

CTCP Cơ điện lạnh (REE – HSX)

Sự chứng lại trước mắt không ảnh hưởng triển vọng dài hạn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY15	Q1-FY16	+/- qoq	Q1-FY15	+/- yoy
Doanh thu thuần	552,9	662,2	-16%	676,4	-18%
Lợi nhuận sau thuế	109,9	270,6	-59%	148,1	-26%
EBIT	132,6	301,8	-56%	162,4	-18%
Tỷ suất EBIT	24,0%	45,6%	-2.159bps	24,0%	-3bps

Nguồn: REE và RongViet Securities tổng hợp

- **KQKD 2015 và Q1/2016 bị ảnh hưởng bởi lỗ tỷ giá của PPC trong khi các mảng kinh doanh chính vẫn ổn định;**
- **Mảng kinh doanh nước sạch và cho thuê văn phòng sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng trong dài hạn;**
- **Giá cổ phiếu đang ở mức thấp so với triển vọng KQKD của doanh nghiệp.**

Quan điểm và định giá:

REE luôn được xem là một doanh nghiệp mạnh với hiệu quả kinh doanh cao, năng lực tài chính vững vàng và quản trị doanh nghiệp tốt. Kết quả LNST của Công ty năm 2015 có sự chứng lại do ảnh hưởng của việc PPC ghi nhận lỗ CLTG và trích lập dự phòng đầu tư lớn. Dù vậy, các mảng kinh doanh cốt lõi của REE vẫn duy trì được hiệu quả cao.

Trong khi lợi nhuận từ nhóm công ty điện liên kết còn nhiều biến động, mảng kinh doanh nước sạch và văn phòng cho thuê có tiềm năng trở thành động lực tăng trưởng của REE trong dài hạn. Cuối năm 2015, nhà máy nước Thủ Đức 3 (REE nắm 40%) chính thức đi vào hoạt động. Cộng với nhà máy Tân Hiệp 2 (REE giữ 32%) dự kiến vận hành thương mại từ giữa năm 2016, chúng tôi ước tính REE sẽ sở hữu công suất phát nước lên đến 340.00m³/ngày đêm vào năm 2017. Bên cạnh đó, trong điều kiện nhu cầu văn phòng tại TP.HCM đang gia tăng nhanh chóng, việc đầu tư dự án e.town Central (35.000m² sàn) và tăng gấp đôi diện tích sàn cho thuê trong vòng 5 năm là bước đi được đánh giá cao.

Tuy ngành điện vẫn còn một số khó khăn, tăng trưởng từ các mảng kinh doanh cốt lõi có thể vẫn bù đắp sự sụt giảm trong lợi nhuận LDLK. Nhờ đó, LNST năm 2016 ước tính có thể tăng trưởng khoảng 13% so với năm 2015. Sử dụng phương pháp Tổng giá trị thành phần (TSOP), chúng tôi ước tính mức giá hợp lý đối với cổ phiếu REE là **26.800 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 18/05/2016 là 28% và tương ứng với VHTT là 8.309 tỷ đồng. Với mức giá này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với REE trong **DÀI HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016F	FY2017F
Doanh thu thuần	2.413,4	2.629,4	2.643,4	2.718,1	2.565,4
% tăng trưởng	0,7	8,9	0,5	2,8	-5,6
LNST (Cty mẹ)	975,8	1.062,0	853,1	960,2	1.043,9
% tăng trưởng	48,6	8,8	-19,7	12,6	8,7
Tỷ suất LNST (%)	40,4	40,4	32,3	35,3	40,7
ROA (%)	14,4	13,8	9,5	9,9	10,6
ROE (%)	20,7	19,1	13,9	14,6	14,6
EPS (VND)	3.980	4.004	3.171	3.097	3.367
EPS đ/chính (VND)	3.147	3.425	2.751	3.097	3.367
Giá trị sổ sách (VND)	19.708	21.965	23.494	22.050	23.914
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	1.600	1.600	1.000	1.500
P/E (x)	5,6	6,5	7,7	6,7	6,2
P/BV (x)	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1

Nguồn: REE, RongViet Securities tổng hợp, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 18/05/2016

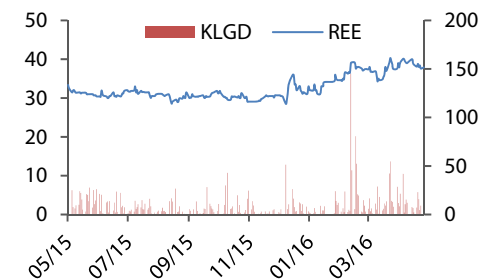
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	20.900
Giá mục tiêu (VND)	26.800

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp chung
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.480
SLCPDLH	310.056.172
Beta	0,8
Free Float (%)	57,2
Giá cao nhất 52 tuần	23.739
Giá thấp nhất 52 tuần	22.970
KLGD bình quân 20 phiên	334.027



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
REE	-16,04	-9,01	9,54
Công nghiệp chung	-0,50	21,83	95,42
VN30 Index	10,07	12,84	12,72
VN-Index	12,66	17,68	27,66

Cổ đông lớn (%)

Platinum Victory Pte. Ptd	22,9
Nguyễn Thị Mai Thanh	7,3
Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước T.P Hồ Chí Minh	7,1
Nguyễn Ngọc Hải	5,5
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	0,0

Nguyễn Bá Phước Tài

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1330

tai.nbp@vdsc.com.vn

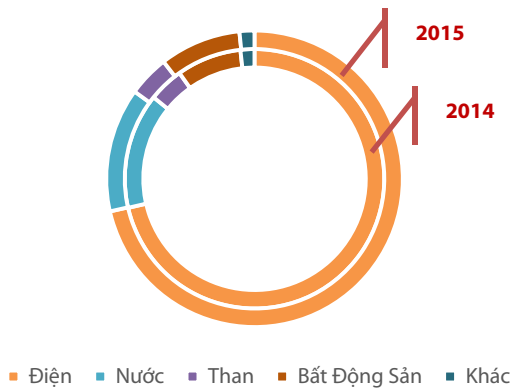
2015 và quý 1/2016: Các mảng kinh doanh cốt lõi vẫn duy trì được hiệu quả cao nhưng thu nhập từ hoạt động đầu tư tiếp tục bị ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá

Năm 2015 là một nốt trầm trong hoạt động kinh doanh của REE khi Công ty ghi nhận doanh thu chỉ xấp xỉ bằng với năm 2014 ở mức 2.644 tỷ đồng nhưng LNST giảm đến 20% so với năm trước đó. Doanh thu các mảng kinh doanh cốt lõi như M&E, bán lẻ điều hòa và cho thuê văn phòng hầu như chỉ ổn định trong khi lợi nhuận từ nhóm công ty LDLK sụt giảm mạnh.

Đối với mảng cơ điện công trình (M&E), trong năm 2015, REE đã tiến hành quyết toán một số công trình lớn như nhà máy ACE Sanofi, khách sạn Khatoco Liberty Nha Trang, Sora Garden 1, nhà Ga T2 sân bay Nội Bài ... Do biên lợi nhuận của một công trình M&E thường cao hơn vào giai đoạn cuối (chi phí mua sắm máy móc, thiết bị đã được hạch toán phần nhiều khi bắt đầu dự án) nên biên lợi nhuận hoạt động của mảng M&E năm 2015 cải thiện từ 15,3% lên 19,5% và là động lực chính giúp lợi nhuận từ mảng này vẫn tăng trưởng so với 2014 dù doanh thu giảm nhẹ. Giá trị hợp đồng M&E ký mới trong năm 2015 khoảng 2.249 tỷ đồng và giá trị hợp đồng chưa ghi nhận doanh thu cuối năm 2015 còn khoảng 3.500 tỷ đồng.

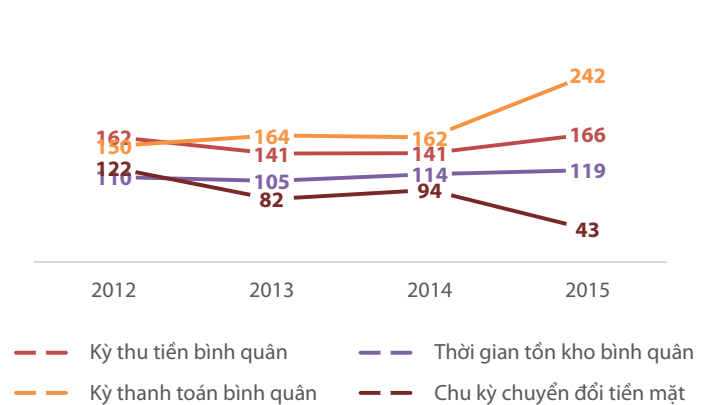
REE khá thận trọng trong việc lựa chọn công trình M&E. Năm 2014, REE có ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng phải thu khó đòi khoảng 29 tỷ đồng từ dự án M&C Tower. Số trích lập/hoàn nhập năm 2015 cũng như các năm gần đây là không đáng kể. Mặt khác, là nhà thầu xây dựng lớn nên trong các hợp đồng M&E, khách hàng thường trả trước cho REE 30% giá trị công trình. Nhờ đó, Công ty luôn duy trì lượng tiền mặt lớn. Cộng với việc kiểm soát tốt vòng quay các khoản phải thu, phải trả, chu kỳ chuyển tiền mặt của REE các năm qua luôn ở mức thấp, riêng năm 2015 giảm chỉ còn 43 ngày (Hình 2).

Hình 1: Cơ cấu danh mục đầu tư chiến lược của REE



Nguồn: REE, RongViet Research

Hình 2: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt qua các năm (Đvt: ngày)



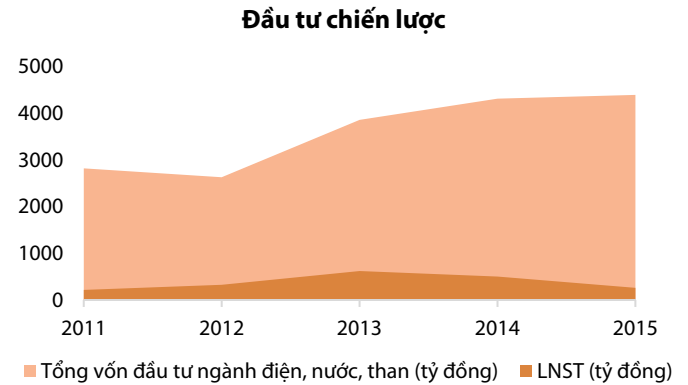
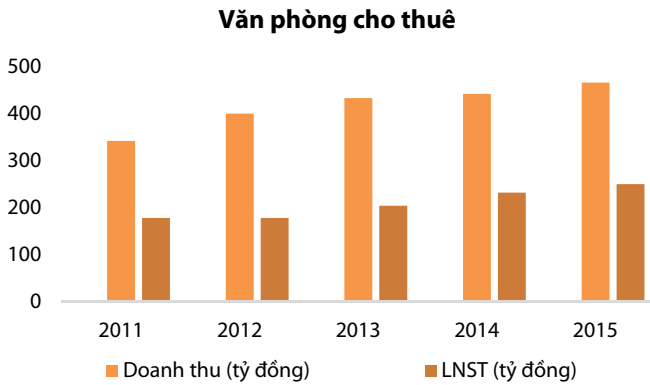
Nguồn: REE, RongViet Research

Mảng sản xuất và kinh doanh điều hòa (Reetech) sau giai đoạn tái cơ cấu đang duy trì được sự hồi phục tích cực về lợi nhuận từ năm 2014. Năm 2015 số máy lạnh tiêu thụ tăng 8% nhưng doanh thu giảm 1% yoy do giảm doanh thu từ dự án. Dù vậy, LNST vẫn tăng 13,3% so với 2014. 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. REE cũng đang phát triển thị trường mới qua việc xuất khẩu sang Cuba, Myanmar và một số nước Trung Đông.

Ở mảng bất động sản, trong năm 2015, các cao ốc văn phòng của REE luôn duy trì được tỷ lệ lấp đầy cao (98-99%). Tăng trưởng doanh thu cho thuê và LNST đạt lần lượt 5,4% và 7,8% so với 2014, chủ yếu đến

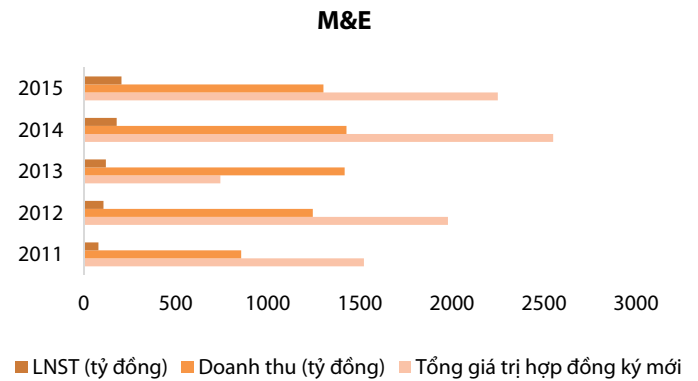
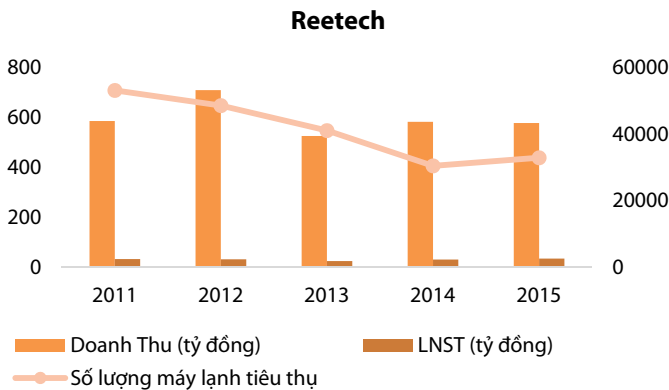
từ việc giá thuê cải thiện. Đáng chú ý, quý 2/2015, REE đã khởi công dự án cao e.town Central ở số 11 Đoàn Văn Bơ, quận 4, TP.HCM. Với diện tích sàn xây dựng gần 68.000m², cao ốc này dự kiến đưa vào khai thác từ cuối năm 2017. REE đã hoàn tất phần móng cọc để đưa dự án vào giai đoạn xây dựng chính trong năm 2016.

Hình 3: Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận theo mảng kinh doanh qua các năm



Nguồn: REE, RongViet Research

Nguồn: REE, RongViet Research



Nguồn: REE, RongViet Research

Nguồn: REE, RongViet Research

Đầu tư chiến lược: Điểm đáng lưu ý trong KQKD của REE năm 2015 là sự sụt giảm mạnh trong lợi nhuận từ nhóm công ty LDLK. Trong đó, lợi nhuận từ PPC, công ty liên kết lớn nhất của REE, giảm hơn một nửa. Năm 2015, doanh thu tài chính của PPC giảm mạnh do không có khoản lãi bán hàng trả chậm như trong 2014 trong khi chi phí tài chính tăng vọt do (1) lỗ tỷ giá 280 tỷ đồng do đánh giá lại khoản vay JPY (2) khoản trích lập dự phòng 322 tỷ đồng cho phần vốn đầu tư vào nhiệt điện Quảng Ninh (PPC giữ 16%).

Ở chiều ngược lại, năm 2015, lợi nhuận mảng kinh doanh nước sạch tiếp tục ghi nhận sự ổn định với đóng góp lớn từ nhà máy B.O.O Thủ Đức và Công ty Cấp nước Thủ Đức (TDW). Đặc biệt, từ tháng 7 năm 2015, nhà máy nước Thủ Đức III do CTCP Đầu tư và Kinh doanh nước sạch Sài Gòn – SWIC (REE giữ 40%) làm chủ đầu tư đã chính thức đi vào vận hành thương mại.

Cuối năm 2015, REE còn sở hữu 46,4% và 28,9% của CTCP Hạ tầng BĐS Việt Nam (VIID) và CTCP Địa ốc Sài Gòn (SaigonRes). Năm 2015 đóng góp lợi nhuận của VIID tăng mạnh từ 47 tỷ lên 75 tỷ nhờ chuyển

nhượng thành công sở hữu tại dự án số 265 Cầu Giấy và số 3 Lương Yên, Hà Nội. Giữa năm 2015, SaigonRes mở bán dự án SaigonRes Plaza gồm 749 căn hộ ở Q. Bình Thạnh, TP.HCM; dự án dự kiến bàn giao vào ghi nhận doanh thu quý 1/2017. Đồng thời, SaigonRes cũng đang chuẩn bị triển khai dự án khu chung cư An Phú 1 và 2 và dự án căn hộ kết hợp TTTM SaigonRes Riverside.

Bảng 1: Lợi nhuận và cổ tức được chia từ các công ty LDLK 2015

Tên công ty	Giá vốn đầu tư			Lợi nhuận lũy kế từ công ty LDLK						Giá trị còn lại	
	Đầu kỳ	Tăng	Giảm	Cuối kỳ	Đầu kỳ	Cổ tức	Lợi nhuận được chia	Giảm	Cuối kỳ	Đầu kỳ	Cuối kỳ
PPC	719,5	-	-	719,5	548,9	(85,3)	93,3	-	556,8	1.268,3	1.276,3
TMP	306,3	49,5	-	355,8	94,2	(69,2)	80,7	-	105,7	400,5	461,6
Sông Ba Hạ	368,0	-	-	368,0	-	-	13,9	-	13,9	368,0	381,9
NM B.O.O Thu Đức	409,9	-	-	409,9	(67,4)	(93,9)	40,3	-	(121,0)	342,5	288,9
VIID	170,2	-	-	170,2	41,4	(26,7)	75,5	-	90,3	211,6	260,5
Srok Phu Mieng	173,3	-	-	173,3	0,5	(7,7)	7,2	-	0,0	173,8	173,3
NBC	59,4	-	-	59,4	35,1	(5,3)	6,2	-	35,9	94,5	95,3
TDN	46,0	-	-	46,0	21,1	(2,3)	13,9	-	32,7	67,2	78,8
TDW	66,1	-	-	66,1	(5,6)	(4,4)	12,3	-	2,4	60,6	68,5
NBP	66,4	-	-	66,4	7,4	(6,8)	1,3	-	1,9	73,8	68,3
SaigonRes	54,5	-	-	54,5	11,1	(3,8)	3,7	-	11,0	65,5	65,5
NM Tân Hiệp II	24,0	28,8	-	52,8	(0,9)	-	0,9	-	0,0	23,1	52,8
SWIC	61,6	-	-	61,6	(1,0)	-	(9,5)	-	(10,5)	60,6	51,0
Thủy điện Sông Sóng	-	36,4	-	36,4	-	-	1,1	-	1,1	-	37,5
Cơ điện Đoàn Nhất	11,6	-	-	11,6	13,4	(7,7)	10,1	-	15,8	24,9	27,3
NM Nước Trung An	22,6	-	-	22,6	-	-	1,6	-	1,6	22,6	24,3
Cơ điện Chất Lượng	1,2	-	(1,2)	-	1,8	-	-	(1,8)	-	3,0	-
Cơ điện Hợp Phát	1,8	-	(1,8)	-	0,4	-	-	(0,4)	-	2,2	-
Tổng	2.562,2	114,7	(3,0)	2.673,9	700,5	(313,2)	352,7	(2,2)	737,8	3.262,7	3.411,8

Nguồn: REE, RongViet Research

KQKD của REE trong quý 1/2016 tiếp tục cho thấy sự ảnh hưởng của biến động tỷ giá trong khi các mảng kinh doanh chính vẫn giữ vững hiệu quả. Trong quý, doanh thu thuần và LNST của REE đạt 552,9 tỷ đồng và 109,9 tỷ đồng, giảm lần lượt 18% và 26% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, biên LNG của quý vừa rồi có bước nhảy vọt, tăng mạnh lên 41,6% so với mức 26,9% cùng kỳ năm trước, chủ yếu nhờ sự cải thiện trong mảng M&E. Tuy nhiên, việc PPC hạch toán khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lớn trong quý 1 do đồng yên tăng mạnh khiến REE phải ghi nhận lợi nhuận âm 114 tỷ đồng từ nhóm công ty liên doanh liên kết.

Bảng 2: Kết quả kinh Doanh Q1-FY16

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- % (qoq)	Q1-FY15	+/- % (yoy)
Doanh thu	552,9	662,2	-16,5	676,4	-18,3
Lợi nhuận gộp	230,6	254,3	-9,3	182,0	26,7
Chi phí bán hàng và quản lý	-47,6	-80,1	-40,6	-49,7	-4,2
Thu nhập HĐKD	278,2	334,4	-16,8	231,7	20,1
EBITDA	164,7	333,6	-50,6	197,6	-16,7
EBIT	132,6	301,8	-56,1	162,4	-18,3
Chi phí tài chính	-19,6	-21,8	-10,3	-16,6	17,7
- Chi phí lãi vay	-16,4	-18,6	-11,6	-15,5	5,9
Khấu hao	-32,1	-31,9	0,6	-35,2	-8,9
Lợi nhuận từ liên doanh liên kết (*)	-114,8	46,4	-347,4	14,2	-909,7
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	149,0	320,4	-53,5	177,9	-16,2
Lợi nhuận sau thuế	98,8	262,3	-62,3	144,9	-31,8
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	98,8	262,3	-62,3	144,9	-31,8

Nguồn: REE, RongViet Securities

Bảng 3: Phân tích HĐKD Q1-FY16

Chỉ tiêu	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- % (qoq)	Q1-FY15	+/- % (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	41,7	38,4	330bps	26,9	1.479bps
EBITDA/Doanh thu	29,8	50,4	-2.060bps	29,2	57bps
EBIT /Doanh thu	24,0	45,6	-2.159bps	24,0	-3bps
TS lợi nhuận ròng	19,9	40,9	-2.099bps	21,9	-201bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	19,9	40,9	-2.099bps	21,9	-201bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	-2,2	-3,4	1,2	-3,5	1,3
-Khoản phải thu	1,7	2,0	-0,3	2,5	-0,9
-Khoản phải trả	1,3	1,6	-0,4	4,6	-3,4
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,4	0,4	0,0	0,4	0,0

Nguồn: REE (*) thường niên hóa

Đầu tư nước sạch và văn phòng cho thuê là những mảng kinh doanh có khả năng sinh lời tốt và nhiều tiềm năng mở rộng trong dài hạn

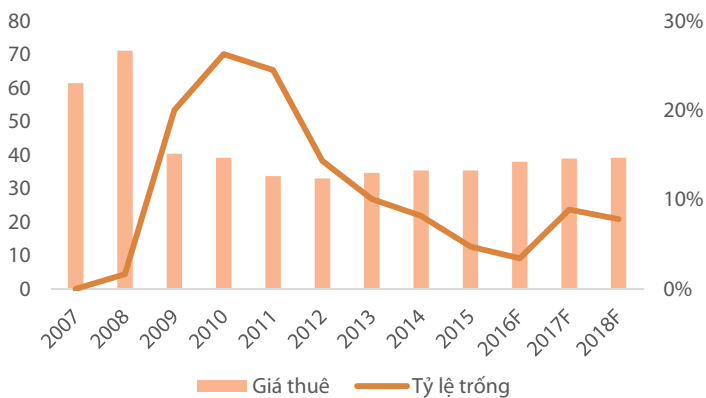
Diện tích cho thuê tăng mạnh sẽ giúp REE đón đầu sự tăng trưởng về nhu cầu thuê văn phòng

Mảng cho thuê văn phòng là mảng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận cao nhất của REE (biên lợi nhuận hoạt động trên 70%). Mảng này khá ổn định và đem lại dòng tiền tốt qua các năm. Môi trường kinh doanh cải thiện cộng với xu hướng thành lập văn phòng tại VN của các doanh nghiệp FDI là động lực đối với nhu cầu thuê văn phòng ở Hà Nội và Tp.HCM. Trong năm 2015, nhu cầu văn phòng cho thuê ở khu vực trung tâm TP.HCM đã cải thiện nhiều trong khi nguồn cung chất lượng cao khá hạn chế, cho phép công suất cho thuê toàn thị trường duy trì ở mức cao và giá thuê có xu hướng tăng nhẹ. Savills dự báo giá thuê sàn văn phòng hạng A và B sẽ tăng khoảng 4% trong năm 2016 và 9% trong năm 2017, trong đó những dự án ở vị trí trung tâm có thể có giá thuê tăng đến 10%.

Năm 2015, REE đã khởi công dự án e.town Central (11 Đoàn Văn Bơ, Q.4, TP.HCM). Với tổng vốn đầu tư ~1.100 tỷ đồng, dự án có tổng diện tích đất ~5.000m², diện tích sàn xây dựng khoảng 67.700m² (diện tích có thể cho thuê khoảng 34.000m²). Với vị trí ở quận 4, giá thuê của e.town Central có thể chỉ vào khoảng 19-22USD/m²/tháng. Tuy nhiên, với chất lượng xây dựng tốt, thương hiệu của REE và nhu cầu thuê văn phòng đang ở mức cao, chúng tôi cho rằng e.town Central có thể chỉ mất khoảng 1 năm lấp đầy toàn bộ. Giả định giá thuê khoảng 22USD/m²/tháng, chúng tôi ước tính e.town Central có thể đóng góp khoảng 130 tỷ đồng doanh thu trong năm đầu tiên hoạt động và hơn 200 tỷ đồng từ 2019.

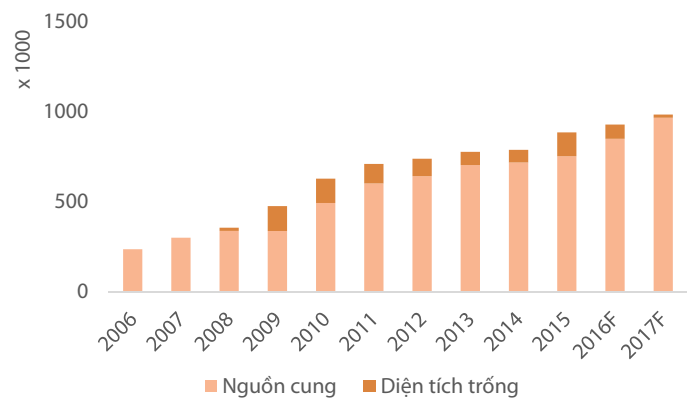
Khi đưa vào khai thác, dự kiến đầu 2018, dự án e.town Central sẽ giúp tăng diện tích văn phòng có thể cho thuê của REE lên gần 35%. Bên cạnh đó, Công ty cũng đặt mục tiêu trong 5 năm tới sẽ tăng diện tích sàn VPCT thêm 100.000m². Song song với việc xây dựng số 11 Đoàn Văn Bơ, trước mắt REE cũng sẽ mở rộng diện tích sàn ở E-Town Cộng Hòa thêm 20.000m². Với tiềm năng của phân khúc văn phòng cho thuê tại TP.HCM, định hướng mở rộng mảng kinh doanh này là một hướng đi đúng có thể đem lại dòng tiền và lợi nhuận ổn định cho REE về dài hạn.

Hình 4: Giá thuê và tỷ lệ trống các văn phòng hạng A ở Tp.HCM (Đvt: USD/m²/tháng)



Nguồn: CBRE, RongViet Research

Hình 5: Nhu cầu VPCT ở Tp.HCM (Đvt: m²)



Nguồn: Savills, RongViet Research

Việc sở hữu công suất phát nước lớn là lợi thế khi nhu cầu sử dụng nước sạch tăng nhanh

Bên cạnh nhiều doanh nghiệp điện, đến cuối năm 2015, REE đã tham gia thành lập 3 nhà máy nước, bao gồm nhà máy nước B.O.O Thủ Đức (REE giữ 42%), nhà máy nước Tân Hiệp 2 (32%) và nhà máy nước Thủ Đức 3 (40%) với tổng công suất thiết kế là 900.000m³/ngày đêm và sở hữu cổ phần tại 3 đơn vị cấp nước khác là TAW, GDW và TDW.

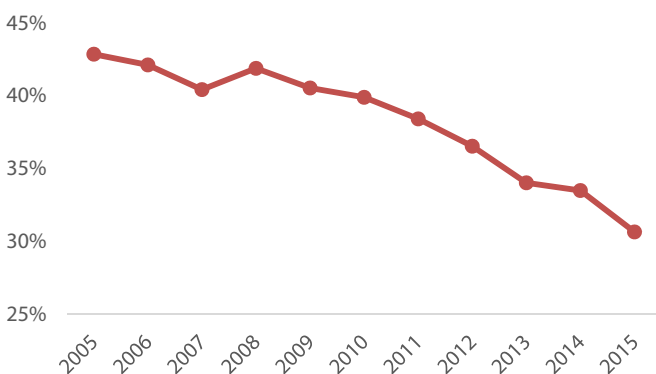
Là địa phương đông dân và có kinh tế phát triển nhất cả nước, TP.HCM có nhu cầu nước sạch rất lớn. Theo quy hoạch cấp nước của Thành phố, nhu cầu sử dụng nước sạch của Sài Gòn hiện vào khoảng 2,7-2,8 triệu m³/ngày và đến năm 2025 sẽ đạt 3,57 triệu m³/ngày. Trong khi đó, công suất cấp nước toàn hiện tại chỉ khoảng 2,1 triệu m³/ngày, tương đương với khoảng 59% nhu cầu dự kiến vào năm 2025. Mặt khác, hiện tại, tỷ lệ thất thoát nước (nước không doanh thu trên sản lượng phát nước) của TP.HCM nhìn chung còn rất cao so với thế giới cũng như các tỉnh thành khác cải thiện khá chậm qua các năm (Hình 6). Năm 2009, tỷ lệ thất thoát nước của TP.HCM vào khoảng 40%. Đến cuối 2015, tỷ lệ thất thoát nước trong hệ thống của SAWACO còn khoảng 30,1%, tương đương khoảng 490.000m³/ngày. Theo quy hoạch, tỷ lệ thất thoát nước cũng Thành phố sẽ phải giảm xuống dưới 25% vào năm 2025. Nhu cầu tăng nhanh và yêu cầu phải giảm tối đa tỷ lệ thất thoát đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn để xây dựng các nhà máy mới và nâng cấp hệ thống đường ống hiện tại đồng thời mở ra cơ hội lớn cho các nhà đầu tư tư nhân như REE và CII.

Bảng 4: Chỉ số về áp lực nước tại Tp.HCM

Chỉ tiêu	Đơn vị	1995	2000	2010	2025
Dân số	Triệu người	4,1	5,1	7,4	13,2
Nguồn nước có thể tái sử dụng trên đầu người (1)	m ³ /người/ngày	5.058	4.483	2.944	1.715
Tổng nhu cầu nước	Triệu m ³ /ngày	1,42	1,84	2,84	5,2
Nhu cầu nước trên đầu người (2)	lít/người/ngày	347	360	384	394
WSI = (2)/(1)	%	6,9	8,0	13,0	23,0

Nguồn: Cornelis J van Leeuwen, Nguyen P Dan, Carel Dieperink, "The Challenges of Water Governance in Ho Chi Minh City", SETAC, 2015, RongViet Research

Hình 6: Tỷ lệ thất thoát nước của TP.HCM qua các năm



Nguồn: IB-NET DB, RongViet Research

Bảng 5: Tỷ lệ thất thoát nước tại một số thành phố trong khu vực Đông Á – Thái Bình Dương*

Thành phố - Quốc gia	Tỷ lệ thất thoát (%)	Tỷ lệ người dân có nước sạch (%)
Delhi - Ấn Độ	52,4	n/a
TP.HCM - Việt Nam	40,5	83,5
Hà Nội - Việt Nam	32,6	82,7
Karachi Pakistan	27,9	90,0
Kualar Lumpur - Malaysia	33,0	100,0
Manila Water - Philippines	17,5	99,0
Shenzen - Trung Quốc	13,5	99,0
Jamshedpur - Ấn Độ	12,5	74,4
Singapore	4,85	100,0
Sydney - Úc	2,75	100,0

Nguồn: IB-NET DB, "Issues and Challenges of Reducing Non-Revenue Water", ADB, 2009, RongViet Research

Theo Nghị định số 15/2015/NĐ-CP về đầu tư theo hình thức đối tác công - tư (PPP), hoạt động kinh doanh nước sạch đang là lĩnh vực được khuyến khích đầu tư theo hình thức PPP. Trên thực tế, nhà máy nước Thủ Đức III cũng là dự án đầu tư theo hình thức PPP do liên doanh REE - TCT Cấp nước Sài Gòn (SAWACO) - CTCP Đầu tư xây dựng cấp thoát nước (WASECO) làm chủ đầu tư. SAWACO hiện là đơn vị đang nắm giữ thị phần cấp nước lớn nhất tại TP.HCM hiện nay. Quan hệ hợp tác chặt chẽ với SAWACO qua nhiều dự án cộng với tiềm lực tài chính lớn là cơ hội để REE tham gia sâu hơn vào mảng kinh doanh còn nhiều tiềm năng này.

Thống kê KQKD cho thấy các doanh nghiệp phân phối nước sạch niêm yết hầu hết đều có doanh thu và lợi nhuận ổn định cộng với tỷ suất sinh lời cao và tài chính lành mạnh. Tương tự, đi vào hoạt động từ năm 2009, nhà máy B.O.O Thủ Đức với luôn ghi nhận doanh thu hằng năm ổn định hằng năm ở mức 300-330 tỷ đồng với biên LNST trên 30% đồng thời là nguồn thu nhập cổ tức đáng kể cho REE trong 2 năm qua.

Bảng 6: Chỉ tiêu tài chính quan trọng của một số công ty cấp nước

Mã CK	Sàn	VHTT (tỷ VND)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ vay/TTS (x)	Biên LNG 2015 (%)	Biên EBITDA 2015 (%)	Biên LNST 2015 (%)	Tăng trưởng DTT 2015 (%)	Tăng trưởng LNST 2015 (%)	Cổ tức bằng tiền trong năm 2015 (VND/cp)
BTW	UPCOM	167,54	5,45	3,95	0,00	20,89	4,91	1,94	3,58	-64,71	1.150
CLW	HOSE	236,60	13,20	7,24	0,03	4,40	8,61	3,24	7,45	-9,74	1.100
GDW	UPCOM	172,90	9,20	6,41	0,00	39,48	7,55	3,13	2,18	-38,56	1.200
LAW	UPCOM	170,80	8,47	4,28	0,37	36,75	40,55	11,37	0,00	0,00	
NTW	UPCOM	272,25	19,56	17,29	0,00	37,65	43,26	26,92	4,28	-21,55	2.500
PJS	UPCOM	122,40	8,21	5,82	0,00	32,59	9,37	3,47	1,85	-43,08	1.150
TDW	HOSE	221,00	17,30	6,89	0,15	33,94	14,22	4,89	13,76	7,03	1.200
THW	UPCOM	62,50	12,11	6,52	0,00	12,15	7,15	4,12	38,87	0,77	

Nguồn: RongViet Research

Từ tháng 7 năm 2015, nhà máy nước Thủ Đức III do CTCP Đầu tư và Kinh doanh nước sạch Sài Gòn – SWIC (REE giữ 40%) nhà máy như Tân Hiệp 2 và Thủ Đức đi vào hoạt động ổn định, chúng tôi đánh giá lĩnh vực nước sạch sẽ trở thành mảng đóng góp thu nhập lớn và ổn định cho REE bên cạnh vai trò và cân bằng sự biến động về KQKD của các doanh nghiệp điện.



Hoạt động kinh doanh của các nhà máy điện liên kết sẽ gặp khó khăn trong năm 2016 nhưng lợi nhuận từ LDLK vẫn có thể tăng trưởng nhẹ nhờ đóng góp từ PPC

Nhìn chung, tình hình thủy văn năm 2016 sẽ diễn biến bất lợi cho các doanh nghiệp thủy điện trong hệ thống của REE như TBC, TMP, thủy điện Sông Ba Hạ, thủy điện Srok Phu Mieng. Do không tích đủ nước trong mùa mưa 2015, mực nước tại hầu hết các hồ thủy điện đang thấp hơn so với cùng kỳ. Trong đó, thủy điện Sông Ba Hạ nằm ở miền Trung và TMP ở miền Nam nên chịu ảnh hưởng nặng nhất từ El Nino. Giữa tháng 3, Trung Quốc đã thông báo nâng mức xả các hồ thủy điện ở đầu nguồn sông Mekong từ 1.100 m³/giây lên 2.190 m³/giây. Với vị trí ở thượng nguồn và việc sở hữu hồ điều hòa năm, hoạt động phát điện của các nhà máy như TBC sẽ tương đối thuận lợi hơn. Năm 2016 TBC đặt kế hoạch sản lượng sản xuất và sản lượng thương phẩm đều cao hơn so với 2015 trong khi kế hoạch LNST 2016 là 105 tỷ, chỉ giảm 9% so với thực hiện 2015.

Hình 7: Diễn biến cặp tỷ giá VNDJPY qua các năm



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Là công ty liên kết lớn nhất của REE, hoạt động kinh doanh chính của PPC được dự báo vẫn ổn định trong với sản lượng điện thương phẩm năm 2016 ước tính khoảng 5,68 tỷ Kwh, chỉ giảm nhẹ so với năm trước. Chúng tôi ước tính, trong kịch bản cơ sở là đồng yên sẽ tăng giá 10% so với VND, PPC có thể ghi nhận lỗ CLTG khoảng 400 tỷ đồng năm 2016. Nhưng do không còn phải trích lập cho Nhiệt điện Quảng Ninh nên chúng tôi LNST của PPC vẫn có thể duy trì so với 2015. Mặt khác, nhiệt điện Quảng Ninh đang vận hành ổn định với hiệu quả liên tục được cải thiện. Do vậy, không loại trừ khả năng PPC có thể ghi nhận hoàn nhập dự phòng cho nhiệt điện Quảng Ninh trong năm nay.

Nói tóm lại, năm 2016, lợi nhuận từ nhóm công ty LDKD của REE có thể duy trì ổn định trong khi các hoạt động chính, đặc biệt là mảng M&E, được dự báo có thể cải thiện tích cực. Lợi nhuận LDLK (sau khi trừ cổ tức) của REE năm 2016 được dự phóng ở mức 335 tỷ đồng, giảm nhẹ 5% so với 2015 trong khi thu nhập từ cổ tức có thể tăng mạnh nhờ việc PPC tăng tỷ lệ cổ tức tiền mặt lên 25%. Như vậy, doanh thu hợp nhất năm 2016 của REE được dự báo tăng nhẹ 3%, đạt 2.718 tỷ đồng trong khi LNST hợp nhất có thể tăng trưởng khoảng 13%, đạt 960 tỷ đồng và tương ứng với EPS cả năm khoảng 3.097 đồng.

Quan điểm và định giá:

REE luôn được xem là một doanh nghiệp mạnh với hiệu quả kinh doanh cao, năng lực tài chính vững vàng và quản trị doanh nghiệp tốt. Kết quả LNST của Công ty năm 2015 có sự chững lại do ảnh hưởng của việc PPC ghi nhận lỗ tỷ giá và trích lập dự phòng lớn. Dù vậy, các mảng kinh doanh cốt lõi của REE vẫn duy trì được hiệu quả cao.

Trong khi lợi nhuận từ nhóm công ty điện liên kết còn nhiều biến động, mảng kinh doanh nước sạch và văn phòng cho thuê có tiềm năng trở thành động lực tăng trưởng của REE trong dài hạn. Cuối năm 2015, nhà máy nước Thủ Đức 3 (REE nắm 40%) chính thức đi vào hoạt động. Cộng với nhà máy Tân Hiệp 2 (REE giữ 32%) dự kiến vận hành thương mại từ giữa năm nay, chúng tôi ước tính REE sẽ sở hữu công suất phát nước lên đến 340.00m³/ngày đêm vào năm 2017. Bên cạnh đó, trong điều kiện nhu cầu văn phòng tại TP.HCM đang gia tăng nhanh chóng, việc đầu tư dự án e.town Central (35.000m² sàn) và tăng gấp đôi diện tích sàn cho thuê trong vòng 5 năm tới là bước đi được đánh giá cao.

Năm 2016, tuy ngành điện sẽ có một số khó khăn, tăng trưởng lợi nhuận từ các mảng kinh doanh truyền thống sẽ giúp bù đắp phần lớn sự sụt giảm trong lợi nhuận LDLK. Nhờ đó, LNST năm 2016 của REE ước tính có thể tăng trưởng khoảng 14% so với năm 2015. Sử dụng phương pháp Tổng giá trị thành phần (TSOP) chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu REE mức giá mục tiêu là **26.800 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 18/05/2016 là 28% và tương ứng với vốn hóa thị trường là 8.309 tỷ đồng.

PHỤ LỤC
Bảng 7: Dự báo nhu cầu sử dụng nước của Tp.HCM

Nhu cầu	Năm 2015 (m ³ /ngày đêm)	Năm 2025 (m ³ /ngày đêm)
Nhu cầu sử dụng nước sinh hoạt	1.420.000	1.887.000
Nhu cầu sử dụng nước công nghiệp	165.000	246.000
Nhu cầu sử dụng nước các loại hình dịch vụ khác	340.000	589.000
Nước thất thoát	825.000	848.000
Tổng nhu cầu sử dụng nước	2.750.000	3.570.000

Nguồn: Quyết định 729/QĐ-TTg

Bảng 8: Quy hoạch cấp nước của Tp.HCM

Nhà máy nước	Công suất (m ³ /ngày đêm)		
	Năm 2010	Năm 2015	Năm 2025
Nguồn sông Đồng Nai/Hồ Trị An			
Nhà máy nước Thủ Đức	750.000	750.000	750.000
Nhà máy nước Thủ Đức II (BOO)	300.000	300.000	300.000
Nhà máy nước Thủ Đức III (năm 2012)		300.000	300.000
Nhà máy nước Thủ Đức IV (sau năm 2018)			300.000
Nhà máy nước Thủ Đức V (năm 2024)			500.000
Nhà máy nước Bình An	100.000	100.000	100.000
Tổng công suất	1.150.000	1.450.000	2.250.000
Nguồn sông Sài Gòn/Hồ Dầu Tiếng			
Nhà máy nước Tân Hiệp I	300.000	300.000	300.000
Nhà máy nước Tân Hiệp II (2015)		300.000	300.000
Nhà máy nước Tân Hiệp III (2020)			300.000
Nhà máy nước Kênh Đông I (năm 2012)		200.000	200.000
+ Cấp cho nội thành		150.000	150.000
+ Cấp cho Củ Chi		50.000	50.000
Nhà máy nước Kênh Đông II (năm 2015 cấp cho Củ Chi và Long An)		150.000	250.000
Tổng công suất	300.000	950.000	1.350.000
Nguồn nước ngầm			
Tổng công suất	694.861	440.000	100.000
Tổng cộng công suất toàn thành phố:	2.144.861	2.840.000	3.700.000

Nguồn: Quyết định 729/QĐ-TTg

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	2.413,4	2.629,4	2.643,4	2.718,1
Giá vốn	1.810,3	1.826,8	1.752,1	1.810,6
Lãi gộp	603,1	802,6	891,3	958,2
Chi phí bán hàng	49,6	45,4	54,5	59,8
Chi phí quản lý	166,2	131,3	181,8	192,4
Thu nhập từ HĐTC	352,7	459,5	429,8	486,4
Chi phí tài chính	86,2	42,2	83,3	69,6
Lợi nhuận khác	5,1	52,7	6,9	5,8
Lợi nhuận trước thuế	1.087,6	1.262,4	1.045,7	1.058,3
Thuế TNDN	111,8	163,8	157,6	144,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	-0,1	36,7	35,0	33,7
LNST (Cty mẹ)	975,8	1.062,0	853,1	960,2
EBIT	1.144,7	1.299,8	1.119,6	1.113,1
EBITDA	1.205,8	1.361,0	1.252,4	1.240,3

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013	2014	2015E	2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	0,7	8,9	0,5	2,8
Lợi nhuận HKKD	-2,7	61,6	4,7	7,8
EBITDA	37,8	12,9	-8,0	-1,0
EBIT	37,2	13,6	-13,9	-0,6
Lợi nhuận sau thuế	48,6	8,8	-19,7	12,6
Tổng tài sản	5,8	20,8	14,3	1,0
Vốn chủ sở hữu	23,3	13,7	7,2	7,9
Tốc độ tăng trưởng nội tại	11,8	11,4	6,9	9,9
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	25,0	30,5	33,7	35,3
LN HKKD / Doanh thu	16,0	23,8	24,8	26,0
EBITDA/ Doanh thu	50,0	51,8	47,4	45,6
EBIT/ Doanh thu	47,4	49,4	42,4	41,0
LNST/ Doanh thu	40,4	40,4	32,3	35,3
ROA	14,4	13,8	9,5	9,9
ROIC or RONA	21,7	21,0	15,7	14,5
ROE	20,7	19,1	13,9	14,6
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh, phải thu	2,6	2,6	2,2	2,2
Vòng quay hàng tồn kho	3,5	3,2	3,1	3,3
Vòng quay khoản phải trả	2,2	2,3	1,5	1,2
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,8	1,9	1,7	2,0
Nhanh	1,4	1,5	1,4	1,6
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	33,7	34,9	46,2	36,0
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	5,5	5,1	6,8	6,8
Vay dài hạn/ Vốn CSH	4,6	6,9	8,9	8,5

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	536	1.037	1.420	1.301
Đầu tư tài chính ngắn hạn	417	250	381	458
Các khoản phải thu	1.003	1.031	1.369	1.060
Tồn kho	544	598	547	565
Tài sản ngắn hạn khác	63	50	30	31
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	2.562	2.967	3.747	3.415
Tài sản cố định hữu hình	21	494	450	298
Tài sản cố định vô hình	14	35	34	29
Xây dựng cơ bản dở dang	7	34	316	632
Bất động sản đầu tư	688	635	585	527
Đầu tư tài chính dài hạn	3.629	4.117	4.369	4.588
Tài sản dài hạn khác	34	41	108	219
Lợi thế thương mại	0	79	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	4.393	5.437	5.862	6.293
TỔNG TÀI SẢN	6.954	8.403	9.609	9.708
Tiền hàng phải trả và ứng trước	731	887	1.439	960
Khoản phải trả ngắn hạn khác	403	363	356	318
Vay và nợ ngắn hạn	285	301	430	462
Vay và nợ dài hạn	238	410	561	581
Khoản phải trả dài hạn khác	95	104	139	139
Tổng nợ	1.752	2.065	2.926	2.460
Vốn chủ sở hữu	5.197	5.910	6.334	6.837
Vốn đầu tư của CSH	2.637	2.691	2.696	3.101
Lợi nhuận giữ lại	1.354	1.939	2.350	2.767
Các quỹ	203	236	237	323
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	5.197	5.910	6.334	6.837
Lợi ích cổ đông thiểu số	5	428	349	410
TỔNG NGUỒN VỐN	6.953	8.403	9.609	9.708
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
LNST	1.087,6	1.262,4	1.045,7	1.058,3
Khấu hao	61,2	57,1	132,7	127,2
Các điều chỉnh	-648,5	-632,6	-380,7	20,4
Thay đổi vốn lưu động	-540,9	-38,2	-23,4	-372,9
Tiền thuần từ HĐKD	-40,7	648,8	774,4	833,0
Thay đổi TSCĐ	-9,7	-43,4	-322,7	-231,0
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-1.455,9	-339,8	-307,6	-379,4
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	320,9	360,9	457,4	-18,4
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-44,1	-22,4	-172,9	-628,8
Nhận/trả lại vốn góp	0,8	32,7	1,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	168,4	263,1	288,4	102,4
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ,	-382,3	-419,8	-509,8	-425,5
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-213,2	-124,0	-220,4	-323,1
Tiền thuần trong kỳ	-298,0	502,3	381,1	-118,9
Tiền đầu năm	834,7	535,8	1.036,7	1.419,7
Ảnh hưởng của tỷ giá	-0,9	-1,5	2,0	0,0
Tiền cuối kỳ	535,8	1.036,7	1.419,7	1.300,9

BÁO CÁO CẬP NHẬT CÔNG TY

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%	<-15%
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, 2016.**