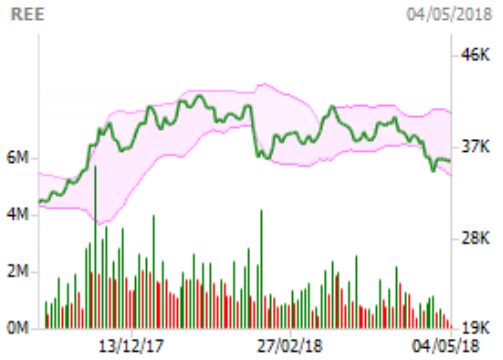
CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH (REE - HSX)

Báo cáo lần đầu 11/05/2018

Khuyến nghị:	**MUA**
Giá mục tiêu (VND):	43.000
Tiềm năng tăng giá:	21%
Cổ tức:	16%
Lợi suất cổ tức:	4%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu 11/05/2018

Giá hiện tại (VND)	35.750
Số lượng CP niêm yết	310.058.841
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3.100,59
Vốn hóa TT(tỷ VND)	11.038,09
Khoảng giá 52 tuần (VND)	28.200-42.100
% Sở hữu nước ngoài	36,3%
% Giới hạn sở hữu NN	100%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	3.171	3.731	4.441
BV (vnd)	24.787	24.903	28.038
Cổ tức(%)	16%	16%	16%
ROA(%)	9,47	10,41	10,72
ROE(%)	13,55	15,18	16,78

Hoạt động chính

Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh được thành lập từ năm 1977 và hoạt động đến nay. Công ty tổ chức theo mô hình công ty "holding" hoạt động trong 3 lĩnh vực chính: điện; cho thuê văn phòng và kinh doanh BĐS; dịch vụ cơ điện lạnh (M&E).

Nguồn: VNCS tổng hợp

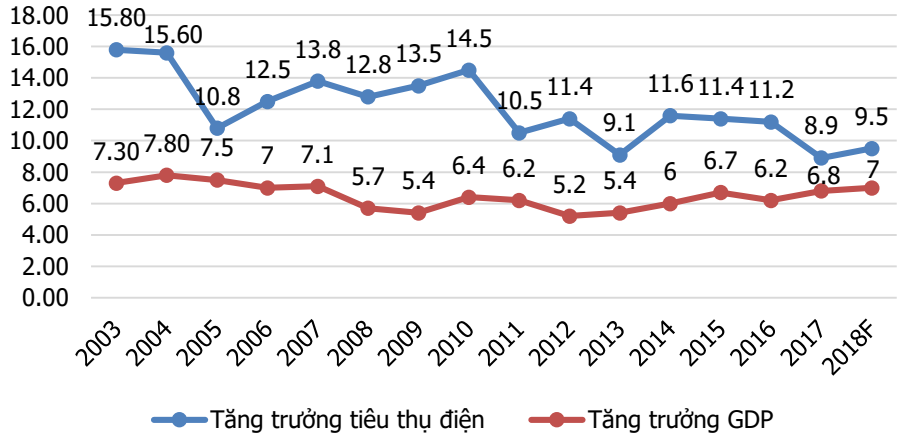
TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN CỦA REE TRONG NĂM 2018

Kết quả kinh doanh ngành điện lực những năm qua

Sau hơn 5 năm vận hành, thị trường điện Việt Nam đã có những thành công cơ bản. Hệ thống điện tiếp tục được vận hành an toàn tin cậy, cung cấp đủ điện phục vụ phát triển kinh tế - xã hội, không có sự cố phát sinh từ việc vận hành thị trường điện.

Tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ điện luôn lớn hơn tốc độ tăng trưởng GDP dù có khá nhiều biến động qua mỗi năm nhưng vẫn khẳng định thực tế ngành điện lực luôn duy trì mức độ tăng trưởng cao.

Tốc độ tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ và tăng trưởng GDP



(Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam)

Tổng công suất của các nhà máy điện tính tới tháng 11/2016 tại miền Bắc là 15.516 MW, miền Trung là 9.275 MW và miền Nam là 15.455 MW. Thủy điện chiếm tỷ trọng lớn về công suất ở cả ba miền. Các nhà máy nhiệt than chiếm khoảng 50% về công suất tại miền Bắc và miền Trung và khoảng 15% tại miền Nam. Trong khi đó, các nhà máy nhiệt khí chỉ nằm tại miền Nam, tận dụng nguồn khí tự nhiên từ các bể khí phía Nam của biển Đông. Nhóm nhà máy nhiệt khí có tỷ trọng lớn nhất về công suất tại miền Nam, chiếm khoảng 50% tổng công suất phát điện.

Tính đến cuối năm 2017, đã có 80 nhà máy điện trực tiếp tham gia thị trường điện, với tổng công suất đặt 22.432 MW, chiếm 52,8% tổng công suất đặt toàn hệ thống. Năm 2018 sẽ có 81 nhà máy trực tiếp tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, trong đó có 21 nhà máy nhiệt điện và 60 nhà máy thủy điện.

Định hướng phát triển nguồn điện trong thời gian tới

Theo Quy hoạch điện VII, quy hoạch phát triển nguồn điện trong tương lai như sau:

- Năm 2020: Tổng công suất các nhà máy điện khoảng 75.000 MW, trong đó: Thủy điện chiếm 23,1%, thủy điện tích năng 2,4%, nhiệt điện than 48,0%, nhiệt điện khí đốt 16,5%, nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo 5,6%, điện hạt nhân 1,3% và nhập khẩu điện 3,1%.
  Điện năng sản xuất và nhập khẩu năm 2020 khoảng 330 tỷ kWh, trong đó: Thủy điện chiếm 19,6%, nhiệt điện than 46,8%, nhiệt điện khí đốt

24,0%, nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo 4,5%, điện hạt nhân 2,1% và nhập khẩu điện 3,0%.

- Định hướng đến năm 2030: Tổng công suất các nhà máy điện khoảng 146.800 MW, trong đó: Thủy điện chiếm 11,8%, thủy điện tích năng 3,9%, nhiệt điện than 51,6%, nhiệt điện khí đốt 11,8%; nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo 9,4%, điện hạt nhân 6,6% và nhập khẩu điện 4,9%.

  Điện năng sản xuất năm 2030 là 695 tỷ kWh, thủy điện chiếm 9,3%, nhiệt điện than 56,4%, nhiệt điện khí đốt 14,4%, nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo 6,0%, điện hạt nhân 10,1% và nhập khẩu điện 3,8%

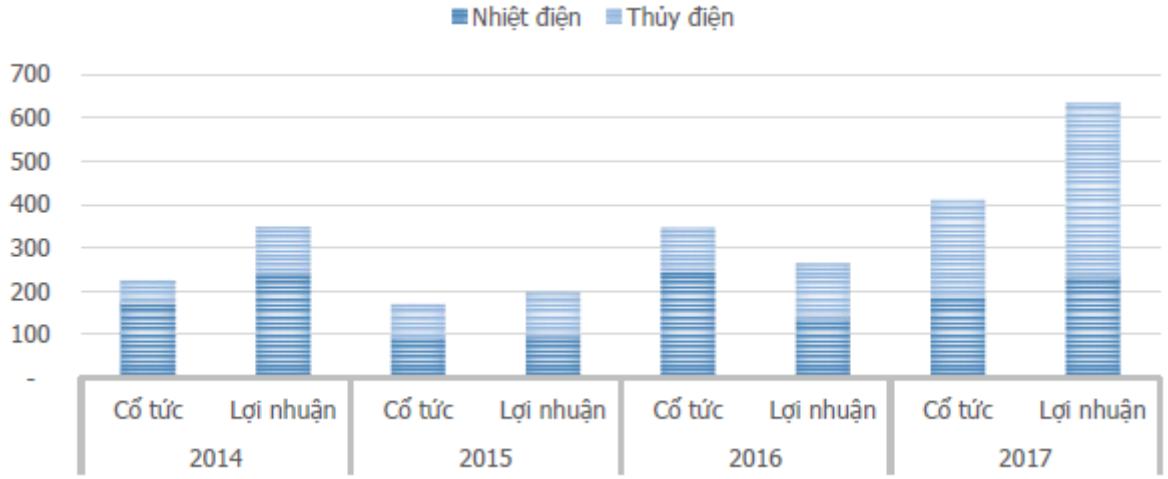
Như vậy, ngành điện lực Việt Nam luôn giữ được đà tăng trưởng cao, và nhu cầu sử dụng điện cũng ngày một tăng lên. Thực tế này tạo môi trường thuận lợi cho sự phát triển và mở rộng của các doanh nghiệp kinh doanh điện trong hiện tại và tương lai.

CÁC MẢNG HĐKD CHÍNH CỦA REE PHÁT TRIỂN TÍCH CỰC

REE ngày càng lớn mạnh trong kinh doanh hạ tầng điện và nước

Các công ty con và công ty liên kết của REE hầu hết đều hoạt động ở mảng sản xuất và cung cấp điện. Tính đến cuối năm 2017, REE đã sở hữu danh mục công ty con và công ty liên kết xấp xỉ 4.900 tỷ đồng, chiếm 34% tổng tài sản hợp nhất, trong đó bao gồm 2 nhà máy nhiệt điện, 7 nhà máy thủy điện, 1 nhà máy điện gió và 1 công ty truyền tải điện. Lợi nhuận mà các công ty này mang lại chiếm gần một nửa tổng lợi nhuận của REE năm 2017.

Cổ tức và lợi nhuận từ danh mục công ty liên kết ngành điện của REE



(Nguồn: BCTN REE)

Về danh mục kinh doanh nước, tính đến cuối năm 2017, REE đã đầu tư liên kết 4 nhà máy nước gồm Thủ Đức III, Tân Hiệp II, B.O.O Thủ Đức, Vinaconex với công suất thiết kế 300.000 m^3/ngày/nhà máy và 3 công ty cung cấp nước. Trong năm 2017, lợi nhuận sau thuế từ danh mục ngành nước đạt 94 tỷ đồng, tăng 27% so với cùng kỳ nhờ nhà máy Thủ Đức III hoạt động ở công suất cao.

Một số chỉ tiêu tài chính tổng hợp của REE Infrastructures

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Tổng vốn đầu tư ngành điện, nước	6.475	5.603	15,6	
Lợi nhuận sau thuế	633	352	79,8	661(mảng điện) 134(mảng nước)

(Nguồn: BCTN REE)

Trong năm 2018, REE chủ trương tiếp tục mở rộng đầu tư vào ngành điện nhằm tăng tỷ lệ sở hữu, tăng công suất sở hữu và tăng hiệu quả đầu tư vào ngành điện một cách bền vững lâu dài. Ước tính lợi nhuận sau thuế mảng điện của REE năm 2018 là 661 tỷ (+23% so với cùng kỳ) nhờ vào các điểm mấu chốt: (1) PPC duy trì đà phục hồi sau tái cơ cấu nợ vay, (2) nhóm thủy điện vẫn được hưởng một năm tương đối thuận lợi và (3) đóng góp từ các công ty mới trong danh mục như Thủy điện Miền Trung (CHP – công suất 170 MW, lợi nhuận sau thuế 2018 dự phóng 373 tỷ đồng, REE tăng tỷ lệ sở hữu từ 14% lên 20% trong 6 tháng cuối 2017), Phong điện Thuận Bình (hoạt động trong nhóm năng lượng tái tạo, công suất 24 MW, hoạt động từ tháng 9/2016, số giờ vận hành bình quân giả định 2.800 giờ/năm, REE sở hữu 25% trong 6 tháng đầu 2017).

Đối với danh mục nước, REE ước tính tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế sẽ đạt 43% trong năm 2018 nhờ việc đầu tư liên kết CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (VCW – Lợi nhuận sau thuế dự phóng năm 2018 đạt 169 tỷ đồng), trong 6T cuối năm 2017 REE đã sở hữu 35% trong Công ty này, cùng sự đóng góp công suất hoạt động cao từ năm 2018 của nhà máy Tân Hiệp II sau khi bắt đầu vận hành từ cuối năm 2016 (150.000 m^3/ngày).

Mảng văn phòng cho thuê và bất động sản luôn đạt công suất tối đa

Lĩnh vực Dịch vụ văn phòng cho thuê

REE Property là đơn vị kinh doanh và quản lý bất động sản cho thuê với tổng diện tích văn phòng cho thuê hơn 130.000 m^2. Hoạt động phát triển và khai thác bất động sản của REE đã và đang lớn mạnh không ngừng, các cao ốc văn phòng được REE đầu tư phát triển và khai thác hiệu quả:

- Tòa nhà IDC: 163 Hai Bà Trưng, Phường 6, Quận 3, TP.HCM
- Tòa nhà Maison: 180 Pasteur, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP.HCM
- Tòa nhà Reecorp: 366 Nguyễn Trãi, Quận 5, TP.HCM
- Tòa nhà REE Tower: 9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TP.HCM
- Tòa nhà e.town Central: 11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TP.HCM

Tỷ lệ cho thuê văn phòng của REE Property duy trì ở mức 100% trong năm 2017.

Một số chỉ tiêu tài chính của REE Property

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Doanh thu	511	507	0,8	656
Lợi nhuận sau thuế	278	276	0,7	280

(Nguồn: BCTN REE)

Trong thời gian tới, dự án tòa nhà văn phòng mới e.town 5 (thuộc khu văn phòng e.town – Cộng Hòa, quận Tân Bình, TP.HCM) với tổng diện tích cho thuê dự kiến là 17.000 m^2 được khởi công xây dựng vào Quý 1 năm 2018, dự kiến hoàn thành và chính thức đưa vào hoạt động trong 6 tháng đầu năm 2019. Tỷ lệ lấp đầy dự kiến đạt 97% theo mức bình quân thị trường từ năm thứ 2 hoạt động và góp phần đẩy mạnh lợi nhuận sau thuế của mảng cho thuê văn phòng, đạt mức tăng 15%-17%/năm đến năm 2020. Ngoài ra, REE Property tiếp tục tìm kiếm dự án mới để gia tăng hoạt động cho thuê văn phòng như mục tiêu gấp đôi diện tích sàn trong 5 năm tới.

Lĩnh vực Bất động sản

REE Land, VIID (công ty con) và SGR (công ty liên kết, sở hữu 29%) là các công ty hoạt động trong lĩnh vực phát triển các dự án BĐS của REE. Từ năm 2016, lĩnh vực này mới bắt đầu đem lại lợi nhuận tương đối cho REE từ dự án Khu đô

thị Ngọc Bảo Viên – Quảng Ngãi (VIID) và dự án Khu căn hộ SaigonRes Plaza – HCM (SGR).

Kết thúc năm 2017, hoạt động phát triển bất động sản đạt doanh thu 407 tỷ, lợi nhuận tăng 5,8% đạt 128 tỷ đồng nhờ trong năm này, VIID bàn giao nốt cho người mua những lô đất cuối cùng trong khu đô thị Nam Lê Lợi tại tỉnh Quảng Ngãi. Bên cạnh đó, SaigonRes ghi nhận doanh thu từ dự án Khu căn hộ SaigonRes Plaza và dự án Khu chung cư An Phú 1 và An Phú 2.

Một số chỉ tiêu tài chính của REE Real Estate

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Doanh thu	407	226	80,1	790
Lợi nhuận sau thuế	128	121	5,8	189

(Nguồn: BCTN REE)

Lợi nhuận của REE Real Estate trong năm 2018 dự kiến đến từ SGR với kế hoạch chuyển nhượng quyền sử dụng đất dự án Saigon Riverside và từ VIID với kế hoạch chuyển nhượng một phần dự án Đức Giang (Hà Nội, 7ha đất nền và villa, khởi công trong quý 2 năm 2018).

Kế hoạch đầu tư dự án bất động sản của SGR

Dự án	Vị trí	Quy mô	m2	Khởi công	Hoàn thành	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Lợi nhuận dự kiến (tỷ đồng)
Chung cư nhà ở xã hội An Phú Đông	Quận 12, HCM	Diện tích sàn XD	25.525	Q1/2017	Q4/2018	320	35
Chung cư An Phú 1	Quận Thủ Đức, HCM	Diện tích sàn XD	27.045	Q2/2018	Q1/2020	410	105
Chung cư An Phú 2	Quận Thủ Đức, HCM	Diện tích sàn XD	28.640	Q2/2018	Q1/2020	425	115
Saigon Riverside	Quận Thủ Đức, HCM	Diện tích sàn XD	332.385	Q2/2018	Q2/2022	4.750	1.250
SaigonRes Condo Hotel	Vũng Tàu	Diện tích sàn XD	124.000	Q1/2018	Q3/2020	1.400	350
Trung tâm thương mại số 12/10 Trần Não	Quận 2, HCM	Diện tích sàn XD	7.213	Q2/2018	Q2/2019	86	25
Khu dân cư xã Phú Hội	Nhơn Trạch, Đồng Nai	Diện tích sàn XD	69.478	Q1/2018	Q1/2023	1.000	120
Cải tạo xây dựng mới cụm chung cư lô chữ khu cư xá Thanh Đa	Quận Bình Thạnh, HCM		794.294			7.000	1.800
Khu nhà nghỉ thấp tầng	Quận 9, HCM	Diện tích khu đất	80.060			300	80
Văn Lâm Bình Thuận	Hàm Thuận Nam, Bình Thuận	Diện tích khu đất	520.000	Q1/2019	Q4/2021	300	80

(Nguồn: SGR, VNCS tổng hợp)

Mảng Cơ điện công trình (M&E) luôn là mảng mang lại doanh thu lớn nhất cho REE và có nhiều tiềm năng tăng trưởng trong năm 2018

REE M&E là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại Việt Nam với kinh nghiệm thi công công trình M&E trong các lĩnh vực cơ sở hạ tầng, thương mại và công nghiệp. Với hơn 30 kinh nghiệm, REE M&E cung cấp hệ thống cơ điện đáp ứng tốt và phù hợp nhất yêu cầu công trình của khách hàng và cũng như các dịch vụ

tư vấn, thiết kế, cung cấp, lắp đặt, vận hành và bảo dưỡng một cách chuyên nghiệp, đáp ứng các tiêu chuẩn cao nhất về kỹ thuật, chất lượng và tiến độ.

REE M&E đã thực hiện hàng trăm công trình trên khắp mọi miền đất nước, trong đó có nhiều công trình nổi bật và mang tầm vóc ở Việt Nam như Trung tâm Hội nghị Quốc gia, Nhà Quốc hội, Cảng hàng không quốc tế Nội Bài T2, Cảng hàng không quốc tế Tân Sân Nhất, Trung tâm Truyền hình Việt Nam, Khách sạn Pullman, Khách sạn Sheraton Đà Nẵng, Tòa nhà Vietcombank,…

Về mặt tài chính, M&E là hoạt động mang về doanh thu lớn nhất cho REE (chiếm 48% tổng doanh thu), năm 2017 REE M&E đạt lợi nhuận sau thuế tăng 8,7% so với năm 2016. Tổng giá trị hợp đồng ký mới năm 2017 đạt 3.728 tỷ đồng, nâng tổng giá trị hợp đồng lũy kế lên 5.405 tỷ đồng. Những con số này đã tái lập một năm kinh doanh vượt trội của REE M&E.

Một số chỉ tiêu tài chính của REE M&E

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Tổng giá trị hợp đồng ký mới	3.728	2.058	81,1	2.400
Doanh thu	2.377	1.739	36,7	2.700
Lợi nhuận sau thuế	322	296	8,7	240

(Nguồn: BCTN REE)

Năm 2018 được kỳ vọng là một năm lợi thế cho sự phát triển của REE M&E nhờ dư địa tăng trưởng của ngành cơ sở hạ tầng và sự phục hồi của ngành BĐS. Trước nguồn cầu lớn trong lĩnh vực cơ điện lạnh, REE cho biết sẽ tập trung phát triển các dự án có biên lợi nhuận cao như các dự án cơ sở hạ tầng sân bay, khách sạn 5 sao, chung cư cao cấp, văn phòng.

Kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất tích cực

Kết quả hoạt động kinh doanh 4 năm gần nhất của REE cho thấy sự tăng trưởng tích cực của các chỉ tiêu sinh lời. Doanh thu tăng trưởng từ 2.629 tỷ đồng năm 2014 lên mức 4.995 tỷ đồng năm 2017, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân 24%/năm. Trong đó, doanh thu tăng trưởng mạnh với mức 37%-38% từ năm 2016 nhờ các yếu tố sau: (1) hoạt động M&E phát triển mạnh từ các công trình lớn, (2) ghi nhận thêm doanh thu từ hoạt động kinh doanh BĐS như dự án Khu đô thị Ngọc Bảo Viên – Quảng Ngãi (VIID), (3) hợp nhất kết quả kinh doanh của CTCP phát triển điện nông thôn Trà Vinh (DTV) từ 2016 (sản lượng điện phân phối 199 triệu kWh, doanh thu thuần đạt 346 tỷ đồng năm 2016) và doanh thu TBC tăng 54% đạt 372 tỷ đồng trong năm 2017.

Lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng chậm hơn, từ 1.062 tỷ đồng năm 2014 lên 1.377 tỷ đồng năm 2017 và đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân 9%/năm. Sự tăng trưởng chậm của lợi nhuận ròng trong giai đoạn này là do ảnh hưởng của sự sụt giảm 20% lợi nhuận ròng trong năm 2015 vì PPC chịu khoản lỗ tỷ giá 280 tỷ so với lãi tỷ giá lớn trong 2 năm trước đó. Từ năm 2016, lợi nhuận REE đã tăng trưởng mạnh trở lại với mức 26%-28% do PPC đã khôi phục được mức lợi nhuận sau thuế (đạt 836 tỷ năm 2017, tăng trưởng 54% so với cùng kỳ) và nhóm thủy điện cũng cải thiện mạnh lợi nhuận sau thuế nhờ tình hình thời tiết thuận lợi. Dù biến động của lợi nhuận ròng kéo biên lợi nhuận ròng có xu hướng giảm trong 3 năm gần đây nhất nhưng giá trị biên lợi nhuận ròng vẫn luôn duy trì ở mức dương cao, từ 27,6% trở lên.

Sức khỏe tài chính hợp nhất an toàn

Tổng tài sản, nợ và vốn chủ sở hữu của REE đều tăng trưởng mạnh mẽ trong 4 năm gần đây nhất. Tổng tài sản của Công ty tăng từ 8.403 tỷ đồng năm 2014 lên 14.294 tỷ đồng năm 2017, đạt mức tăng trưởng cao nhất – 25% vào năm

2017. Vốn chủ sở hữu cũng tăng từ 6.338 tỷ đồng năm 2014 lên 8.693 tỷ đồng năm 2017. Tuy nhiên, tổng nợ lại là khoản có tỷ lệ tăng trưởng cao nhất khi tăng từ 2.064 tỷ đồng năm 2014 lên 5.601 tỷ đồng năm 2017, đạt mức tăng trưởng cao nhất 52% vào năm 2017 do REE đi vay để tập trung tài trợ cho các dự án mới. Dù thực tế này dẫn đến hệ số tổng nợ/tổng tài sản và tổng nợ/vốn chủ sở hữu có xu hướng tăng qua các năm nhưng vẫn duy trì ở ngưỡng an toàn với một Công ty hoạt động trong các lĩnh vực cần nguồn vốn đầu tư lớn như REE.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ VÀ KẾ HOẠCH HĐKD CỦA REE

Kết thúc năm tài chính 2017, REE đã đạt được một số kết quả kinh doanh như sau:

Danh mục kinh doanh	Doanh thu (tỷ VNĐ)	So với kế hoạch (%)	Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	So với kế hoạch (%)
REE M&E	2.377	+19%	322	+34%
Reetech	944	+31%	37	-14%
Cho thuê văn phòng	545	+1%	278	+1%
Bất động sản	407	-45%	128	-10%
Điện & Nước	722	+17%	633	+46%
Tổng cộng	**4.995**	**+8%**	**1.398**	**+23%**

(Nguồn: BCTN REE, VNCS tổng hợp)

Như vậy, REE đã hoàn thành hầu hết các chỉ tiêu kinh doanh đề ra theo từng lĩnh vực hoạt động. Ban lãnh đạo REE cũng đã đề ra kế hoạch kinh doanh cho năm 2018 như sau:

Danh mục kinh doanh	Doanh thu (tỷ VNĐ)	So với thực hiện 2017 (%)	Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	So với thực hiện 2017 (%)
REE M&E	2.700	+14%	240	-25%
Reetech	800	-15%	43	+16%
Cho thuê văn phòng	693	+27%	280	+1%
Bất động sản	790	+94%	189	+48%
Điện & Nước	712	-1%	617	-3%
Tổng cộng	**5.695**	**+14%**	**1.369**	**-2%**

(Nguồn: BCTN REE, VNCS tổng hợp)

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1 năm 2018 của REE như sau:

Danh mục kinh doanh	Doanh thu Q1/2018 (tỷ đồng)	Doanh thu Q1/2017 (tỷ đồng)	Chênh lệch (%)
REE M&E	497,71	619,21	-20%
Reetech	166,61	171,87	-3%
Cho thuê văn phòng & BĐS	152,12	142,35	7%
Điện & nhiên liệu	234,78	155,53	51%
Doanh thu thuần	**1.050,32**	**1.088,32**	**-3%**

(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

Như vậy, kết thúc quý 1 năm 2018, doanh thu thuần của REE giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước, đạt 1,051 tỷ đồng, trong đó, chúng ta chứng kiến sự sụt giảm mạnh nhất (-20%) của doanh thu từ hoạt động M&E và sự tăng vọt của doanh thu từ điện-nhiên liệu (+50%). Kết quả này thêm một lần nữa khẳng

định với chúng ta REE đang ngày càng phát triển mạnh trong kinh doanh điện và nhiên liệu. Bên cạnh đó, giá vốn hàng bán giảm mạnh (-7,5%) so với cùng kỳ giúp lợi nhuận gộp trong quý 1 đạt 322,2 tỷ đồng, tăng 6,7% so với cùng kỳ năm trước. Doanh thu tài chính đạt 41,6 tỷ đồng, tăng 41% so với cùng kỳ. Ngoài ra, REE còn ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng 66,4 tỷ đồng nên chi phí tài chỉnh chỉ âm 20,3 tỷ đồng trong khi con số cùng kỳ năm 2017 là 25,4 tỷ đồng. Lãi nhận được từ công ty liên kết là 162 tỷ đồng, tăng 8% so với quý 1 năm trước. Kết thúc quý 1, REE ghi nhận mức lãi sau thuế 416,3 tỷ đồng, tăng 19,3% so với quý 1 năm 2017.

Với quan điểm thận trọng, chúng tôi đánh giá khả năng hoàn thành tốt kế hoạch kinh doanh cả năm 2018 của REE, tương ứng với mức EPS dự kiến năm 2018 là 4.415 VNĐ.

KHUYẾN NGHỊ

Qua đánh giá kết quả kinh doanh của REE trong những năm vừa qua cùng việc nhận biết được chiến lược phát triển rõ ràng trong tương lai của Công ty này, chúng tôi đánh giá khả năng hoàn thành tốt kế hoạch kinh doanh năm 2018 của Công ty, tương ứng với mức EPS dự kiến năm 2018 là 4.415 VNĐ.

Bằng cách định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi ước tính thị giá hợp lý của cổ phiếu REE là 43.000 VNĐ/CP tương ứng với P/E đạt 9,69. Mức định giá này của chúng tôi cao hơn 21% so với thị giá hiện tại của REE là 35.600 VNĐ/CP. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu REE cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn trong 6-12 tháng tới.

TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

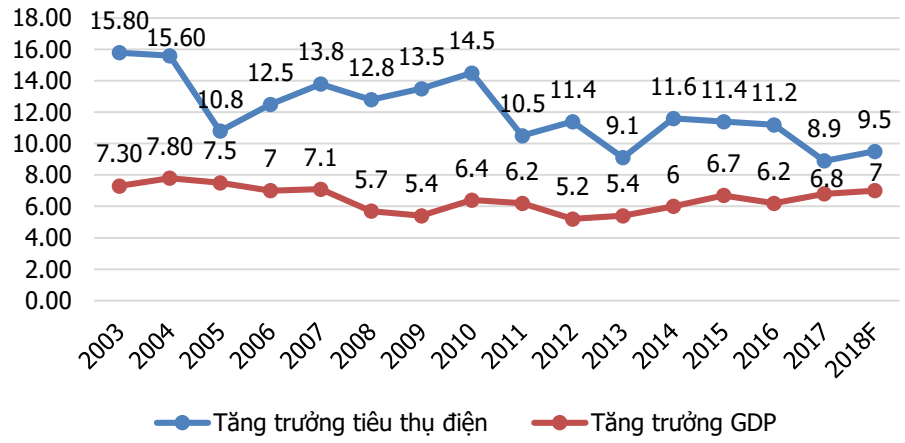
Tổng quan ngành điện lực

Kết quả kinh doanh ngành điện lực những năm qua

Sau hơn 5 năm vận hành, thị trường điện Việt Nam đã có những thành công cơ bản. Hệ thống điện tiếp tục được vận hành an toàn tin cậy, cung cấp đủ điện phục vụ phát triển kinh tế - xã hội, không có sự cố phát sinh từ việc vận hành thị trường điện.

Tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ điện luôn lớn hơn tốc độ tăng trưởng GDP dù có khá nhiều biến động qua mỗi năm nhưng vẫn khẳng định thực tế ngành điện lực luôn duy trì mức độ tăng trưởng cao.

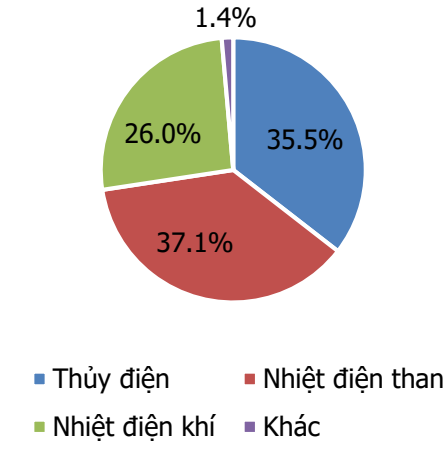
Tốc độ tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ và tăng trưởng GDP



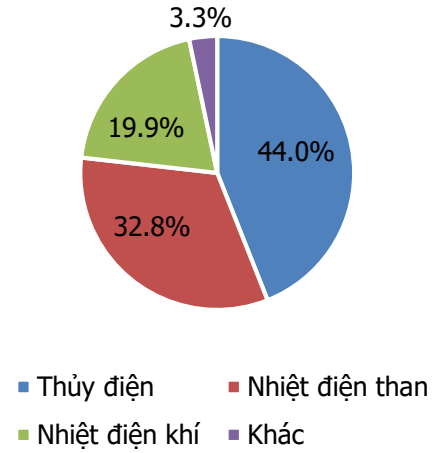
(Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam)

Ngành điện lực chia làm 3 nhóm nhà máy chính: thủy điện, nhiệt điện than, nhiệt điện khí. Tính đến năm 2016, tỷ trọng sản lượng và công suất điện theo từng nhóm nhà máy như sau:

Tỷ trọng sản lượng điện theo từng nhóm nhà máy

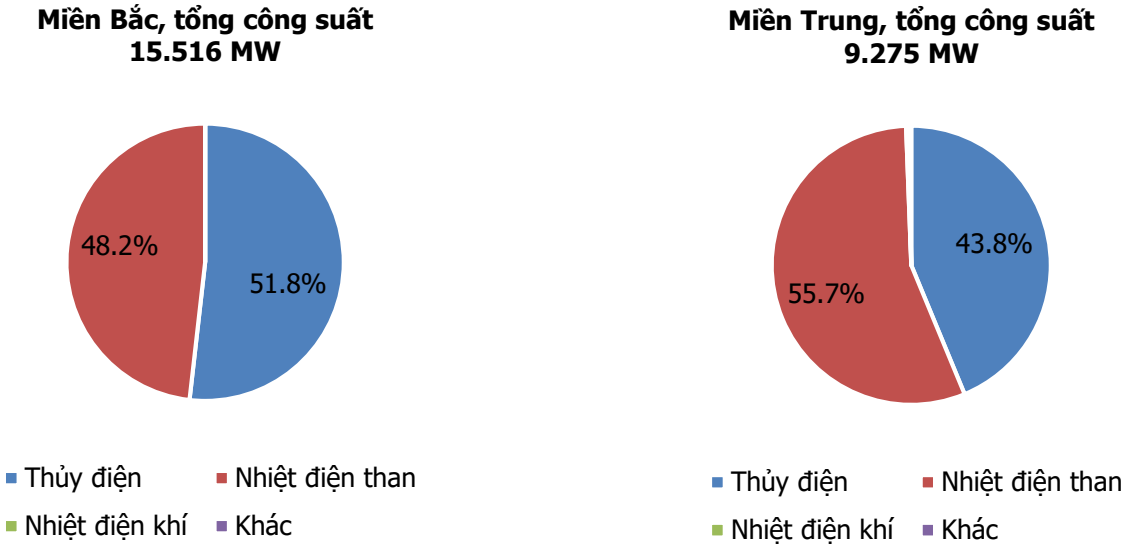


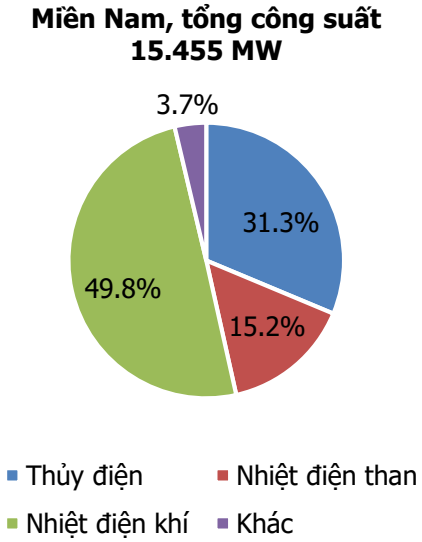
Tỷ trọng công suất điện theo từng nhóm nhà máy



(Nguồn: EVN)

Nếu xét theo vị trí địa lý thì cơ cấu công suất phát điện theo nhóm nhà máy được phân bổ như sau:



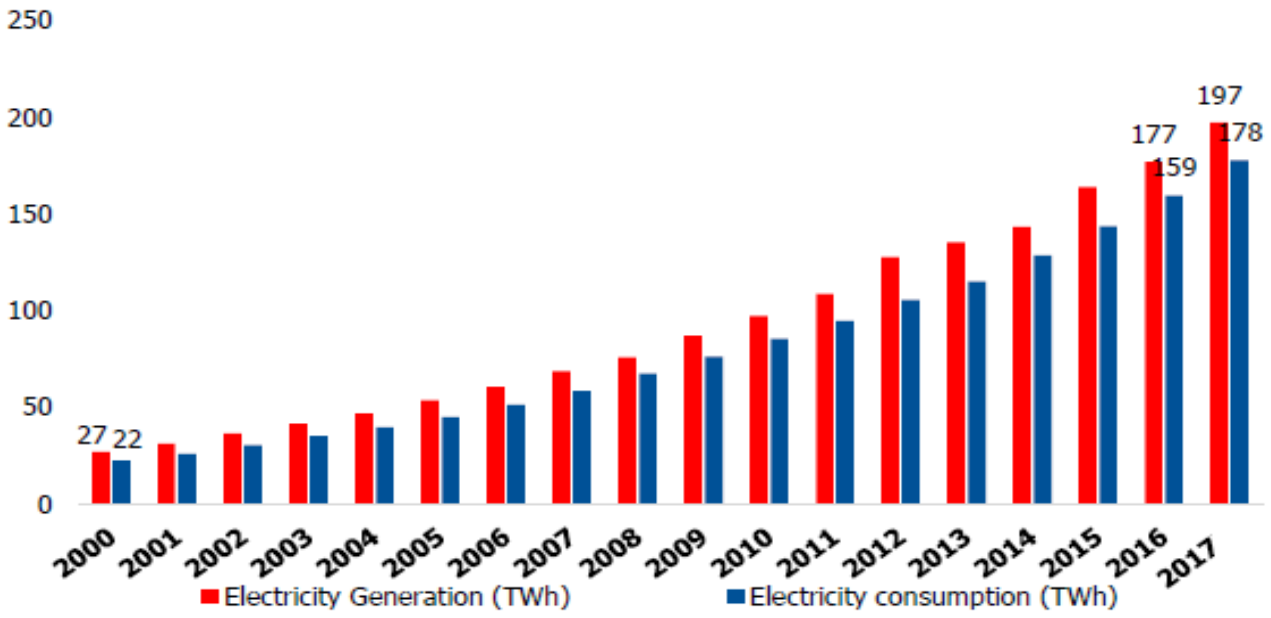


(Nguồn: EVN)

Tổng công suất của các nhà máy điện tính tới tháng 11/2016 tại miền Bắc là 15.516 MW, miền Trung là 9.275 MW và miền Nam là 15.455 MW. Thủy điện chiếm tỷ trọng lớn về công suất ở cả ba miền. Các nhà máy nhiệt than chiếm khoảng 50% về công suất tại miền Bắc và miền Trung và khoảng 15% tại miền Nam. Trong khi đó, các nhà máy nhiệt khí chỉ nằm tại miền Nam, tận dụng nguồn khí tự nhiên từ các bể khí phía Nam của biển Đông. Nhóm nhà máy nhiệt khí có tỷ trọng lớn nhất về công suất tại miền Nam, chiếm khoảng 50% tổng công suất phát điện.

Xét về cung cầu, sản lượng điện sản xuất luôn lớn hơn sản lượng điện tiêu thụ nhưng mức chênh lệch khá nhỏ, có thể nói số chênh lệch ở mức đủ dự phòng, không dư thừa quá nhiều. Vì vậy, cân đối cung và cầu về sản lượng điện khá hợp lý.

Sản lượng điện sản xuất và tiêu thụ giai đoạn 2000 – 2017



(Nguồn: EVN)

Tính đến cuối năm 2017, đã có 80 nhà máy điện trực tiếp tham gia thị trường điện, với tổng công suất đặt 22.432 MW, chiếm 52,8% tổng công suất đặt toàn hệ thống. Năm 2018 sẽ có 81 nhà máy trực tiếp tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, trong đó có 21 nhà máy nhiệt điện và 60 nhà máy thủy điện.

Dự báo nhu cầu điện và định hướng phát triển nguồn điện trong thời gian tới

Xét riêng năm 2018, La Nina với cường độ yếu trong quý I/2018 đã khiến cục diện ngành có nhiều điểm tương đồng như năm 2017. La Nina yếu kéo dài đến cuối tháng 3, mùa bão ở Biển Đông đến sớm hơn bình thường, mùa khô ở Tây Nguyên và miền Nam có mưa trái mùa. Với những tín hiệu trên, lượng mưa năm 2018 sẽ cao hơn mức trung bình nhiều năm nhưng vẫn ít khả năng vượt mức 2017. Vì vậy, tăng trưởng điện tiêu thụ năm 2018 được dự báo không quá cao, chỉ nhỉnh hơn mức tăng của năm 2017 là 0,6 điểm.

Xét về nhu cầu điện, nhu cầu điện thương phẩm được dự báo tăng ở mức khoảng 7,9%/năm trong giai đoạn 2016 – 2025, nghĩa là cao hơn mức 7%/năm của GDP trong cùng kỳ. Tuy nhiên, giai đoạn 2026 – 2035 nhu cầu điện lại tăng trưởng thấp hơn nhiều, chỉ khoảng 4,3%/năm.

Dự báo nhu cầu điện giai đoạn 2015 – 2035 theo các ngành

Thành phần	2015		2020		2025		2030		2035	
	GWh	%	GWh	%	GWh	%	GWh	%	GWh	%
Nông lâm thủy sản	2.327	1,6%	3.946	1,7%	4.550	1,3%	5.182	1,0%	5.781	0,9%
Công nghiệp xây dựng	77.189	54,0%	126.979	55,3%	203.584	58,6%	299.840	60,4%	402.461	60,7%
Dịch vụ thương mại	7.547	5,3%	13.248	5,8%	19.395	5,6%	26.840	5,4%	35.501	5,4%
Quản lý tiêu dùng dân cư	50.377	35,3%	76.411	33,3%	105.258	30,3%	140.919	28,4%	179.250	27,0%
Hoạt động khác	5.437	3,8%	9.106	4,0%	14.741	4,2%	23.923	4,8%	39.876	6,0%
Tổng điện thương phẩm	**142.877**	**100,0%**	**229.690**	**100,0%**	**347.528**	**100,0%**	**496.704**	**100,0%**	**662.869**	**100,0%**

(Nguồn: Bộ Công Thương Việt Nam)

Theo Quy hoạch điện VII, quy hoạch phát triển nguồn điện trong tương lai như sau:

- Năm 2020: Tổng công suất các nhà máy điện khoảng 75.000 MW, trong đó: Thủy điện chiếm 23,1%, thủy điện tích năng 2,4%, nhiệt điện than 48,0%, nhiệt điện khí đốt 16,5%, nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo 5,6%, điện hạt nhân 1,3% và nhập khẩu điện 3,1%.
  Điện năng sản xuất và nhập khẩu năm 2020 khoảng 330 tỷ kWh, trong đó: Thủy điện chiếm 19,6%, nhiệt điện than 46,8%, nhiệt điện khí đốt 24,0%, nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo 4,5%, điện hạt nhân 2,1% và nhập khẩu điện 3,0%.
- Định hướng đến năm 2030: Tổng công suất các nhà máy điện khoảng 146.800 MW, trong đó: Thủy điện chiếm 11,8%, thủy điện tích năng 3,9%, nhiệt điện than 51,6%, nhiệt điện khí đốt 11,8%; nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo 9,4%, điện hạt nhân 6,6% và nhập khẩu điện 4,9%.
  Điện năng sản xuất năm 2030 là 695 tỷ kWh, thủy điện chiếm 9,3%, nhiệt điện than 56,4%, nhiệt điện khí đốt 14,4%, nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo 6,0%, điện hạt nhân 10,1% và nhập khẩu điện 3,8%.

Kết luận

Như vậy, ngành điện lực Việt Nam luôn giữ được đà tăng trưởng cao, và nhu cầu sử dụng điện cũng ngày một tăng lên. Thực tế này tạo môi trường thuận lợi cho sự phát triển và mở rộng của các doanh nghiệp kinh doanh điện trong hiện tại và tương lai.

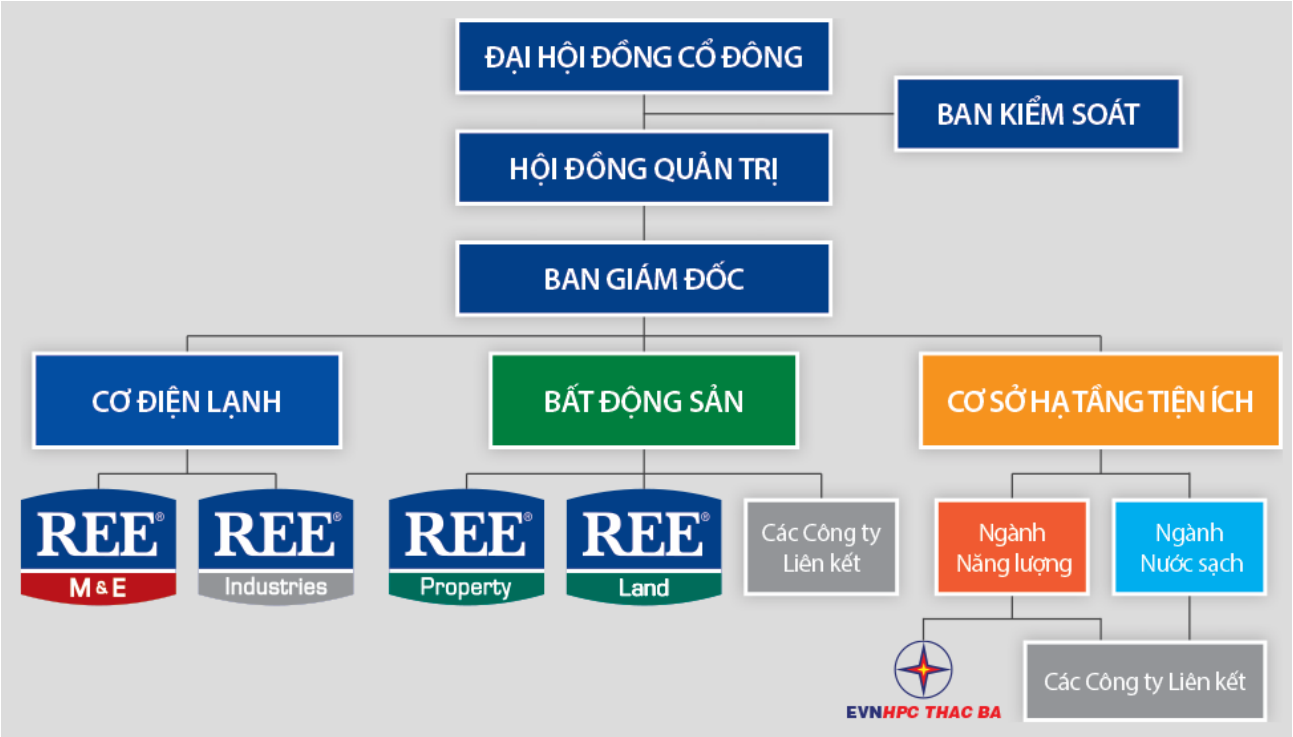
Tổng quan Công ty cổ phần Cơ điện lạnh (REE Corporation)

Lịch sử hình thành và phát triển

- 1997: Công ty được thành lập dựa trên cơ sở là một đơn vị nhà nước mà sau này được đổi tên thành Công ty Cơ điện lạnh.
- 1993: REE là một trong những đơn vị đầu tiên thực hiện Cổ phần hóa, mở đường cho việc nâng cao năng lực cạnh tranh.
- 2000: REE trở thành Công ty đầu tiên niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- 2001: REE đánh dấu bước đi đầu tiên trong lĩnh vực phát triển bất động sản bằng việc xây dựng tòa nhà văn phòng e.town 1.
- 2010: REE mở rộng đầu tư vào các ngành cơ sở hạ tầng điện và nước với mong muốn đáp ứng các nhu cầu xã hội thiết yếu này.
- 2017: REE nằm trong Top 30 Công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh với 12.867 tỷ đồng.

Ngành nghề kinh doanh

Cơ cấu nhóm công ty REE:



(Nguồn: REE)

Danh sách công ty con và công ty liên kết theo từng mảng hoạt động của REE:

Mảng hoạt động	Hình thức đầu tư	Công ty	VĐL (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của REE	Ngành nghề kinh doanh
REE M&E & REE Industries	Công ty con	CTCP dịch vụ & kỹ thuật cơ điện lạnh R.E.E (REE M&E)	150	100%	Cơ điện
	Công ty con	CTCP điện máy R.E.E (Reetech)	150	100%	Điện máy
	Công ty con	CT TNHH MTV điện máy YAMATO Việt Nam		100%	Điện máy
	Công ty con	CTCP Vĩnh Thịnh		100%	Điện máy
	Công ty liên kết	CTCP cơ điện Đoàn Nhất		35%	Cơ điện
REE Property	Công ty con	CT TNHH quản lý & khai thác BĐS R.E.E (REE Property)	6	100%	Dịch vụ quản lý văn phòng
REE Real Estate	Công ty con	CTCP BĐS R.E.E (REE Land)	650	100%	Bất động sản
	Công ty con	CTCP BĐS Song Thanh		100%	Bất động sản
	Công ty con	CTCP BĐS Song Mai		100%	Bất động sản
	Công ty con	CTCP hạ tầng & BĐS Việt Nam (VIID)	410	51%	Bất động sản
	Công ty liên kết	CTCP Địa ốc Sài Gòn (SGR)	396	29%	Bất động sản
REE Điện	Công ty con	CTCP thủy điện Thác Bà (TBC)	635	60%	Sản xuất điện
	Công ty con	CTCP phát triển điện nông thôn Trà Vinh (DTV)	53	66%	Cung cấp điện
	Công ty liên kết	CTCP nhiệt điện Ninh Bình (NBP)	129	29%	Sản xuất điện
	Công ty liên kết	CTCP nhiệt điện Phả Lại (PPC)	3.262	23%	Sản xuất điện
	Công ty liên kết	CTCP thủy điện Thác Mơ (TMP)	700	43%	Sản xuất điện
	Công ty liên kết	CTCP thủy điện Sông Ba Hạ (SBH)	1.242	26%	Sản xuất điện
	Công ty liên kết	CTCP thủy điện Srok Phu Miêng (ISH)	450	34%	Sản xuất điện
	Công ty liên kết	CTCP thủy điện Bình Điền (BDH)	155	25%	Sản xuất điện
	Công ty liên kết	CTCP thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh (VSH)	2.062	21%	Sản xuất điện
	Công ty liên kết	CTCP thủy điện Miền Trung (CHP)	1.260	20%	Sản xuất điện
	Công ty liên kết	CTCP Phong Điện Thuận Bình	163	25%	Sản xuất điện
REE Nước	Công ty con	CTCP đầu tư nước sạch Việt Nam		100%	
	Công ty liên kết	CTCP BOO nước Thủ Đức	558	42%	Nhà máy nước
	Công ty liên kết	CTCP đầu tư & kinh doanh nước sạch Sài Gòn	150	40%	Nhà máy nước
	Công ty liên kết	CTCP đầu tư nước Tân Hiệp	240	32%	Nhà máy nước
	Công ty liên kết	CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (VCW)	500	35%	Nhà máy nước
	Công ty liên kết	CTCP cấp nước Thủ Đức (TDW)	85	44%	Phân phối nước
	Công ty liên kết	CTCP cấp nước Gia Định (GDW)	95	20%	Phân phối nước
	Công ty liên kết	CTCP cấp nước Nhà Bè (NBW)	109	20%	Phân phối nước
Khác	Công ty con	Trans Orient Pte Ltd		100%	Kinh doanh & hậu cầu
	Công ty con	Eastrade International Ltd		100%	Thương mại & hậu cầu

(Nguồn: REE, VNCS tổng hợp)

Như vậy, REE hoạt động kinh doanh trong rất nhiều lĩnh vực, tuy nhiên, kết quả kinh doanh của REE ghi nhận sự đóng góp lợi nhuận từ 3 mảng chính: (1) điện, (2) cho thuê văn phòng và kinh doanh bất động sản, (3) dịch vụ cơ điện lạnh (M&E). Trong năm 2017, danh mục đầu tư ngành điện đã vượt lên trở thành hoạt động đem lại lợi nhuận lớn nhất cho REE.

Địa bàn kinh doanh

- REE có trụ sở chính đặt tại 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, TP.HCM.
- Các công ty thành viên, công ty liên kết có địa bàn hoạt động chính tại TP.HCM, Hà Nội, Yên Bái, Quảng Ninh, Hải Dương, Ninh Bình, Huế, Đà Nẵng, Bình Định, Phú Yên, Ninh Thuận, Bình Phước, Bình Dương, Trà Vinh.
- Dịch vụ cơ điện công trình (M&E) và sản phẩm mang thương hiệu Reetech được cung cấp trên khắp cả nước và xuất khẩu sang các thị trường Myanmar, Cuba.

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu mới nhất của REE cập nhật đến ngày 04/05/2018 như sau:

STT	Cơ cấu cổ đông	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
1	**Số lượng CP lưu hành**	310.050.926	100%
2	**Nắm giữ của cổ đông lớn**	118.471.016	38,2%
	Cổ đông trong nước	5.943.960	1,9%
	Cổ đông nước ngoài	112.527.056	36,3%
3	**Nắm giữ của Ban lãnh đạo và những người liên quan**	48.373.655	15,6%
4	**Khác**	143.206.255	46,1%

Danh sách Top 10 Cổ đông nắm giữ số lượng cổ phiếu lớn nhất của REE:

STT	Tên cổ đông	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
1	Platinum Victory Private Limited	76.433.183	24,65%
2	Apollo Asia Fund	18.186.560	5,87%
3	Panah Master Fund	6.767.220	2,18%
4	Wareham Group Limited	3.592.188	1,16%
5	Công ty TNHH MTV Đầu tư Tài chính Nhà nước Thành phố Hồ Chí Minh	3.476.140	1,12%
6	Veil Holdings Limited	3.345.005	1,08%
7	Venner Group Limited	2.280.218	0,74%
8	Amersham Industries Limited	1.762.682	0,57%
9	Quỹ Đầu tư Chứng khoán Việt Nam (VF1)	1.667.670	0,54%
10	Quỹ Đầu tư Doanh nghiệp Hàng đầu Việt Nam	752.460	0,24%

Danh sách Lãnh đạo nắm giữ cổ phiếu của REE:

STT	Tên lãnh đạo	Chức vụ	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
1	Nguyễn Thị Mai Thanh	Chủ tịch Hội đồng Quản trị/ Tổng Giám đốc	22.711.925	7,33%
2	Nguyễn Ngọc Hải	Thành viên Hội đồng Quản trị	16.914.062	5,46%
3	Nguyễn Ngọc Nhất Hạnh	Thành viên Hội đồng Quản trị	4.094.000	1,32%
4	Nguyễn Ngọc Thái Bình	Thành viên Hội đồng Quản trị	3.084.824	0,99%
5	Đỗ Thị Trang	Trưởng Ban kiểm soát	1.197.518	0,39%
6	Lê Quang Hiệp	Trưởng Ban kiểm soát	168.768	0,05%
7	Quách Vĩnh Bình	Phụ trách Công bố thông tin	101.769	0,03%
8	Huỳnh Thanh Hải	Phó Tổng Giám đốc	98.458	0,03%

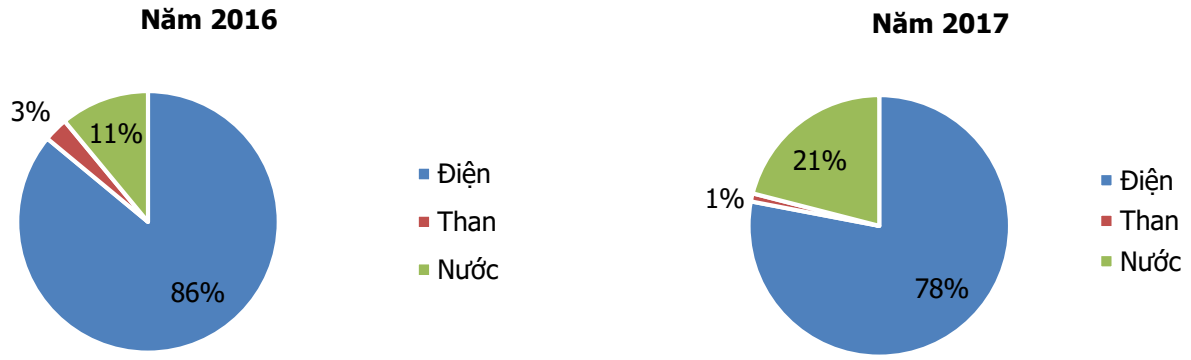
(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Các mảng hoạt động kinh doanh của REE

Lĩnh vực Cơ sở Hạ tầng Điện và Nước

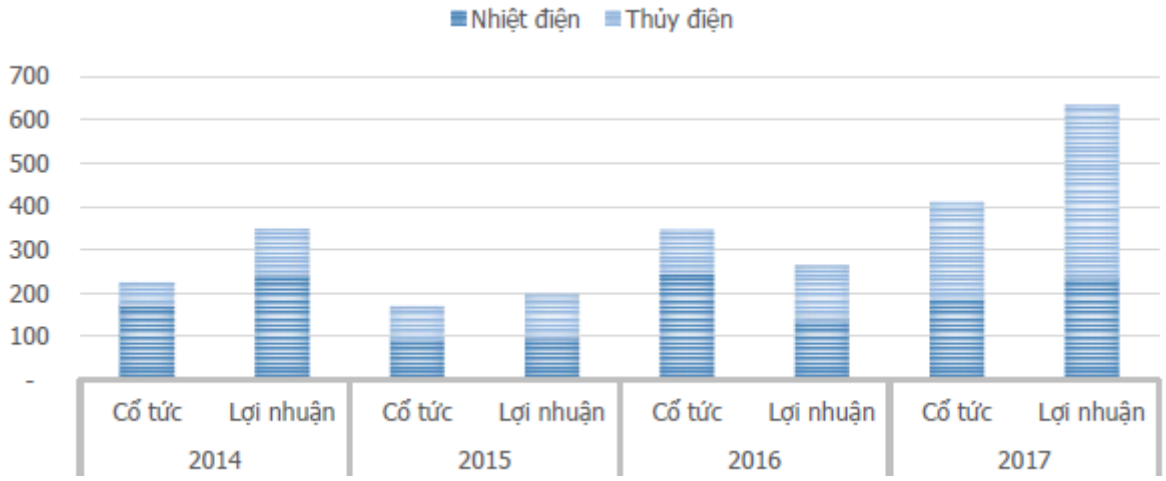
Các công ty con và công ty liên kết của REE hầu hết đều hoạt động ở mảng sản xuất và cung cấp điện. Tính đến cuối năm 2017, REE đã sở hữu danh mục công ty con và công ty liên kết xấp xỉ 4.900 tỷ đồng, chiếm 34% tổng tài sản hợp nhất, trong đó bao gồm 2 nhà máy nhiệt điện, 7 nhà máy thủy điện, 1 nhà máy điện gió và 1 công ty truyền tải điện. Lợi nhuận mà các công ty này mang lại chiếm gần một nửa tổng lợi nhuận của REE năm 2017.

Cơ cấu vốn đầu tư của REE vào điện, than và nước



Đơn vị: Tỷ đồng

Cổ tức và lợi nhuận từ danh mục công ty liên kết ngành điện của REE



(Nguồn: REE, VNCS tổng hợp)

Danh sách công ty liên kết trong mảng điện của REE và lợi nhuận các công ty này đóng góp cho REE năm 2017:

Công ty	Vị trí	Công suất (MW)	LNST 2017 (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của REE	Công suất thuộc REE	LNST 2017 thuộc REE
CTCP nhiệt điện Ninh Bình (NBP)	Miền Bắc	100	44	29%	29	13
CTCP nhiệt điện Phả Lại (PPC)	Miền Bắc	1.040	836	23%	243	195
CTCP thủy điện Thác Bà (TBC)	Miền Bắc	120	166	60%	73	101
CTCP thủy điện Thác Mơ (TMP)	Miền Nam	150	311	43%	64	133
CTCP thủy điện Sông Ba Hạ (SBH)	Miền Trung	220	665	25%	55	166
CTCP thủy điện Srok Phu Miêng (ISH)	Miền Nam	51	74	34%	17	25
CTCP thủy điện Bình Điền (BDH)	Miền Trung	44	81	25%	11	21
CTCP thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh (VSH)	Miền Trung	136	286	21%	29	60
CTCP thủy điện Miền Trung (CHP)	Miền Trung	170	410	20%	34	Tăng tỷ lệ sở hữu từ 14% lên 20% trong 6T cuối 2017
CTCP Phong Điện Thuận Bình	Miền Trung	24	-65	25%	6	Sở hữu 25% trong 6T đầu 2017
Tổng		**2.055**	**2.808**		**561**	

(Nguồn: REE, VNCS tổng hợp)

Về danh mục kinh doanh nước, tính đến cuối năm 2017, REE đã đầu tư liên kết 4 nhà máy nước gồm Thủ Đức III, Tân Hiệp II, B.O.O Thủ Đức, Vinaconex với công suất thiết kế 300.000 m^3/ngày/nhà máy và 3 công ty cung cấp nước. Trong năm 2017, lợi nhuận sau thuế từ danh mục ngành nước đạt 94 tỷ đồng, tăng 27% so với cùng kỳ nhờ nhà máy Thủ Đức III hoạt động ở công suất cao.

Một số chỉ tiêu tài chính tổng hợp của REE Infrastructures

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Tổng vốn đầu tư ngành điện, nước	6.475	5.603	15,6	
Lợi nhuận sau thuế	633	352	79,8	661(mảng điện) 134(mảng nước)

(Nguồn: BCTN REE)

Trong năm 2018, REE chủ trương tiếp tục mở rộng đầu tư vào ngành điện nhằm tăng tỷ lệ sở hữu, tăng công suất sở hữu và tăng hiệu quả đầu tư vào ngành điện một cách bền vững lâu dài. Ước tính lợi nhuận sau thuế mảng điện của REE năm 2018 là 661 tỷ (+23% so với cùng kỳ) nhờ vào các điểm mấu chốt: (1) PPC duy trì đà phục hồi sau tái cơ cấu nợ vay, (2) nhóm thủy điện vẫn được hưởng một năm tương đối thuận lợi và (3) đóng góp từ các công ty mới trong danh mục như Thủy điện Miền Trung (CHP – công suất 170 MW, lợi nhuận sau thuế 2018 dự phóng 373 tỷ đồng, REE tăng tỷ lệ sở hữu từ 14% lên 20% trong 6 tháng cuối 2017), Phong điện Thuận Bình (hoạt động trong nhóm năng lượng tái tạo, công suất 24 MW, hoạt động từ tháng 9/2016, số giờ vận hành bình quân giả định 2.800 giờ/năm, REE sở hữu 25% trong 6 tháng đầu 2017).

Đối với danh mục nước, REE ước tính tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế sẽ đạt 43% trong năm 2018 nhờ việc đầu tư liên kết CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (VCW – Lợi nhuận sau thuế dự phóng năm 2018 đạt 169 tỷ đồng), trong 6T

cuối năm 2017 REE đã sở hữu 35% trong Công ty này, cùng sự đóng góp công suất hoạt động cao từ năm 2018 của nhà máy Tân Hiệp II sau khi bắt đầu vận hành từ cuối năm 2016 (150.000 m^3/ngày).

Lĩnh vực Dịch vụ văn phòng cho thuê

REE Property là đơn vị kinh doanh và quản lý bất động sản cho thuê với tổng diện tích văn phòng cho thuê hơn 130.000 m^2. Hoạt động phát triển và khai thác bất động sản của REE đã và đang lớn mạnh không ngừng, các cao ốc văn phòng được REE đầu tư phát triển và khai thác hiệu quả:

- Tòa nhà IDC: 163 Hai Bà Trưng, Phường 6, Quận 3, TP.HCM
- Tòa nhà Maison: 180 Pasteur, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP.HCM
- Tòa nhà Reecorp: 366 Nguyễn Trãi, Quận 5, TP.HCM
- Tòa nhà REE Tower: 9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TP.HCM
- Tòa nhà e.town Central: 11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TP.HCM

Tỷ lệ cho thuê văn phòng của REE Property duy trì ở mức 100% trong năm 2017.

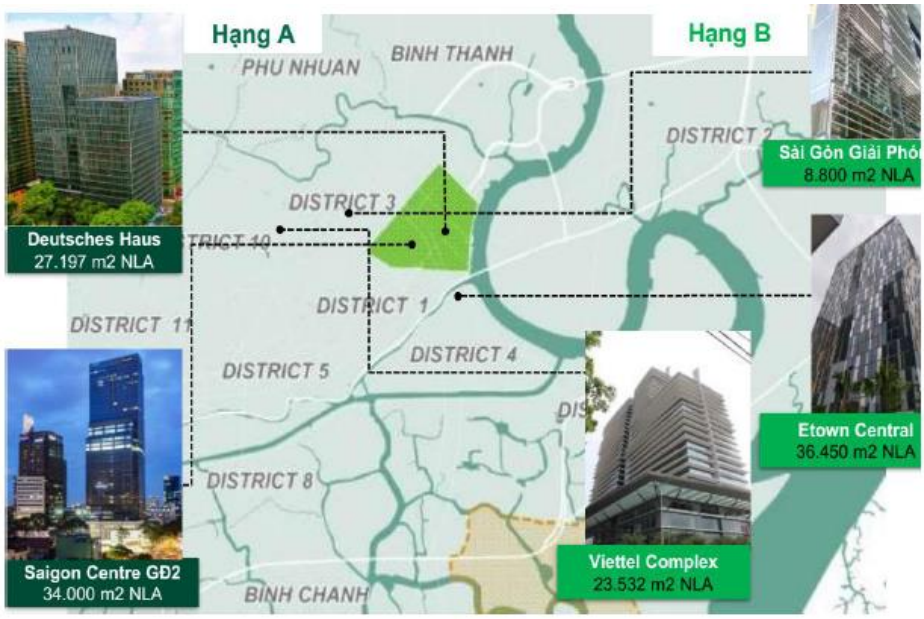
Một số chỉ tiêu tài chính của REE Property

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Doanh thu	511	507	0,8	656
Lợi nhuận sau thuế	278	276	0,7	280

(Nguồn: BCTN REE)

Trong thời gian tới, dự án tòa nhà văn phòng mới e.town 5 (thuộc khu văn phòng e.town – Cộng Hòa, quận Tân Bình, TP.HCM) với tổng diện tích cho thuê dự kiến là 17.000 m^2 được khởi công xây dựng vào Quý 1 năm 2018, dự kiến hoàn thành và chính thức đưa vào hoạt động trong 6 tháng đầu năm 2019. Tỷ lệ lấp đầy dự kiến đạt 97% theo mức bình quân thị trường từ năm thứ 2 hoạt động và góp phần đẩy mạnh lợi nhuận sau thuế của mảng cho thuê văn phòng, đạt mức tăng 15%-17%/năm đến năm 2020. Ngoài ra, REE Property tiếp tục tìm kiếm dự án mới để gia tăng hoạt động cho thuê văn phòng như mục tiêu gấp đôi diện tích sàn trong 5 năm tới.

Nguồn cung văn phòng cho thuê 2017



(Nguồn: REE, CBRE)

Lĩnh vực Bất động sản

REE Land, VIID (công ty con) và SGR (công ty liên kết, sở hữu 29%) là các công ty hoạt động trong lĩnh vực phát triển các dự án BĐS của REE. Từ năm 2016, lĩnh vực này mới bắt đầu đem lại lợi nhuận tương đối cho REE từ dự án Khu đô thị Ngọc Bảo Viên – Quảng Ngãi (VIID) và dự án Khu căn hộ SaigonRes Plaza – HCM (SGR).

Kết thúc năm 2017, hoạt động phát triển bất động sản đạt doanh thu 407 tỷ, lợi nhuận tăng 5,8% đạt 128 tỷ đồng nhờ trong năm này, VIID bàn giao nốt cho người mua những lô đất cuối cùng trong khu đô thị Nam Lê Lợi tại tỉnh Quảng Ngãi. Bên cạnh đó, SaigonRes ghi nhận doanh thu từ dự án Khu căn hộ SaigonRes Plaza và dự án Khu chung cư An Phú 1 và An Phú 2.

Một số chỉ tiêu tài chính của REE Real Estate

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Doanh thu	407	226	80,1	790
Lợi nhuận sau thuế	128	121	5,8	189

(Nguồn: BCTN REE)

Lợi nhuận của REE Real Estate trong năm 2018 dự kiến đến từ SGR với kế hoạch chuyển nhượng quyền sử dụng đất dự án Saigon Riverside và từ VIID với kế hoạch chuyển nhượng một phần dự án Đức Giang (Hà Nội, 7ha đất nền và villa, khởi công trong quý 2 năm 2018)

Kế hoạch đầu tư dự án bất động sản của SGR

Dự án	Vị trí	Quy mô	m2	Khởi công	Hoàn thành	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Lợi nhuận dự kiến (tỷ đồng)
Chung cư nhà ở xã hội An Phú Đông	Quận 12, HCM	Diện tích sàn XD	25.525	Q1/2017	Q4/2018	320	35
Chung cư An Phú 1	Quận Thủ Đức, HCM	Diện tích sàn XD	27.045	Q2/2018	Q1/2020	410	105
Chung cư An Phú 2	Quận Thủ Đức, HCM	Diện tích sàn XD	28.640	Q2/2018	Q1/2020	425	115
Saigon Riverside	Quận Thủ Đức, HCM	Diện tích sàn XD	332.385	Q2/2018	Q2/2022	4.750	1.250
SaigonRes Condo Hotel	Vũng Tàu	Diện tích sàn XD	124.000	Q1/2018	Q3/2020	1.400	350
Trung tâm thương mại số 12/10 Trần Não	Quận 2, HCM	Diện tích sàn XD	7.213	Q2/2018	Q2/2019	86	25
Khu dân cư xã Phú Hội	Nhơn Trạch, Đồng Nai	Diện tích sàn XD	69.478	Q1/2018	Q1/2023	1.000	120
Cải tạo xây dựng mới cụm chung cư lô chữ khu cư xá Thanh Đa	Quận Bình Thạnh, HCM		794.294			7.000	1.800
Khu nhà nghỉ thấp tầng	Quận 9, HCM	Diện tích khu đất	80.060			300	80
Văn Lâm Bình Thuận	Hàm Thuận Nam, Bình Thuận	Diện tích khu đất	520.000	Q1/2019	Q4/2021	300	80

(Nguồn: SGR, VNCS tổng hợp)

Lĩnh vực Cơ điện Công trình (M&E)

REE M&E là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại Việt Nam với kinh nghiệm thi công công trình M&E trong các lĩnh vực cơ sở hạ tầng, thương mại và công nghiệp. Với hơn 30 kinh nghiệm, REE M&E cung cấp hệ thống cơ điện đáp ứng

tốt và phù hợp nhất yêu cầu công trình của khách hàng và cũng như các dịch vụ tư vấn, thiết kế, cung cấp, lắp đặt, vận hành và bảo dưỡng một cách chuyên nghiệp, đáp ứng các tiêu chuẩn cao nhất về kỹ thuật, chất lượng và tiến độ.

Các hệ M&E chính:

- Hệ thống điều hòa không khí & thông gió
- Hệ thống cấp thoát nước
- Hệ thống phòng cháy chữa cháy
- Hệ thống điện động lực
- Hệ thống điện điều khiển & tự động

REE M&E đã thực hiện hàng trăm công trình trên khắp mọi miền đất nước, trong đó có nhiều công trình nổi bật và mang tầm vóc ở Việt Nam như Trung tâm Hội nghị Quốc gia, Nhà Quốc hội, Cảng hàng không quốc tế Nội Bài T2, Cảng hàng không quốc tế Tân Sân Nhất, Trung tâm Truyền hình Việt Nam, Khách sạn Pullman, Khách sạn Sheraton Đà Nẵng, Tòa nhà Vietcombank,…

Về mặt tài chính, M&E là hoạt động mang về doanh thu lớn nhất cho REE (chiếm 48% tổng doanh thu), năm 2017 REE M&E đạt lợi nhuận sau thuế tăng 8,7% so với năm 2016. Tổng giá trị hợp đồng ký mới năm 2017 đạt 3.728 tỷ đồng, nâng tổng giá trị hợp đồng lũy kế lên 5.405 tỷ đồng. Những con số này đã tái lập một năm kinh doanh vượt trội của REE M&E.

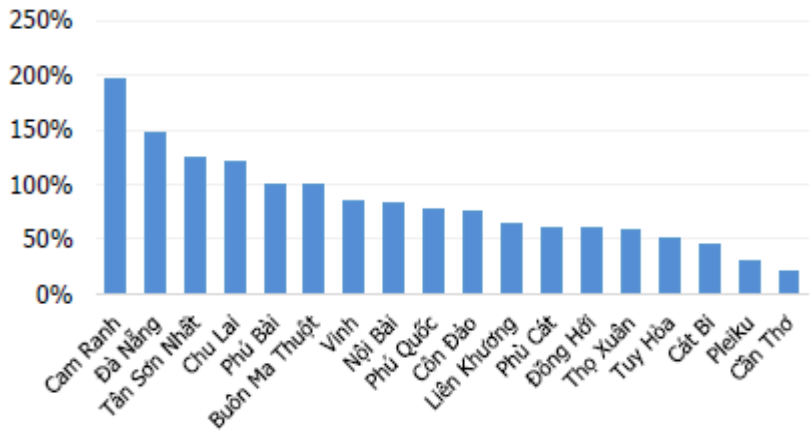
Một số chỉ tiêu tài chính của REE M&E

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Tổng giá trị hợp đồng ký mới	3.728	2.058	81,1	2.400
Doanh thu	2.377	1.739	36,7	2.700
Lợi nhuận sau thuế	322	296	8,7	240

(Nguồn: BCTN REE)

Năm 2018 được kỳ vọng là một năm lợi thế cho sự phát triển của REE M&E nhờ dư địa tăng trưởng của ngành cơ sở hạ tầng và sự phục hồi của ngành BĐS. Bên cạnh dự án nhà ga hành khách cảng hàng không Quảng Ninh (tổng giá trị hợp đồng hơn 1.000 tỷ) REE vừa trúng thầu vào tháng 9 năm 2017, số lượng hành khách ngày càng tăng thúc đẩy việc nâng công suất các sân bay hiện hữu, tạo cơ hội cho REE trong phân khúc này. Điểm nhấn trong năm 2017 về lượt khách quốc tế tập trung ở các thành phố du lịch Nha Trang (lượt khách quốc tế tăng 66% so với 2016, mở thêm 2 chuyến bay mới tại sân bay Cam Ranh), Phú Quốc (lượt khách quốc tế tăng 58%, mở thêm 5 chuyến bay mới) và Đà Nẵng (lượt khách quốc tế tăng 39%, mở thêm 3 chuyến bay mới), kéo theo sự phục hồi của phân khúc BĐS nghỉ dưỡng. Ngoài ra, nguồn cung văn phòng, bán lẻ và căn hộ vẫn được kỳ vọng ở mức cao trong 3 năm tiếp theo.

Hiệu suất hoạt động các sân bay Việt Nam năm 2016



(Nguồn: REE, ACV, VNCS tổng hợp)

Trước nguồn cầu lớn trong lĩnh vực cơ điện lạnh, REE cho biết sẽ tập trung phát triển các dự án có biên lợi nhuận cao như các dự án cơ sở hạ tầng sân bay, khách sạn 5 sao, chung cư cao cấp, văn phòng.

Các công trình REE M&E đang thực hiện

Loại công trình	Công trình	Chủ đầu tư	Khu vực	Quy mô công trình	m2	Gói thầu	Bắt đầu	Hoàn thành
Khách sạn - bệnh viện	Khu phức hợp TTTM & khách sạn 5 sao A&B Central Square	Công ty cổ phần A&B Sài Gòn Nha Trang	Miền Trung	Diện tích sàn	72.000	Cung cấp & lắp đặt ĐHKK & thông gió, Phòng cháy chữa cháy và BMS	8/1/2017	7/1/2019
Khách sạn - bệnh viện	Tổ hợp khách sạn Sapa Mgallerry	Công ty TNHH Dịch vụ Du lịch cáp treo Fansipan Sapa	Miền Bắc	Diện tích sàn	53.700	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện	5/1/2017	3/1/2018
Cao ốc VP – Khu TM	Tổ hợp căn hộ, khách sạn & TTTM Panorama Nha Trang	Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng Vịnh Nha Trang	Miền Trung	Diện tích sàn	92.930	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện	6/1/2017	6/1/2018
Cao ốc căn hộ	Tổ hợp Thụy Khê (Sun Grand City)	Công ty cổ phần đầu tư và phát triển BĐS Hồ Tây	Miền Bắc	Diện tích sàn	197.000	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện	5/1/2017	1/1/2018
Cao ốc căn hộ	Tổ hợp Mỹ Đình Pearl	Công ty Cổ phần Bất Động Sản Dầu Khí Việt Nam SSG	Miền Bắc	Diện tích sàn	88.000	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện	3/1/2017	3/1/2018
Sân bay	Dự án nhà ga hành khách cảng hàng không Quảng Ninh	Tập đoàn Sun Group	Miền Bắc			Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện	Trúng thầu T9/2017	

(Nguồn: REE M&E, VNCS tổng hợp)

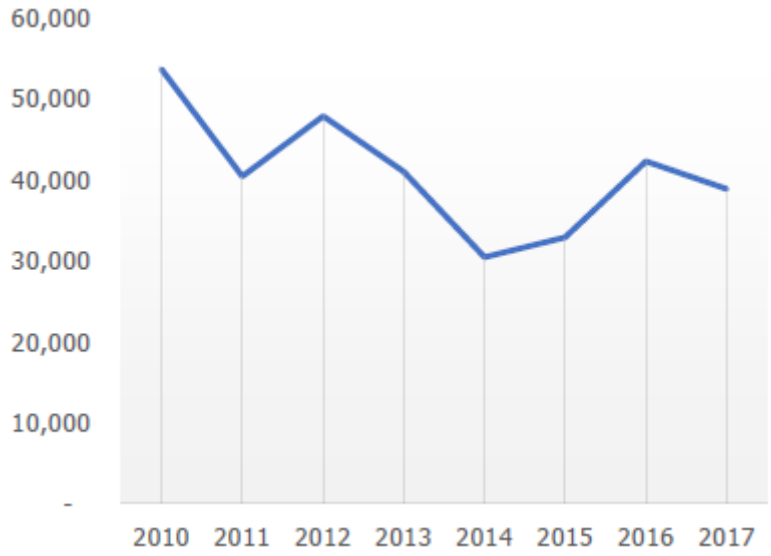
Lĩnh vực Điện máy

Công ty Điện máy REE là nhà sản xuất các sản phẩm mang thương hiệu Reetech, thương hiệu điều hòa không khí đầu tiên của Việt Nam.

Trong năm 2016, Reetech đã hoàn tất việc mua lại và sở hữu 100% liên doanh phân phối điều hòa không khí thương hiệu General, tuy nhiên sản lượng bán vẫn trong xu hướng sụt giảm từ 2010 dưới sự cạnh tranh gay gắt từ các thương hiệu nước ngoài.

Đơn vị: Bộ

Sản lượng bán máy điều hòa từ 2010 – 2017



(Nguồn: REE, VNCS tổng hợp)

Trong năm 2017, Reetech mở thêm các xưởng cơ khí ở Đà Nẵng và Cam Ranh để đáp ứng các đơn hàng mới. Trong khi đó, nhu cầu sử dụng máy điều hòa không khí thấp dẫn đến sản lượng tiêu thụ giảm 8%. Nhằm mở rộng thị trường xuất khẩu, Reetech đẩy mạnh hợp tác với đối tác là đại lý phân phối ở Myanmar. Năm 2018, Reetech chỉ đặt kế hoạch rất khiêm tốn về doanh thu, lợi nhuận sau thuế.

Một số chỉ tiêu tài chính của Reetech

Chỉ tiêu	2017 (tỷ VND)	2016 (tỷ VND)	Thay đổi (%)	Kế hoạch 2018 (tỷ VND)
Số lượng máy lạnh tiêu thụ (bộ)	38.911	42.308	(8,0)	45.000
Doanh thu	944	729	29,5	800
Lợi nhuận sau thuế	37	32	16,0	43

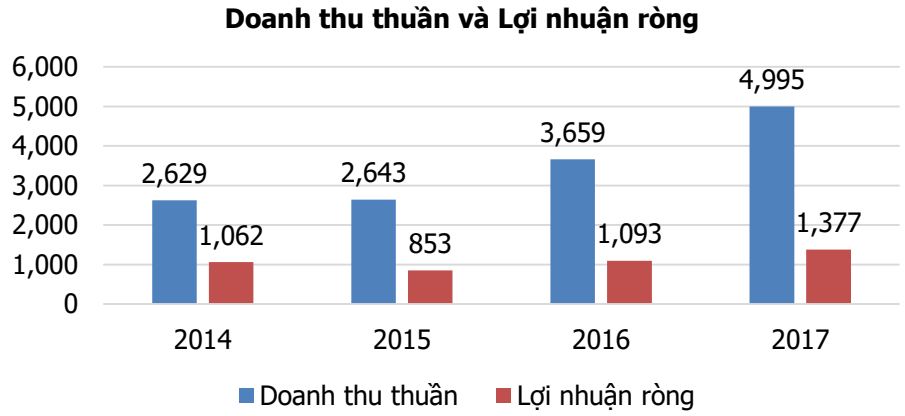
(Nguồn: BCTN REE)

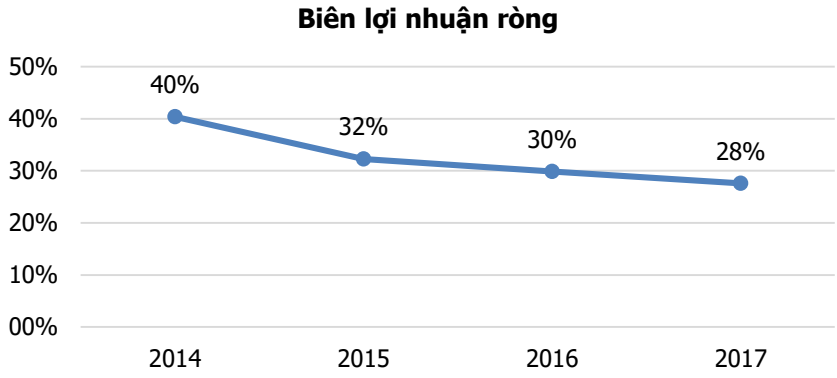
CẬP NHẬT VÀ ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HĐKD CỦA REE COPORATION

Kết quả hoạt động kinh doanh doanh nghiệp

Kết quả hoạt động kinh doanh 4 năm gần nhất của REE cho thấy sự tăng trưởng tích cực của các chỉ tiêu sinh lời. Doanh thu tăng trưởng từ 2.629 tỷ đồng năm 2014 lên mức 4.995 tỷ đồng năm 2017, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân 24%/năm. Trong đó, doanh thu tăng trưởng mạnh với mức 37%-38% từ năm 2016 nhờ các yếu tố sau: (1) hoạt động M&E phát triển mạnh từ các công trình lớn, (2) ghi nhận thêm doanh thu từ hoạt động kinh doanh BĐS như dự án Khu đô thị Ngọc Bảo Viên – Quảng Ngãi (VIID), (3) hợp nhất kết quả kinh doanh của CTCP phát triển điện nông thôn Trà Vinh (DTV) từ 2016 (sản lượng điện phân phối 199 triệu kWh, doanh thu thuần đạt 346 tỷ đồng năm 2016) và doanh thu TBC tăng 54% đạt 372 tỷ đồng trong năm 2017.

Đơn vị: Tỷ đồng



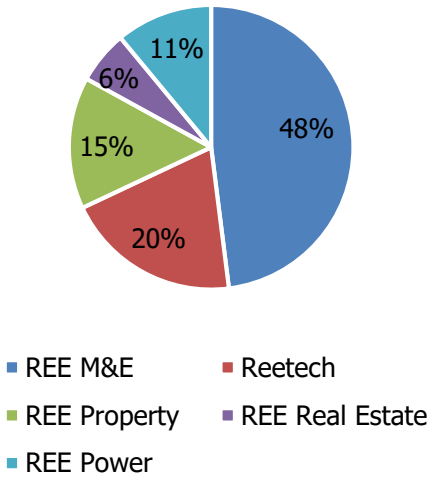


(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

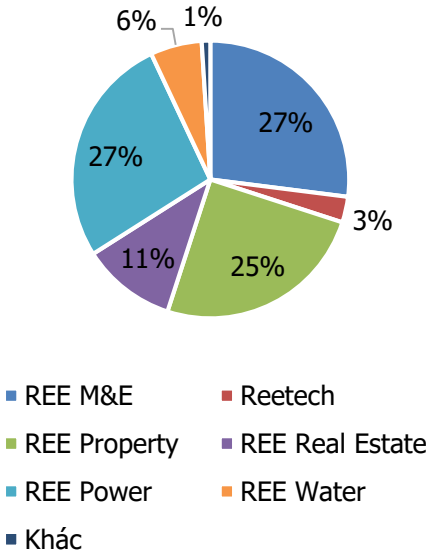
Lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng chậm hơn, từ 1.062 tỷ đồng năm 2014 lên 1.377 tỷ đồng năm 2017 và đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân 9%/năm. Sự tăng trưởng chậm của lợi nhuận ròng trong giai đoạn này là do ảnh hưởng của sự sụt giảm 20% lợi nhuận ròng trong năm 2015 vì PPC chịu khoản lỗ tỷ giá 280 tỷ so với lãi tỷ giá lớn trong 2 năm trước đó. Từ năm 2016, lợi nhuận REE đã tăng trưởng mạnh trở lại với mức 26%-28% do PPC đã khôi phục được mức lợi nhuận sau thuế (đạt 836 tỷ năm 2017, tăng trưởng 54% so với cùng kỳ) và nhóm thủy điện cũng cải thiện mạnh lợi nhuận sau thuế nhờ tình hình thời tiết thuận lợi. Dù biến động của lợi nhuận ròng kéo biên lợi nhuận ròng có xu hướng giảm trong 3 năm gần đây nhất nhưng giá trị biên lợi nhuận ròng vẫn luôn duy trì ở mức dương cao, từ 27,6% trở lên.

Xét về cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của REE:

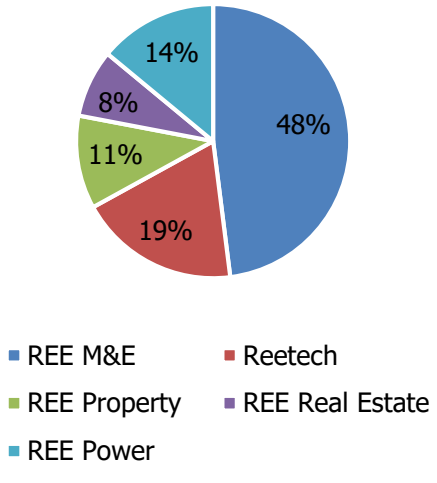
Cơ cấu doanh thu 2016



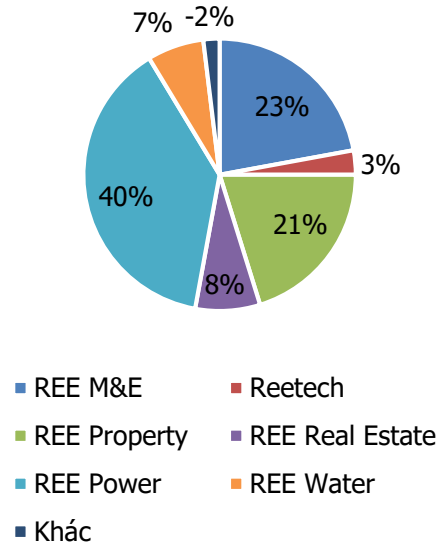
Cơ cấu lợi nhuận sau thuế 2016



Cơ cấu doanh thu 2017



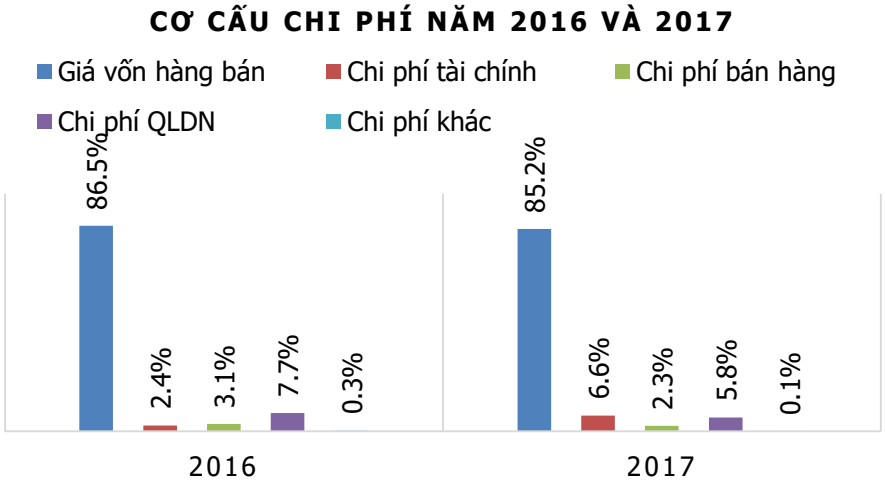
Cơ cấu lợi nhuận sau thuế 2017



(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

Doanh thu, lợi nhuận của REE đến từ 6 nguồn: (1) doanh thu cơ điện lạnh REE M&E, (2) doanh thu điện máy Reetech, (3) doanh thu cho thuê văn phòng REE Property, (4) doanh thu dịch vụ bất động sản REE Real Estate, (5) doanh thu hạ tầng điện và nước REE Infrastructure, (6) doanh thu khác. Trong đó, doanh thu từ hoạt động Cơ điện lạnh chiếm tỷ trọng lớn nhất (khoảng 48% doanh thu năm 2017). Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh điện mới là lĩnh vực mang lại lợi nhuận lớn nhất cho REE (chiếm 40% tổng lợi nhuận sau thuế của REE năm 2017, tăng 13% so với tỷ trọng năm 2016), đứng thứ 2 là mảng cho thuê văn phòng & kinh doanh BĐS và thứ 3 là dịch vụ cơ điện M&E. Các hoạt động kinh doanh khác của REE đều được duy trì ổn định và không có sự biến động lớn qua các năm. Những con số này cho thấy REE đang ngày càng chú trọng kinh doanh mảng điện và hướng tới mục tiêu điện sẽ là mảng kinh doanh chính của REE trong tương lai.

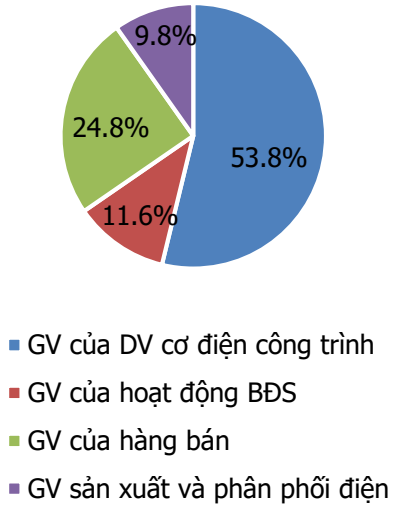
Về chi phí, cơ cấu chi phí của REE không có biến động lớn qua các năm khi giá vốn hàng bán luôn là khoản chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chi phí, từ 85% trở lên. Các chi phí còn lại của REE chiếm tỷ trọng nhỏ, chỉ từ 9% trở xuống và không có sự chênh lệch lớn giữa các năm.



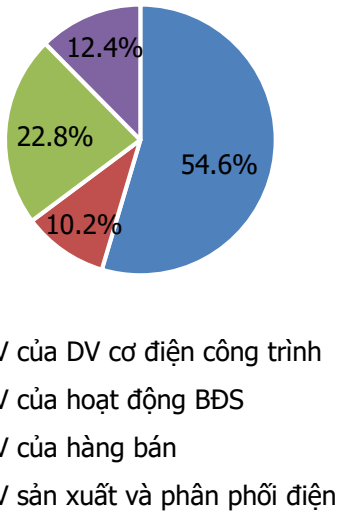
(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

Xét riêng trong "Giá vốn hàng bán", dịch vụ cơ điện công trình luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất – trên 50%. Đứng thứ 2 là giá vốn của hàng bán với tỷ trọng trên tổng chi phí khoảng 25%. Còn lại, giá vốn của hoạt động bất động sản và hoạt động sản xuất và phân phối điện chỉ chiếm tỷ trọng khoảng 12%. Tỷ trọng các chi phí này tương ứng với tỷ trọng doanh thu mà các hoạt động kinh doanh này mang lại cho REE nhưng không tương ứng với tỷ trọng lợi nhuận. Hoạt động sản xuất và phân phối điện là hoạt động có chi phí thấp nhất nhưng lại mang về lợi nhuận cao nhất cho REE.

Cơ cấu giá vốn hàng bán 2016



Cơ cấu giá vốn hàng bán 2017

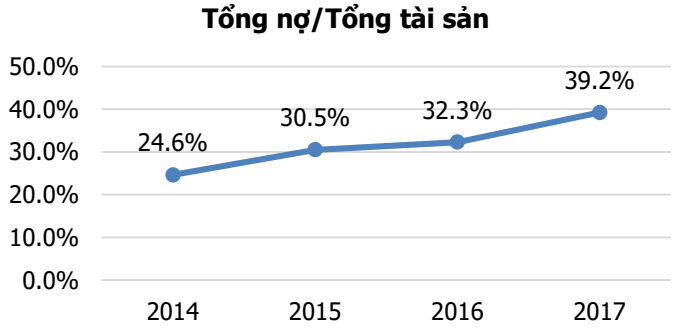


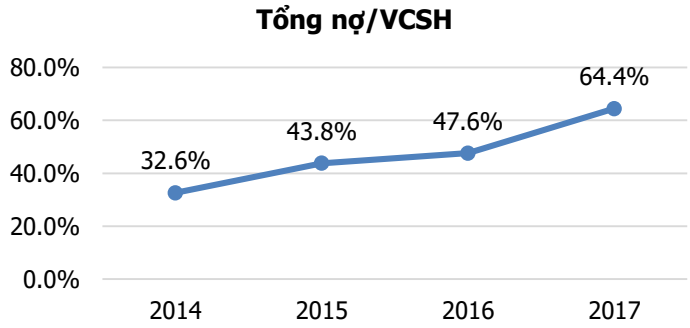
(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

Sức khỏe tài chính doanh nghiệp

Tổng tài sản, nợ và vốn chủ sở hữu của REE đều tăng trưởng mạnh mẽ trong 4 năm gần đây nhất. Tổng tài sản của Công ty tăng từ 8.403 tỷ đồng năm 2014 lên 14.294 tỷ đồng năm 2017, đạt mức tăng trưởng cao nhất – 25% vào năm 2017. Vốn chủ sở hữu cũng tăng từ 6.338 tỷ đồng năm 2014 lên 8.693 tỷ đồng năm 2017. Tuy nhiên, tổng nợ lại là khoản có tỷ lệ tăng trưởng cao nhất khi tăng từ 2.064 tỷ đồng năm 2014 lên 5.601 tỷ đồng năm 2017, đạt mức tăng trưởng cao nhất 52% vào năm 2017 do REE đi vay để tập trung tài trợ cho các dự án mới. Dù thực tế này dẫn đến hệ số tổng nợ/tổng tài sản và tổng nợ/vốn chủ sở

hữu có xu hướng tăng qua các năm nhưng vẫn duy trì ở ngưỡng an toàn với một Công ty hoạt động trong các lĩnh vực cần nguồn vốn đầu tư lớn như REE.

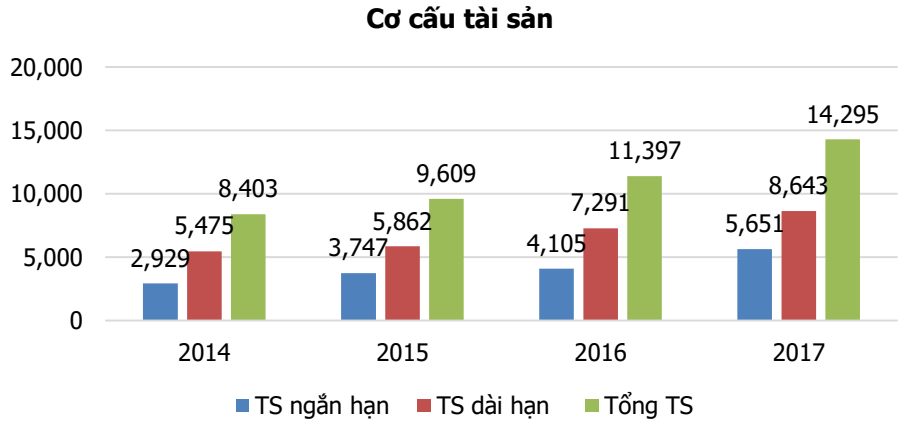




(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

Xét về cơ cấu tài sản năm tài chính gần nhất 2017, tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng trên tổng tài sản lớn hơn khá nhiều tài sản ngắn hạn do khoản "đầu tư tài chính dài hạn" của REE rất lớn, chiếm hơn 70% tổng tài sản dài hạn. Điều này là do REE ngày càng tập trung đầu tư vào các công ty liên kết nhằm mở rộng quy mô hoạt động và đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận hàng năm. Về tài sản ngắn hạn, các khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất là "tiền và các khoản tương đương tiền", "hàng tồn kho" và "phải thu ngắn hạn". Đối với một doanh nghiệp hoạt động kinh doanh trong các lĩnh vực sản phẩm có tính dài hạn như REE thì khoản "hàng tồn kho" có giá trị cao là hoàn toàn hợp lý. Về "dư nợ phải thu ngắn hạn", giá trị năm 2017 là 1.130 tỷ đồng, giảm 1,5% so với năm 2016, trong đó phải thu khách hàng là 787 tỷ đồng, phần lớn là nợ phải thu của các công trình đang thi công của Công ty REE M&E và Công ty Điện máy REE. Hiện Công ty vẫn kiểm soát tốt nợ phải thu và thực hiện việc theo dõi, quản lý trên hệ thống phần mềm quan trị doanh nghiệp toàn diện (ERP), phần lớn các khách hàng đều thanh toán đúng hạn.

Đơn vị tính: Tỷ đồng

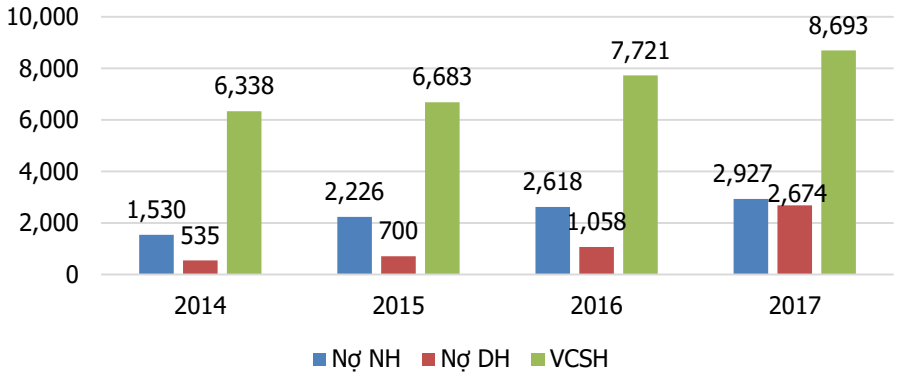


(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

Xét về nguồn vốn năm tài chính gần nhất 2017, chúng tôi đánh giá cơ cấu nguồn vốn của REE ở trạng thái ổn định, an toàn khi vốn chủ sở hữu vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất và đạt 61% tổng nguồn vốn. Các số liệu này cho thấy REE luôn chủ động trong tài chính của mình và đảm bảo được mức rủi ro thấp nhất của các khoản nợ vay.

Đơn vị tính: Tỷ đồng

Cơ cấu nguồn vốn

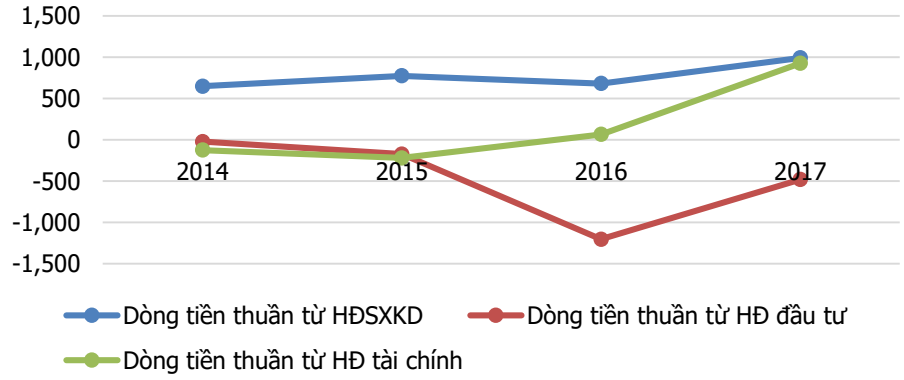


(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

Về các dòng tiền hoạt động trong 4 năm gần đây nhất, chúng tôi đánh giá ở mức tích cực. Dòng tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính luôn dương minh chứng cho kết quả kinh doanh khả quan qua các năm. Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư âm chủ yếu do khoản "đầu tư vào các doanh nghiệp khác", đây vốn là đặc thù của REE. Dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính biến động chủ yếu do sự thay đổi của khoản "tiền thu được từ các khoản đi vay", đặc biệt năm 2017, dòng tiền này đạt giá trị dương lớn nhất là 926 tỷ đồng do REE đi vay để tập trung tài trợ cho các dự án mới.

Đơn vị tính: Tỷ đồng

Dòng tiền hoạt động



(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

CẬP NHẬT KẾT QUẢ VÀ KẾ HOẠCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kết thúc năm tài chính 2017, REE đã đạt được một số kết quả kinh doanh như sau:

Danh mục kinh doanh	Doanh thu (tỷ VNĐ)	So với kế hoạch (%)	Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	So với kế hoạch (%)
REE M&E	2.377	+19%	322	+34%
Reetech	944	+31%	37	-14%
Cho thuê văn phòng	545	+1%	278	+1%
Bất động sản	407	-45%	128	-10%
Điện & Nước	722	+17%	633	+46%
Tổng cộng	**4.995**	**+8%**	**1.398**	**+23%**

Như vậy, REE đã hoàn thành hầu hết các chỉ tiêu kinh doanh đề ra theo từng lĩnh vực hoạt động. Ban lãnh đạo REE cũng đã đề ra kế hoạch kinh doanh cho năm 2018 như sau:

Danh mục kinh doanh	Doanh thu (tỷ VNĐ)	So với thực hiện 2017 (%)	Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	So với thực hiện 2017 (%)
REE M&E	2.700	+14%	240	-25%
Reetech	800	-15%	43	+16%
Cho thuê văn phòng	693	+27%	280	+1%
Bất động sản	790	+94%	189	+48%
Điện & Nước	712	-1%	617	-3%
Tổng cộng	**5.695**	**+14%**	**1.369**	**-2%**

(Nguồn: BCTN REE, VNCS tổng hợp)

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1 năm 2018 của REE như sau:

Danh mục kinh doanh	Doanh thu Q1/2018 (tỷ đồng)	Doanh thu Q1/2017 (tỷ đồng)	Chênh lệch (%)
REE M&E	497,71	619,21	-20%
Reetech	166,61	171,87	-3%
Cho thuê văn phòng & BĐS	152,12	142,35	7%
Điện & nhiên liệu	234,78	155,53	51%
Doanh thu thuần	**1.050,32**	**1.088,32**	**-3%**

(Nguồn: BCTC REE, VNCS tổng hợp)

Như vậy, kết thúc quý 1 năm 2018, doanh thu thuần của REE giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước, đạt 1,051 tỷ đồng, trong đó, chúng ta chứng kiến sự sụt giảm mạnh nhất (-20%) của doanh thu từ hoạt động M&E và sự tăng vọt của doanh thu từ điện-nhiên liệu (+50%). Kết quả này thêm một lần nữa khẳng định với chúng ta rằng REE đang ngày càng phát triển mạnh trong kinh doanh điện và nhiên liệu. Bên cạnh đó, giá vốn hàng bán giảm mạnh (-7,5%) so với cùng kỳ giúp lợi nhuận gộp trong quý 1 đạt 322,2 tỷ đồng, tăng 6,7% so với cùng kỳ năm trước. Doanh thu tài chính đạt 41,6 tỷ đồng, tăng 41% so với cùng kỳ. Ngoài ra, REE còn ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng 66,4 tỷ đồng nên chi phí tài chính chỉ âm 20,3 tỷ đồng trong khi con số cùng kỳ năm 2017 là âm 25,4 tỷ đồng. Lãi nhận được từ công ty liên kết là 162 tỷ đồng, tăng 8% so với quý 1 năm trước. Kết thúc quý 1, REE ghi nhận mức lãi sau thuế 416,3 tỷ đồng, tăng 19,3% so với quý 1 năm 2017.

Với quan điểm thận trọng, chúng tôi đánh giá khả năng hoàn thành tốt kế hoạch kinh doanh cả năm 2018 của REE, tương ứng với mức EPS dự kiến năm 2018 là 4.415 VNĐ.

KHUYẾN NGHỊ

Mảng điện là mảng mang lại lợi nhuận lớn nhất cho REE - chiếm đến 40% tổng lợi nhuận sau thuế của REE năm 2017 và cũng là mảng mà REE định hướng sẽ mở rộng đầu tư hơn nữa trong tương lai nên chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp đang niêm yết thuộc ngành sản xuất và phân phối điện để tham chiếu định giá REE theo phương pháp P/E dựa trên kết quả kinh doanh năm 2017 và thị giá cổ phiếu ngày 4/5/2018:

TT	Mã	Tên doanh nghiệp	EPS 2017 (VNĐ)	Thị giá (4/5/2018)	P/E	Vốn hóa (tỷ VNĐ) (4/5/2018)
1	NT2	CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2	2.820	30.450	10,80	8.765
2	PPC	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	2.680	18.250	6,81	5.953
3	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn	1.377	17.000	12,35	3.506
4	TMP	CTCP Thủy điện Thác Mơ	4.488	33.500	7,46	2.345
5	SHP	CTCP Thủy điện Miền Nam	1.977	22.700	11,48	2.127
6	TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	2.622	24.400	9,31	1.549
Trung bình P/E theo tỷ trọng vốn hóa					**9,69**	

(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Như vậy, bằng cách định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp P/E kết hợp với phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi ước tính thị giá hợp lý của cổ phiếu REE là 43.000 VNĐ/CP tương ứng với P/E đạt 9,69. Mức định giá này của chúng tôi cao hơn 21% so với thị giá hiện tại của REE là 35.600 VNĐ/CP. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu REE cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn trong 6-12 tháng tới.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH REE

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)

KẾT QUẢ KINH DOANH	2014	2015	2016	2017	Q1/2018
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	2.629	2.643	3.659	4.995	1.050
Giá vốn hàng bán	1.827	1.752	2.478	3.566	728
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	803	891	1.182	1.429	322
Doanh thu hoạt động tài chính	460	428	685	175	42
Chi phí tài chính	42	81	68	275	-20
Chi phí bán hàng	45	54	89	95	22
Chi phí quản lý doanh nghiệp	131	182	220	242	41
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1.043	1.039	1.369	1.712	483
Lợi nhuận khác	53	7	7	9	1
Phần lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh	166				
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	1.262	1.046	1.376	1.721	483
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	1.099	888	1.174	1.523	416
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ	1.062	853	1.093	1.377	381
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VNĐ)	7.976	3.170	3.526	4.441	1230

Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2014	2015	2016	2017	Q1/2018
Tài sản ngắn hạn	2.967	3.747	4.105	5.651	4.960
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.037	1.420	960	2.397	1.499
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	250	381	749	517	566
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.031	1.369	1.148	1.131	1.321
Hàng tồn kho	598	547	1.230	1.556	1.531
Tài sản ngắn hạn khác	50	30	17	51	42
Tài sản dài hạn	5.437	5.862	7.291	8.643	9.644
Tài sản cố định	564	484	529	492	479
Bất động sản đầu tư	635	585	673	624	612
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	4.117	4.369	5.377	6.274	7.162
Tổng cộng tài sản	8.403	9.609	11.397	14.295	14.605
Nợ phải trả	2.065	2.926	3.675	5.601	6.065
Nợ ngắn hạn	1.551	2.226	2.618	2.927	3.171
Nợ dài hạn	514	700	1.058	2.674	2.895
Vốn chủ sở hữu	5.910	6.683	7.721	8.693	8.539
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	2.691	2.696	3.101	3.101	3.101
Thặng dư vốn cổ phần	1.044	1.050	1.050	1.050	1.050
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1.939	2.350	2.766	3.642	3.526
Lợi ích của cổ đông thiểu số	428				
Tổng cộng nguồn vốn	8.403	9.609	11.397	14.295	14.605

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	Đơn vị	2014	2015	2016	2017	Q1/2018
Nhóm chỉ số Định giá						
Thu nhập trên mỗi cổ phần của 4 quý gần nhất (EPS)	VNĐ	4.029	3.171	3.731	4.441	4.605
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	VNĐ	21.965	24.787	24.903	28.038	27.541
Chỉ số giá thị trường trên thu nhập (P/E)	Lần	0	0	6,61	9,34	8,19
Chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (P/B)	Lần	0	0	0,99	1,48	1,37
Chỉ số giá thị trường trên doanh thu thuần (P/S)	Lần	0	0	1,97	2,58	11,13
Tỷ suất cổ tức	%	0	0	0	0	0
Beta		1,28	0,86	0,66	0	0
Thu nhập trên mỗi cổ phần của 4 quý gần nhất (EPS ĐC)	VNĐ	4.029	3.171	3.731	4.441	4.605
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS ĐC)	VNĐ	21.965	24.838	24.946	28.038	27.541
Chỉ số giá thị trường trên thu nhập (P/E ĐC)	Lần	0	0	6,61	9,34	8,19
Chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (P/B ĐC)	Lần	0	0	0,99	1,48	1,37
Giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EV/EBIT)	Lần	5,92	5,67	5,68	7,37	25,08
Giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế, khấu hao và lãi vay (EV/EBITDA)	Lần	5,67	5,07	5,18	6,88	23,81
Nhóm chỉ số Sinh lợi						
Tỷ suất lợi nhuận gộp biên	%	30,52	33,72	32,29	28,62	30,67
Tỷ lệ lãi EBIT	%	49,44	42,36	39,24	36,55	50,31
Tỷ lệ lãi EBITDA	%	51,61	47,38	43,05	39,16	53
Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần	%	41,78	33,6	32,07	30,49	39,64
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân (ROEA)	%	19,12	13,55	15,18	16,78	4,43
Tỷ suất sinh lợi trên vốn dài hạn bình quân (ROCE)	%	20,99	15,73	17,77	18,12	4,63
Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản bình quân (ROAA)	%	13,83	9,47	10,41	10,72	2,64
Nhóm chỉ số Tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu thuần	%	8,95	0,53	38,43	36,5	-3,49
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	%	33,07	11,05	32,58	20,97	6,7
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	%	16,08	-17,17	31,57	25,11	20,53
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của CĐ công ty mẹ	%	8,83	-19,67	28,15	25,96	15,31
Tăng trưởng tổng tài sản	%	20,83	14,35	18,6	0	25,95
Tăng trưởng nợ dài hạn	%	54,43	36,29	51,06	152,81	167,93
Tăng trưởng nợ phải trả	%	17,78	41,69	25,62	52,4	50,79
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	%	13,73	13,08	15,53	12,59	12,76
Tăng trưởng vốn điều lệ	%	2,04	0,2	15	0	0
Nhóm chỉ số Thanh khoản						
Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	Lần	0,67	0,64	0,37	0,82	0,47
Tỷ số thanh toán nhanh	Lần	1,53	1,44	1,1	1,4	1,08
Tỷ số thanh toán nhanh (Đã loại trừ HTK, Phải thu ngắn hạn - Tham khảo)	Lần	0,83	0,81	0,65	1	0,65
Tỷ số thanh toán hiện hành (ngắn hạn)	Lần	1,91	1,68	1,57	1,93	1,56

Khả năng thanh toán lãi vay	Lần	34,74	15,14	23,87	17,45	11,7
Nhóm chỉ số Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay phải thu khách hàng	Vòng	3,9	3,74	5,29	7,05	1,29
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	Ngày	93,56	97,65	68,93	51,8	70,31
Vòng quay hàng tồn kho	Vòng	3,2	3,06	2,79	2,56	0,48
Thời gian tồn kho bình quân	Ngày	114,15	119,32	130,92	142,59	191,36
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	Vòng	10,02	8,33	7,86	8,38	2,13
Thời gian trả tiền khách hàng bình quân	Ngày	36,43	43,81	46,44	43,58	42,73
Vòng quay tài sản cố định (Hiệu suất sử dụng tài sản cố định)	Vòng	8,68	5,05	7,23	9,79	2,19
Vòng quay tổng tài sản (Hiệu suất sử dụng toàn bộ tài sản)	Vòng	0,34	0,29	0,35	0,39	0,07
Vòng quay vốn chủ sở hữu	Vòng	0,47	0,42	0,51	0,61	0,12
Nhóm chỉ số Đòn bẩy tài chính						
Tỷ số Nợ ngắn hạn trên Tổng nợ phải trả	%	75,12	76,07	71,22	52,25	52,27
Tỷ số Nợ vay trên Tổng tài sản	%	8,46	10,31	13,11	20,85	20,97
Tỷ số Nợ trên Tổng tài sản	%	24,57	30,45	32,25	39,19	41,53
Tỷ số Vốn chủ sở hữu trên Tổng tài sản	%	70,33	69,55	67,75	60,81	58,47
Tỷ số Nợ ngắn hạn trên Vốn chủ sở hữu	%	26,24	33,3	33,9	33,67	37,13
Tỷ số Nợ vay trên Vốn chủ sở hữu	%	12,03	14,83	19,35	34,29	35,87
Tỷ số Nợ trên Vốn chủ sở hữu	%	34,94	43,78	47,6	64,43	71,03
Nhóm chỉ số Dòng tiền						
Tỷ số dòng tiền HĐKD trên doanh thu thuần	%	26,33	29,3	18,6	19,86	-13,91
Khả năng chi trả nợ ngắn hạn từ dòng tiền HĐKD	%	44,64	34,8	26	33,9	-4,61
Khả năng chi trả nợ ngắn hạn từ lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	%	32,39	17,12	-17,51	49,09	-28,32
Tỷ lệ dồn tích (Phương pháp Cân đối kế toán)	%	18,81	1,9	24,41	15,43	8,49
Tỷ lệ dồn tích (Phương pháp Dòng tiền)	%	8,27	4,32	24,17	10,65	14,19
Dòng tiền từ HĐKD trên Tổng tài sản	%	9,02	8,6	6,48	7,72	-1,01
Dòng tiền từ HĐKD trên Vốn chủ sở hữu	%	12	11,9	9,45	12,09	-1,70
Dòng tiền từ HĐKD trên Lợi nhuận thuần từ HĐKD	%	66,37	74,56	49,73	57,97	-30,27
Khả năng thanh toán nợ từ dòng tiền HĐKD	%	33,53	26,47	18,52	17,71	-2,41
Dòng tiền từ HĐKD trên mỗi cổ phần (CPS)	VNĐ	2.627	2.878	2.322	3.200	-471
Cơ cấu Chi phí						
Giá vốn hàng bán/Doanh thu thuần	%	69,48	66,28	67,71	71,38	69,33
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	%	1,73	2,06	2,43	1,89	2,11
Chi phí quản lý doanh nghiệp/Doanh thu thuần	%	4,99	6,88	6,02	4,84	3,94
Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần	%	1,42	2,8	1,64	2,09	4,30
Cơ cấu Tài sản ngắn hạn						
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	%	35,3	39	36,02	39,53	33,96
Tiền/Tài sản ngắn hạn	%	34,94	37,89	23,39	42,42	30,23
Đầu tư tài chính ngắn hạn/Tài sản ngắn hạn	%	8,42	10,18	18,25	9,14	11,41
Phải thu ngắn hạn/Tài sản ngắn hạn	%	34,76	36,53	27,97	20,01	26,64
Hàng tồn kho/Tài sản ngắn hạn	%	20,17	14,6	29,97	27,53	30,87
Tài sản ngắn hạn khác/Tài sản ngắn hạn	%	1,7	0,81	0,42	0,91	0,86

Cơ cấu Tài sản dài hạn						
Tài sản dài hạn/Tổng tài sản	%	64,7	61	63,98	60,47	66,04
Tài sản cố định/Tổng tài sản	%	6,71	5,03	4,64	3,44	3,28
Tài sản cố định hữu hình/Tài sản cố định	%	87,69	93,04	93,74	93,56	93,44
Tài sản thuê tài chính/Tài sản cố định	%	0	0	0	0	0
Tài sản vô hình/Tài sản cố định	%	6,19	6,96	6,26	6,44	6,56
XDCBDD/Tài sản cố định	%	6,12	65,39	108,1	229,09	265,35

Liên hệ trung tâm nghiên cứu VNCS:

Email: vncs.research@vn-cs.com

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS) 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%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2018 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VNCS 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 VNCS. 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 VNCS.

TRỤ SỞ VNCS

Tầng 3 Grand Plaza, số 117 Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội
ĐT: + 84 24 3926 0099
Webiste: www.vn-cs.com