

BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 17 tháng 03 năm 2017

KQKD Q4.2016 và cả năm 2016

DT Q4.2016 đạt 1.301,6 tỷ đồng (+96,6% yoy). LNST Q4.2016 đạt 620,5 tỷ đồng (+136,6% yoy). Một số điểm nhấn đáng chú ý trong Q4:

- (1) **Mảng M&E** - Thị trường BĐS tiếp tục tăng trưởng tốt là động lực giúp mảng M&E tiếp tục ghi nhận tăng trưởng ấn tượng, đạt 652 tỷ đồng về DT (+100,6% yoy) và 120 tỷ đồng về LNST (+81,8% yoy).
- (2) **Mảng BĐS** - REE nâng tỷ lệ sở hữu CTCP Hạ tầng và Bất động sản Việt Nam (VIID) trong Q4 lên 50,61% và hạch toán DT Q4.2016 của VIID (trên 200 tỷ đồng) vào DT hợp nhất của REE, góp phần vào tăng trưởng DT Q4.2016.
- (3) **Mảng điện & nước** - do tác động tích cực của La Nina và việc PPC ghi nhận khoản lãi từ biến đổi tỷ giá đồng JPY lớn (LNST Q4.2016 của PPC là 897 tỷ đồng so với 122 tỷ đồng trong Q4.2015) nên LNST mảng điện và than tăng vượt bậc, đạt 307 tỷ đồng (+351,5% yoy).

DT và LNST theo từng mảng kinh doanh của REE (tỷ đồng)

| Doanh thu | Q4.2015 | Q4.2016 | yoy | 2015 | 2016 | yoy |
|--------------------|------------|--------------|----------------|--------------|---------------|---------------|
| M&E | 325 | 652 | +100,6% | 1.302 | 1.739 | +33,6% |
| Reotech | 147 | 176 | +19,7% | 578 | 729 | +26,1% |
| VP cho thuê | 117 | 124 | +6,0% | 498 | 530 | +6,4% |
| Bất động sản | 14 | 242 | +1.628,6% | 14 | 242 | +1.628,6% |
| Điện | 59 | 107 | +81,4% | 251 | 419 | +66,9% |
| Tổng | 662 | 1.301 | +96,5% | 2.643 | 3.659 | +38,4% |
| Lợi nhuận sau thuế | Q4.2015 | Q4.2016 | yoy | 2015 | 2016 | yoy |
| M&E | 66 | 120 | +81,8% | 205 | 297 | +44,9% |
| % tỷ suất LN | 20,3% | 18,4% | | 15,7% | 17,1% | |
| Reotech | 7 | 3 | -57,1% | 34 | 31 | -8,8% |
| % tỷ suất LN | 4,8% | 1,7% | | 5,9% | 4,3% | |
| VP cho thuê | 64 | 67 | +4,7% | 252 | 277 | +9,9% |
| % tỷ suất LN | 54,7% | 54,0% | | 50,6% | 52,3% | |
| Bất động sản | 42 | 87 | +107,1% | 91 | 121 | +33,0% |
| Điện & Than | 68 | 307 | +351,5% | 216 | 303 | +40,3% |
| Nước | 14 | 33 | +135,7% | 45 | 64 | +42,2% |
| Khác | 1 | 3 | +200,0% | 10 | 15 | +50,0% |
| Tổng | 262 | 620 | +136,6% | 853 | 1.108* | +29,9% |

(*LNST 2016 theo Báo cáo KQKD của REE cao hơn 15 tỷ đồng so với BCTC 2016 đã kiểm toán)

(Nguồn: REE – Báo cáo KQKD các quý, VCBS)

Chuyên viên phân tích

Đàm Sỹ Đức

dsduc@vcbs.com.vn

(+84) 0985451394

Lũy kế cả năm 2016, DT đạt 3.659,4 tỷ đồng (+38,4% yoy, đạt 124,8% KH năm). LNST đạt 1.093,2 tỷ đồng (+28,1% yoy, đạt 118,7% KH năm).

Mảng M&E và Reetech - Nhìn chung trong 2016, hoạt động tăng trưởng của thị trường xây dựng là yếu tố chính giúp mảng M&E và Reetech ghi nhận tăng trưởng DT tốt. REE ghi nhận lợi nhuận theo tiến độ các dự án M&E đang triển khai như Cao ốc Sài Gòn M&C và Văn phòng Chính phủ. Tăng trưởng DT 2016 của mảng M&E là 33,6% và của Reetech là 26,1%. Tăng trưởng DT giúp M&E ghi nhận 44,9% tăng trưởng về LNST. Trong khi đó, tuy Reetech có DT tăng trưởng nhưng do chi phí đầu vào tăng nên LNST không có tăng trưởng tương ứng.

Mảng VP cho thuê hiện chưa có thay đổi về tổng diện tích mặt bằng cho thuê (khoảng 100.000 m²) nên tăng trưởng DT và LNST chủ yếu đến từ việc tăng giá cho thuê và giảm chi phí khấu hao.

Mảng bất động sản - VIID thu hút sự quan tâm mạnh mẽ của người mua cho dự án Khu đô thị Nam Lê Lợi tại tỉnh Quảng Ngãi. SaigonRes cũng đạt KQKD tốt với dự án Khu căn hộ SaigonRes Plaza tại TP HCM..

Mảng điện & nước ghi nhận tăng trưởng về LN do:

- (1) Tác động tích cực của La Nina trong Q4.2016 đem về nguồn DT và LN lớn cho các nhà máy thủy điện mà REE đầu tư.
- (2) Nhà máy nước Thủ Đức III đi vào hoạt động từ tháng 12/2015 với công suất 150.000 m³/ngày.
- (3) Trong năm 2016, bên cạnh VIID, CTCP Điện Nông thôn Trà Vinh cũng trở thành công ty con của REE (tỷ lệ sở hữu 66,49%). REE tiếp tục đầu tư mạnh vào mảng điện nước. Các công ty liên kết mới của REE bao gồm CTCP Thủy điện Bình Điền, CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh, CTCP Cấp nước Gia Định, CTCP Cấp nước Nhà Bè. Ngoài ra, REE cũng đầu tư vào CTCP Thủy điện Miền Nam và CTCP Thủy điện Miền Trung. (Tổng các khoản đầu tư của REE trong 2016 là gần 1.400 tỷ đồng) Việc đầu tư vào các công ty thủy điện và cấp nước này cũng giúp REE tăng khoản LN từ công ty liên doanh/liên kết.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Rủi ro tín dụng thấp

Tính tới cuối năm 2016, REE có tỉ lệ vay nợ/tổng tài sản là 13,09%, tăng từ 10,31% trong năm 2015. Đây là tỉ lệ thấp, cho thấy rủi ro tín dụng của REE là rất thấp. REE có tổng vay nợ khoảng 1.500 tỷ đồng (tăng 500 tỷ đồng so với cuối năm 2015) so với tổng tài sản là 11.400 tỷ đồng bao gồm khoảng 960 tỷ đồng tiền và tương đương tiền.

Dòng tiền ổn định

Lưu chuyển tiền tệ từ HĐ SXKD của REE nhìn chung ổn định, đạt 680 tỷ đồng năm 2016 so với 774 tỷ đồng 2015 và 692 tỷ đồng 2014. Thay đổi trong vốn lưu động của REE tăng cao trong năm 2016 do hàng tồn kho tăng từ 547 tỷ đồng năm 2015 lên 1.230 tỷ đồng trong 2016. Đây chỉ là thay đổi tạm thời khi REE thực hiện các dự án BĐS và M&E nên không phải là dấu hiệu đáng lo ngại.

Dòng tiền ra từ hoạt động đầu tư tăng mạnh từ 173 tỷ đồng năm 2015 lên 1.204 tỷ đồng năm 2016 do REE đẩy mạnh đầu tư vào các công ty thủy điện (VSH, CHP, SHP) trong năm 2016.

Vay nợ của REE tăng khoảng 500 tỷ đồng trong năm 2016. Như vậy, REE chủ yếu sử dụng vốn tự có để đầu tư vào các công ty thủy điện.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Mảng M&E và Reetech tiếp tục tăng trưởng tốt

Dựa trên các hợp đồng chưa hoàn thành tính tới đầu năm 2017 (tổng giá trị ước tính khoảng 5.500 tỷ đồng), ban lãnh đạo REE cho rằng DT và LN của mảng M&E sẽ tiếp tục tăng trưởng cao ở mức 15 – 20% trong năm 2017. Một số dự án đang quan tâm của M&E trong năm 2017 bao gồm dự án Sân bay Đà Nẵng và tòa nhà Trụ sở chính Ngân hàng VietinBank.

Mảng Văn phòng cho thuê không biến động nhiều

Mảng Văn phòng cho thuê không có triển vọng đặc biệt trong năm 2017. Tòa nhà E.town Central với vốn đầu tư 1.200 tỷ đồng, quy mô 35.000 m2 dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2017 và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2018. Ban lãnh đạo REE cho rằng tòa nhà mới này có thể đạt tỉ lệ lấp đầy 100% vào Q1.2018. Trong năm 2017, chúng tôi cho rằng DT của mảng này sẽ tăng khoảng 5%.

Mảng Bất động sản

Mảng BĐS tiếp tục có tăng trưởng tốt. Ban lãnh đạo REE cho rằng DT 2017 của VIID có thể tăng trưởng gấp đôi trong năm 2017 từ dự án Khu đô thị Nam Lê Lợi (Quảng Ngãi).

Hiệu quả của các khoản đầu tư tài chính và đầu tư vào công ty liên kết

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Tổng đầu tư (tỷ đồng) | 3.922 | 4.341 | 4.545 | 5.571 |
| Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng) | | 667 | 547 | 415 |
| Tỷ suất thu nhập trên vốn đầu tư – ROI(*) | | 16,2% | 12,3% | 8,2% |

(*)Ghi chú: $ROI = 2 \times LN_{TT} / (\text{tổng đầu tư đầu kỳ} + \text{tổng đầu tư cuối kỳ})$

Chúng tôi tạm ước tính ROI các khoản đầu tư tài chính và đầu tư vào công ty liên kết của REE. Mức ROI hiện vẫn đang giảm qua các năm. Lý do là do:

- Trong năm 2015, ảnh hưởng của El Nino tới các công ty thủy điện và việc PPC chịu khoản lỗ tỷ giá 283,5 tỷ đồng trong khi PPC lãi tỷ giá 163 tỷ đồng năm 2014 làm mức ROI sụt giảm.
- Trong năm 2016, ROI thấp do REE đầu tư vào nhiều công ty mới nên không ghi nhận được lợi nhuận cả năm của các công ty này.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng việc ROI của các khoản đầu tư của REE sụt giảm các năm qua không phải là dấu hiệu quá tiêu cực. Việc lợi nhuận của thủy điện sụt giảm các năm 2015 và 2016 do điều kiện thủy văn chỉ là yếu tố ngắn hạn trong khi về dài hạn, rủi ro của các khoản đầu tư vào công ty thủy điện là không lớn.

Phần lớn các khoản đầu tư của REE là vào các công ty ngành điện và nước nên chúng tôi cho rằng xét về dài hạn, các khoản đầu tư này sẽ có lợi nhuận ổn định và ít rủi ro. Chúng tôi tương đối thận trọng và dự phóng ROI các khoản đầu tư tài chính của REE là 10% trong 2017.

Triển vọng 2017

Chúng tôi cho rằng hiện tại REE đang có tăng trưởng tốt ở các mảng hoạt động chính của công ty (M&E, BĐS/Văn phòng cho thuê, Điện nước). Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng DT đạt 4.400 tỷ đồng (+20% yoy), LNST đạt 1.232 tỷ đồng (+11,2% yoy), tương đương 3.974 đồng/cp EPS forward 2017.

Đánh giá

Chúng tôi so sánh P/E của REE với các công ty trong các ngành Cơ điện lạnh, BĐS/Văn phòng cho thuê, Thủy điện, Nhiệt điện và Cấp nước. Dựa trên tỷ trọng nguồn lợi nhuận của REE từ các mảng trên, chúng tôi áp dụng tỷ trọng 30% - Cơ điện lạnh, 30% - BĐS/Văn phòng cho thuê, 20% - Thủy điện, 15% - Nhiệt điện và 5% - Cấp nước (**Phụ lục 1**) để xác định khoảng P/E hợp lý cho công ty. Do REE còn chịu nhiều rủi ro về tỷ giá từ các công ty nhiệt điện và thị trường BĐS có dấu hiệu chững lại, chúng tôi thận trọng áp dụng mức P/E khoảng 8 – 9 lần, thấp hơn so với mức P/E trung bình. Tuy vậy, mức P/E hiện tại của REE là khoảng 7,8 lần cho thấy cổ phiếu của REE vẫn được định giá tương đối thấp. Thêm vào đó, xét tới triển vọng tốt của REE trong 2017, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cổ phiếu REE.

Phụ lục 1. Danh sách các công ty được dùng để so sánh tương đương với REE

| Mã cổ phiếu | TTS (tỷ đồng) | Nợ/TTS | ROE | EV/ Doanh thu | EV/ EBITDA | P/E | P/B |
|--|---------------|---------------|----------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Cơ điện lạnh | | | | | | | |
| SRF | 1.335 | 34,05% | 20,24% | 0,60x | 12,66x | 8,77x | 1,71x |
| Bất động sản/cho thuê văn phòng | | | | | | | |
| NLG | 6.209 | 11,33% | 14,33% | 1,34x | 6,95x | 10,39x | 1,38x |
| KDH | 7.918 | 23,92% | 11,30% | 1,68x | 9,39x | 14,30x | 1,58x |
| SCR | 7.498 | 17,05% | 5,64% | 3,65x | - | 10,67x | 0,59x |
| TDH | 2.791 | 20,44% | 6,90% | 1,09x | 8,98x | 8,99x | 0,57x |
| DXG | 5.563 | 12,30% | 22,25% | 0,93x | 3,56x | 7,24x | 1,43x |
| | | | Trung bình | 1,74x | 7,22x | 10,32x | 1,11x |
| | | | Trung vị | 1,34x | 7,96x | 10,39x | 1,38x |
| Thủy điện | | | | | | | |
| VSH | 6.152 | 49,3% | 9,06% | 11,71x | 16,15x | 12,95x | 1,16x |
| CHP | 3.084 | 41,6% | 15,64% | 5,69x | 7,21x | 11,05x | 1,70x |
| SHP | 2.646 | 51,4% | 6,59% | 6,18x | 7,99x | 23,28x | 1,57x |
| TMP | 1.348 | 14,7% | 13,92% | 3,83x | 5,67x | 14,13x | 2,05x |
| SJD | 1.411 | 19,0% | 13,67% | 3,52x | 5,63x | 8,31x | 1,13x |
| SBA | 1.403 | 46,5% | 9,42% | 6,29x | 7,64x | 12,25x | 1,14x |
| S4A | 1.280 | 59,7% | 15,12% | 5,96x | 7,35x | 10,91x | 1,64x |
| TBC | 880 | 0,0% | 13,11% | 5,02x | 8,09x | 13,22x | 1,74x |
| | | | Trung bình | 6,03x | 8,22x | 13,26x | 1,52x |
| | | | Trung vị | 5,83x | 7,50x | 12,60x | 1,61x |
| Nhiệt điện | | | | | | | |
| NT2 | 12.980 | 36,5% | 22,02% | 1,39x | 5,59x | 7,97x | 1,74x |
| PPC | 10.592 | 39,7% | 10,00% | 1,11x | 14,49x | 10,31x | 1,09x |
| BTP | 1.795 | 29,9% | 10,91% | 0,31x | 4,19x | 7,07x | 0,76x |
| NBP | 373 | 0,0% | 6,96% | 0,15x | 3,52x | 11,13x | 0,79x |
| | | | Trung bình | 0,74x | 6,95x | 9,12x | 1,09x |
| | | | Trung vị | 0,71x | 4,89x | 9,14x | 0,94x |
| Cấp nước | | | | | | | |
| TDW | 385 | 15,4% | 14,78% | 0,47x | 6,56x | 41,72x | 1,57x |
| GDW | 206 | 0,0% | 9,28% | 0,27x | 4,29x | 11,42x | 1,07x |
| NBW | 249 | 0,0% | 15,13% | 0,18x | 2,15x | 9,58x | 1,44x |
| | | | Trung bình | 0,31x | 4,33x | 20,91x | 1,36x |
| | | | Trung vị | 0,27x | 4,29x | 11,42x | 1,44x |
| | | | Thấp nhất(*) | 1,19x | 6,63x | 8,01x | 1,08x |
| | | | Trung bình(*) | 2,03x | 8,87x | 10,79x | 1,38x |
| | | | Trung vị(*) | 1,87x | 8,63x | 10,21x | 1,46x |
| | | | Cao nhất(*) | 3,85x | 12,34x | 15,33x | 1,74x |
| REE | 11.415 | 13,09% | 16,42% | 2,18x | 7,92x | 7,86x | 1,21x |

(*) Áp dụng tỷ trọng: Cơ điện lạnh – 30%, BĐS/Cho thuê văn phòng – 30%, Thủy điện – 20%, Nhiệt điện - 15%, Cấp nước – 5%.

(Nguồn: Bloomberg, VCBS)

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

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Đàm Sỹ Đức

Chuyên viên Phân tích

dsgduc@vcbs.com.vn