gồm

phí dịch vụ). REE cũng sẽ tiếp tục tìm kiếm dự án mới để bổ sung trong 5 năm tới đây với diện tích cho thuê 100.000m² là mục tiêu đang được triển khai.

- **Điện nước: Kế hoạch LNST khoảng 426 tỷ (+63.2% mức thực hiện 2015). Doanh thu mảng điện nước chủ yếu đến từ nhà máy thủy điện Thác Bà.** Tuy nhiên theo chúng tôi ước tính, REE sẽ khó có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận của mảng điện nước vì một phần lớn lợi nhuận của REE đến từ nhà máy nhiệt điện Phả Lại. Trong Q1.2016, PPC cũng không được hưởng lợi nhiều từ tình hình thời tiết hạn hán do hiện tượng El Nino gây ra vì phía Bắc Bộ là nơi tập trung nhiều nhà máy thủy điện lớn và ít chịu thiệt hại từ El Nino nên PPC chỉ được hưởng lợi rất ít từ hiện tượng này so với các công ty cùng ngành ở miền Nam. Thêm vào đó, với tình hình tỷ giá như hiện nay, hiện tượng Brexit đã tác động rất lớn đến Yên Nhật khiến PPC khả năng lớn sẽ chịu một khoản lỗ chênh lệch tỷ giá. Tính đến cuối Q1.2016, tổng dư nợ tính bằng Yên Nhật của PPC khoảng 22 tỷ Yên. Như vậy, PPC sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp khi Yên Nhật tăng giá và điều này tác động tiêu cực đến REE. Tính đến ngày 25.06.2016, Yên Nhật đã tăng giá hơn 16% so với đồng VNĐ so với thời điểm đầu năm. Như vậy, lũy kế đến Q2.2016, ước tính PPC sẽ ghi nhận khoản lỗ tỷ giá khoảng 690 tỷ đồng. Đối với các nhà máy thủy điện, chúng tôi nhận thấy El Nino đã tác động đáng kể đến sản lượng điện Q1.2016 và khả năng Q2.2016, sản lượng và doanh thu chưa thể phục hồi như cùng kỳ các năm trước. Đồng thời, giá bán điện trần cũng bị điều chỉnh giảm 106 đồng/kWh. Do đó, chúng tôi nhận định mảng điện năm nay sẽ gặp khó khăn và công ty cũng đang xem xét những phương án khắc phục rủi ro từ các nhà máy điện.

Mảng nước được dự đoán sẽ vẫn duy trì ổn định vì nhu cầu thiết yếu của thị trường. Trong tương lai, công ty dự tính sẽ gia tăng đầu tư vào mảng điện nước và hiện cũng đang xem xét một vài dự án tiềm năng.

Kế hoạch cổ tức: Hiện REE đã trả cổ tức 2015 với tỷ lệ 10% tiền mặt và 15% cổ phiếu. Với kế hoạch kinh doanh năm 2016, REE đặt kế hoạch cổ tức không thấp hơn 12% và chưa có kế hoạch chi trả cụ thể bằng tiền mặt hay cổ phiếu. Theo chia sẻ từ công ty, tỷ lệ cổ tức 2016 sẽ khoảng 16-17% tiền mặt nếu không có gì thay đổi.

Hiện tại, room cho nhà đầu tư nước ngoài đã đầy nhưng công ty chưa có kế hoạch nói room lên 100% do bất động sản là ngành nghề kinh doanh có điều kiện áp dụng đối với nhà đầu tư nước ngoài.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Xét về hoạt động kinh doanh cốt lõi của REE, chúng tôi đánh giá mảng core vẫn duy trì ổn định với mức tăng trưởng hàng năm khoảng 10%. Động lực tăng trưởng chính của REE trong trung và dài hạn đến từ mảng bất động sản và đầu tư khi các dự án bất động sản lớn đi vào hoạt động. Chúng tôi cho rằng REE có khả năng hoàn thành kế hoạch đề ra với doanh thu tối thiểu đạt hơn 2.900 tỷ đồng và 986 tỷ đồng LNST. EPS forward dự kiến khoảng 3.180 đồng/cổ phiếu. Với giá đóng cửa 20.600 đồng/cổ phiếu ngày 24.06.2016, REE đang được giao dịch với PE forward 6.5 lần.

REE là cổ phiếu cơ bản tốt, hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định, tạo dòng tiền tốt cho đầu tư. Về dài hạn, động lực tăng trưởng chính của REE nằm mảng đầu tư, nhất là điện và nước. Ở thời điểm hiện tại, rủi ro lớn nhất của REE nằm ở biến động lợi nhuận rất mạnh ở các khoản đầu tư, nhất là vào PPC có rủi ro tỷ giá với đồng JPY và tình hình khô hạn ảnh hưởng đến KQKD của các nhà máy thủy điện. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh cốt lõi và dòng tiền vẫn duy trì ổn định. **Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ REE cho mục tiêu đầu tư dài hạn.**

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang

Chuyên viên Phân tích
ttttrang_hcm@vcbs.com.vn