

CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH
Mã CK: **REE**

Ngành: Công nghiệp

Chuyên viên: Tô Thùy Linh
linhtt@ssi.com.vn

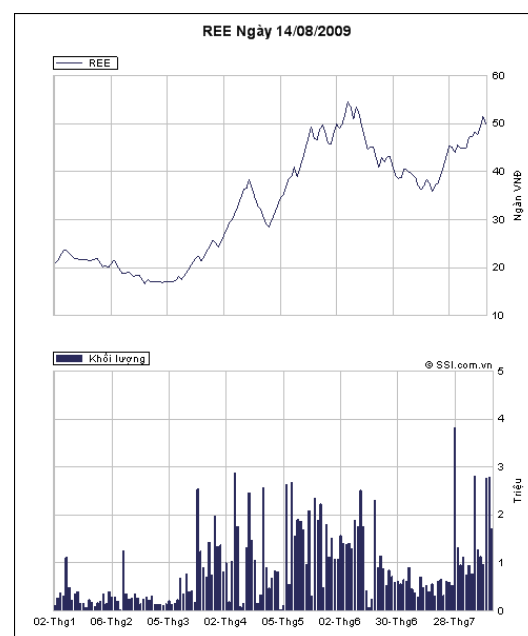
QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ❖ Trong quý 2 2009, kết quả hoạt động của REE khá tốt và tương đối sát với ước tính của chúng tôi về doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính, tuy nhiên lợi nhuận từ hoạt động tài chính vượt trên ước tính của chúng tôi, chủ yếu là do hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính.
- ❖ Chúng tôi đã điều chỉnh tăng ước tính LNST cả năm 2009 từ 287 tỷ lên 403 tỷ, chủ yếu là do tăng ước tính về LN hoạt động tài chính và do nhận định về triển vọng tốt hơn của TTCK đến cuối năm. EPS 2009 do vậy đạt khoảng 4.967 VND/cổ phiếu.
- ❖ Với phương pháp định giá dòng tiền, chúng tôi ước tính giá trị nội tại của cổ phiếu khoảng 46.500 đồng. Giá trị của các khoản đầu tư tài chính (gồm cả đầu tư chứng khoán và đầu tư vào các công ty liên kết) đóng góp 1 phần khá lớn vào mức giá nội tại này, đây chính là rủi ro của cổ phiếu REE khi thị trường chứng khoán biến động.
- ❖ Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu này vì những lý do sau
 - REE đang giao dịch quanh mức giá nội tại
 - P/E 2009 khoảng 9,8 lần là mức hợp lý so với mức P/E 14,7 lần của thị trường (chúng tôi lấy mức P/E của rổ cổ phiếu SSI30 làm đại diện cho thị trường)
 - Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá cao hơn rủi ro giảm giá. Mặc dù cổ phiếu này có rủi ro về đầu tư tài chính, nhưng trong bối cảnh kinh tế hiện tại, chúng tôi cho rằng thị trường khó có thể giảm sâu, do vậy cổ phiếu có khả năng tăng giá nhiều hơn rủi ro giảm giá. Lưu ý là trong thời gian tới khả năng có đột biến về LN như quý 2 là thấp, do vậy giá cổ phiếu ít có khả năng tăng trưởng mạnh.

THÔNG TIN CHUNG

Chỉ số chính	20/08/2009
Giá (VND)	49.000
Biến động giá 52 tuần (VND)	16.400 – 53.700
Số lượng cổ phiếu	81.043.131
Giá trị vốn hóa – Tỷ đồng	3.971
Sở hữu nước ngoài (%)	41,68%
Sở hữu nhà nước (%)	4,85%

Đồ thị giá cổ phiếu



CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CƠ BẢN

ĐV: triệu đồng	2007A	2008A	2009E	2010E
Doanh thu	977.085	1.154.393	1.188.123	1.314.560
Lợi nhuận sau thuế	291.527	-153.827	403.321	347.059
EPS (VND)	8.608	-1.897	4.967	4.275
P/E (x)	5,7	N/A	9,8	11,5
P/B (x)	0,74	1,82	1,65	1,49
Cổ tức/giá (%)	1,4%	0,0%	2,0%	2,0%
ROE (%)	13%	-7%	16,7%	12,9%
ROA (%)	10%	-6%	14,0%	10,8%

❖ CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2

Như chúng tôi đã nói đến trong báo cáo cập nhật nhanh 2Q khoảng 2 tuần trước đây, nhìn chung, kết quả kinh doanh quý 2 của REE khá tốt và tương đối sát với ước tính của chúng tôi về doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính, tuy nhiên lợi nhuận HĐ tài chính vượt trên mức ước tính của chúng tôi, chủ yếu là do hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính. Cụ thể, REE đạt 329 tỷ doanh thu (tăng 8,9% so với cùng kỳ) và 65 tỷ LN HĐKD (tăng 6,1% so với cùng kỳ). LN hoạt động tài chính khoảng 148 tỷ, LN trước thuế đạt 215 tỷ, hoàn thành 86% kế hoạch LN của cả năm. Sau đây là 1 vài nét chính về hoạt động của từng mảng kinh doanh chính trong kỳ:

- ❖ **Mảng bất động sản:** Đúng như kỳ vọng thì mảng bất động sản vẫn là mảng kinh doanh mang lại lợi nhuận lớn nhất trong 3 mảng kinh doanh chính. Tuy doanh thu chỉ chiếm 23%, mảng này đóng góp trên 62% vào LN từ HĐKD. Doanh thu tăng trưởng 41% so với cùng kỳ, nguyên nhân là do REE mới đưa 2 tòa nhà Etown 3 và Etown 4 vào hoạt động vào nửa cuối năm 2008, nâng tổng diện tích cho thuê từ 67.000 m2 lên khoảng 81.000 m2. Sự tăng trưởng này 1 phần cũng do đồng VN giảm giá so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ suất LN duy trì ở mức cao 53%.
- ❖ **Lĩnh vực M&E:** Hoạt động M&E ghi nhận mức doanh thu tốt hơn nhiều so với quý 1 (Doanh thu quý 2 khoảng 150 tỷ so với 10 tỷ của quý 1). Tính chung nửa đầu năm, tỷ suất LN cải thiện đáng kể so với mức trung bình năm 2008. Như chúng tôi đã đề cập đến trong báo cáo cập nhật quý 4 2008, các dự án trong năm 2008 bị trì hoãn trong khi chi phí tăng cao dẫn tới TSLN năm 2008 thấp. Doanh thu và LN năm nay đến từ các dự án trị giá 1.200 tỷ từ năm 2008, trong đó 1 vài dự án phục vụ cho đại lễ kỷ niệm 1000 năm Thăng Long Hà Nội như Bảo tàng Hà Nội (52.000 m2, trị giá 500 tỷ), tòa nhà của Bộ Công An (250 tỷ).
- ❖ **Reetech:** Hoạt động Reetech trong quý 2 được hưởng lợi do tính mùa vụ (thời tiết nóng hơn) và do nhu cầu mua máy điều hòa nhiệt độ đến chậm hơn so với mọi năm. Tăng trưởng so với quý 1 khoảng 81%, và tăng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái khoảng 11%. Không như mọi năm khi nhu cầu mua tăng cao từ tháng 3, năm 2009 nhu cầu không tăng cho đến tháng 5, điều này cũng lý giải mức doanh thu thấp trong quý 1.
- ❖ **Đầu tư tài chính:** Hoạt động tài chính đóng góp phần lớn vào LN trước thuế trong kỳ (đạt 148 tỷ, tương đương với 69% LNTT). Ngoài khoản 40 tỷ lãi tiền gửi và cổ tức được chia, phần còn lại chủ yếu là hoàn nhập dự phòng tài chính của cả những khoản đầu tư đã bán và chưa bán. Tài thời điểm 30/6/09, vẫn còn khoảng 114 tỷ dự phòng tài chính trên bảng cân đối kế toán, do vậy REE vẫn có khả năng hoàn nhập thêm trong tương lai.

❖ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM VÀ NHỮNG GIẢ ĐỊNH CHO MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

- ❖ **Triển vọng 6 tháng cuối năm:** Chúng tôi không thay đổi ước tính về doanh thu của hoạt động kinh doanh chính cho cả năm 2009, tuy nhiên điều chỉnh tăng đôi chút LN từ HĐKD (từ 232 tỷ lên 254 tỷ) do mức TSLN đạt được của 2 mảng M&E và Reetech cao hơn dự kiến. Chúng tôi cho rằng mảng bất động sản vẫn duy trì sự ổn định trong nửa cuối năm và được hưởng lợi 1 chút từ việc đồng VND giảm giá (SSI ước tính tỷ giá VND/USD tăng lên khoảng 18.500 vào cuối năm). Xét về hoạt động M&E, với những dự án hiện tại hoàn thành cho lễ kỷ niệm 1000 năm Thăng Long Hà Nội, chúng tôi tin rằng công ty có thể đạt được kế hoạch của cả năm.

Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng mức ước tính LNST của năm 2009 chủ yếu do tăng ước tính LN từ hoạt động tài chính. Chúng tôi cho rằng khả năng thị trường giảm sâu trong nửa năm cuối là thấp. Do đó REE có thể ghi nhận lãi từ bán cổ phiếu cộng với những khoản thu nhập thường kỳ từ lãi tiền gửi và cổ tức được chia. Lưu ý là mức lợi nhuận lớn từ hoàn nhập dự phòng như trong quý 2 khó có thể xảy ra trong nửa cuối năm 2009.

❖ **Những giả định về hoạt động kinh doanh chính cho mô hình định giá**

- **Mảng bất động sản:** REE dự kiến 2 tòa nhà văn phòng mới (1 tòa ở đường Bà Hom và tòa cao ốc Đoàn Văn Bơ) sẽ hoàn thành vào khoảng 1, 2 tháng cuối năm 2010. Như vậy tổng diện tích cho thuê văn phòng sẽ tăng thêm khoảng 30.000 m². Do vậy, chúng tôi cho rằng năm 2010 sẽ có tăng trưởng nhẹ so với năm 2009, tuy nhiên năm 2011 sẽ có tăng trưởng trên 30%. Ngoài ra, trong mô hình định giá, chúng tôi cũng giả thiết giá cho thuê hàng năm tăng nhẹ (khoảng 3%/năm) và đồng VND giảm giá so với đồng USD khoảng 2%/năm dựa trên dữ kiện lịch sử.
- **Hoạt động M&E:** Là 1 trong những nhà thầu M&E lớn nhất, REE có thể mạnh để ký những hợp đồng lớn, đặc biệt là những dự án của chính phủ trên toàn quốc. Mặc dù có vị thế mạnh trong lĩnh vực này, REE cũng bị cạnh tranh từ Searefico (là 1 trong những nhà thầu lớn nhất) và các công ty cỡ trung khác. Lưu ý là Searefico mạnh về các dự án thương mại và nhà ở, do vậy REE vẫn có lợi thế đối với những dự án của chính phủ. Cùng với sự tăng trưởng của ngành xây dựng, chúng tôi ước tính tăng trưởng 8-10% trong lĩnh vực này trong các năm tới.
- **Reetech:** Trong các năm trước, Reetech tăng trưởng khá nhanh (từ khi bắt đầu hoạt động vào năm 2006, tăng trưởng doanh thu Reetech ở mức 42%, cao hơn mức tăng trưởng của toàn ngành (Trong giai đoạn 2006-2008, toàn ngành tăng trưởng 30%/năm theo điều tra của Bộ Công thương¹). Ước tính trong vài năm tới ngành điều hòa nhiệt độ tăng trưởng khoảng 20%/năm. Chúng tôi cho rằng thu nhập của người dân tăng cao cùng với thời tiết trở nên nóng bức hơn là những yếu tố thuận lợi cho sự phát triển của Reetech và chúng tôi có quan điểm khá tích cực về tăng trưởng của mảng kinh doanh này. Chúng tôi ước tính tăng trưởng 12-14%/năm trong các năm tới dựa trên triển vọng tăng trưởng cao của ngành và có tính đến việc thương hiệu Reetech không được người tiêu dùng biết đến nhiều như các thương hiệu quốc tế khác. Thêm vào đó thì việc mở rộng ra thị trường miền bắc còn hạn chế cũng ảnh hưởng lên tăng trưởng của Reetech so với đối thủ cùng ngành. Về TSLN, cạnh tranh trong ngành mạnh có khả năng làm giảm TSLN của Reetech trong các năm tới.

❖ **PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ, GIÁ THIẾT VÀ KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ**

Để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu REE, chúng tôi sử dụng phương pháp dòng tiền tự do cho hoạt động kinh doanh chính, sau đó cộng thêm với giá trị thị trường của danh mục đầu tư tài chính.

Đối với hoạt động kinh doanh chính, dựa trên những giả định được đề cập đến ở phần trên, chúng tôi đã tiến hành ước tính dòng tiền tự do của công ty trong 8 năm tới (2009-2017), sau đó giả thiết mức tăng trưởng dòng tiền cuối cùng là 3%. Lưu ý là chúng tôi không sử dụng phương pháp cộng giá trị các phần của các hoạt động kinh doanh chính do thiếu thông tin để có thể tính toán được chính xác.

Về Chi phí vốn chủ sở hữu (Cost of equity) và tỷ lệ chiết khấu WACC, giả thiết chính của chúng tôi như sau:

Chi phí vốn chủ sở hữu	21,56%	WACC	19,43%
Lãi suất phi rủi ro (Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm)	9,88%	Nợ/Tổng TS	0,16
Beta (sử dụng tỷ lệ sinh lời hàng tháng tính hàng ngày, số liệu 3 năm)	1,46	Chi phí vốn vay	11%
Mức bù rủi ro thị trường	8%	VCSH/Tổng TS	0,84
		Chi phí VCSH	21,56%
Mức tăng trưởng dòng tiền cuối cùng	3%	Thuế TNDN	25%

Sau đó chúng tôi cộng thêm giá trị sổ sách ròng của các khoản đầu tư ngắn hạn và dài hạn (sau khi đã khấu trừ đi dự phòng đầu tư) vào giá trị của các hoạt động kinh doanh chính. Tại thời điểm 30/06/2009, REE có khoảng

¹ Theo điều tra của Bộ Công Thương phối hợp với Công ty Tư vấn Công nghệ Quốc tế Canada, tiến hành từ tháng 4/2008-nay, trên 5 thành phố lớn Hà Nội, Hải Phòng, Vũng Tàu, Cần Thơ, Tp HCM.

1.531 tỷ giá trị sổ sách ròng của các khoản đầu tư này. Chúng tôi có cơ sở tin rằng REE đã trích lập dự phòng khá đầy đủ, do vậy chiết khấu thêm từ giá trị sổ sách này là không cần thiết. Tuy nhiên, riêng khoản đầu tư vào cổ phiếu STB (hiện tại REE nắm giữ 20.879.113 cổ phiếu với giá vốn khoảng 11.000/cổ phiếu), chúng tôi cộng thêm phần chênh lệch giữa mức giá hiện tại của STB và mức giá vốn này.

❖ **KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ**

Đơn vị: triệu đồng

Giá trị HĐ kinh doanh chính trừ đi Nợ	1.669.995
Giá trị khoản đầu tư	2.105.220
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu	3.775.214
Số lượng cổ phiếu	81.043.131
Giá trị nội tại (VND)	46.583

Lưu ý là giá trị khoản đầu tư (bao gồm cả đầu tư chứng khoán và đầu tư dài hạn khác vào các công ty liên kết) chiếm tỷ trọng khá lớn trong mức giá nội tại này. Phần giá trị này sẽ biến động tùy theo biến động của thị trường chứng khoán như chúng tôi sẽ nói kỹ hơn ở phần sau.

❖ **BÌNH LUẬN**

Vì giá trị của khoản đầu tư tài chính chiếm tỷ trọng khá lớn trong giá trị nội tại của cổ phiếu mà chúng tôi tính ở trên, điều này có nghĩa là cổ phiếu REE có cả tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá tùy thuộc vào biến động của thị trường. Cụ thể, với 2 khoản đầu tư lớn vào cổ phiếu ACB và STB (chúng tôi ước tính giá trị của 2 khoản đầu tư này chiếm khoảng 25% giá trị nội tại của REE), chúng tôi cho rằng biến động cổ phiếu ACB và STB là 1 trong những yếu tố nhà đầu tư cần quan tâm.

❖ **KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu này vì những lý do sau

- REE đang giao dịch quanh mức giá nội tại
- P/E 2009 khoảng 9,8 lần là mức hợp lý so với mức P/E 14,7 lần của thị trường (chúng tôi lấy mức P/E của rổ cổ phiếu SSI30 làm đại diện cho thị trường)
- Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá cao hơn rủi ro giảm giá. Mặc dù cổ phiếu này có rủi ro về đầu tư tài chính, nhưng trong bối cảnh kinh tế hiện tại, chúng tôi cho rằng thị trường khó có thể giảm sâu, do vậy cổ phiếu có khả năng tăng giá nhiều hơn rủi ro giảm giá. Lưu ý là trong thời gian tới khả năng có đột biến về LN như quý 2 là thấp, do vậy giá cổ phiếu ít có khả năng tăng trưởng mạnh (giá cổ phiếu REE biến động mạnh trong 1, 2 phiên tuần trước là do thông tin sai lệch về chia tách cổ phiếu).

PHỤ LỤC

Ước tính kết quả kinh doanh của các lĩnh vực kinh doanh chính

Đơn vị: triệu đồng

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	1.188.123	1.314.560	1.531.221	1.663.535	1.803.548	1.944.879	2.097.944	2.263.761	2.443.440
M&E	520.831	572.914	618.747	668.247	721.707	779.443	841.799	909.143	981.874
Reotech	358.250	408.405	461.498	521.492	584.071	642.479	706.726	777.399	855.139
Bất động sản	309.042	333.241	450.977	473.796	497.770	522.957	549.419	577.219	606.427
LN từ HĐKD	262.876	293.435	364.693	389.161	413.801	440.141	464.776	490.671	522.145
M&E	48.680	60.156	64.968	70.166	75.779	81.842	88.389	95.460	103.097
Reotech	41.035	46.558	51.688	58.407	64.248	70.673	74.206	77.740	85.514
Bất động sản	173.161	186.720	248.037	260.588	273.774	287.626	302.180	317.471	333.535

BÁO CÁO KQKD	2007A	2008A	2009E	2010E
Doanh thu	977.085	1.154.393	1.188.123	1.314.560
Giá vốn hàng bán	679.284	824.318	765.533	835.009
Lợi nhuận gộp	297.801	330.075	422.590	479.552
Chi phí bán hàng	24.222	39.711	43.347	47.960
Chi phí quản lý	78.730	97.607	124.869	138.157
Tổng chi phí hoạt động	102.952	137.318	168.216	186.117
LN từ HĐKD (EBIT)	194.849	192.757	254.374	293.435
LN hoạt động tài chính	190.395	(342.030)	213.016	168.415
Doanh thu khác	8.558	7.982	1.188	1.315
Chi phí khác	1.762	368	379	419
LN hoạt động khác	6.796	7.614	809	896
LN trước thuế	392.040	(141.659)	468.200	462.745
Thuế TNDN	100.513	12.168	64.879	115.686
LN sau thuế	291.527	(153.827)	403.321	347.059

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2007A	2008A	2009E	2010E
Tài sản ngắn hạn	1.615.207	1.118.977	1.189.606	1.246.564
Tiền và tương đương tiền	305.885	359.043	326.674	311.891
Đầu tư ngắn hạn	672.848	182.505	328.127	328.640
Phải thu của khách hàng	135.074	195.130	149.914	231.849
Hàng tồn kho	204.891	106.952	182.482	133.220
Tia sản ngắn hạn khác	24.118	12.855	11.881	13.146
Tài sản dài hạn	1.275.918	1.489.277	1.700.875	1.955.423
Tài sản cố định	53.645	45.351	34.349	36.052
Bất động sản đầu tư	405.989	531.765	494.275	786.784
Đầu tư dài hạn	814.426	909.090	1.079.090	1.129.090
Tài sản dài hạn khác	1.858	3.071	3.161	3.497
TỔNG TÀI SẢN	2.891.125	2.608.254	2.890.481	3.201.987
TỔNG NỢ	635.407	508.969	468.917	514.407
Nợ ngắn hạn	635.407	508.969	468.917	514.407
Vay nợ ngắn hạn	531.140	403.533	383.481	441.542
Phải trả người bán	73.830	148.278	118.278	153.278
Phải trả người LĐ	121.579	68.293	91.864	100.201
Thuế phải trả	1.369	2.484	2.307	2.516
Phải trả ngắn hạn khác	54.517	9.154	9.421	10.424
Nợ dài hạn	104.268	105.436	85.436	72.865
Vay nợ dài hạn	47.568	32.571	12.571	-
Phải trả dài hạn khác	56.700	72.865	72.865	72.865
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2.255.718	2.099.285	2.421.563	2.687.579
Vốn chủ sở hữu	2.244.775	2.183.784	2.400.704	2.658.082
Vốn đầu tư của CSH	575.150	810.431	810.431	810.431
Thặng dư vốn	1.315.440	1.315.440	1.315.440	1.315.440
Quỹ khác	67.359	116.484	136.650	154.003
Lợi nhuận để lại	286.826	(155.188)	138.183	378.208
Tổng nguồn vốn quỹ khác	10	1.297	9.297	17.297
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.933	10.821	11.562	12.200
TỔNG NGUỒN VỐN	2.891.125	2.608.254	2.890.480	3.201.986



Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN (SSI)

KHÔI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

❑ Giám đốc khối

Lê Lệ Hằng

hangl@ssi.com.vn

❑ Chuyên Viên

Tô Thùy Linh

linhtt@ssi.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Toà nhà 1C Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm
Hà nội, Việt nam
Tel : 84-4-39366321 ; Fax : 84-4-39366319

Trụ sở chính

72 Nguyễn Huệ, Quận 1
Thành phố Hồ Chí Minh
Tel : 84-8-38242897 ; Fax : 84-8-38247409

© 2009 Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần Bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI