

MCK: REE (HSX)

CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH

CÔNG NGHIỆP - BẤT ĐỘNG SẢN

MUA **DÀI HẠN**

ĐỊNH GIÁ **17.800**

Chuyên viên: Huỳnh Tuấn Khánh

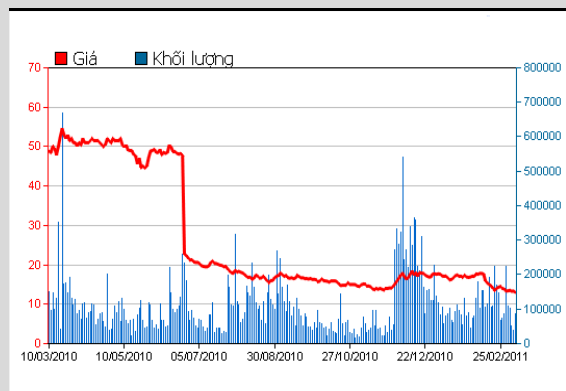
Email: khanh.ht@vpsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 341

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (15/03/2011)	13.400
Giá cao nhất (52 tuần)	23.500
Giá thấp nhất (52 tuần)	12.500
Số CP đang lưu hành	186.291.956
KLGDBQ (10 phiên gần nhất)	981.461
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.496
P/E 2010 (x)	6,8
Forward P/E 2011 (x)	8,2
P/BV (31/12/2010)	0,9

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2008	2009	2010	2011F
DT	1.154	1.174	1.827	2.026
LNTT	-142	484	452	526
LNST	-154	432	345	399
VĐL	810	810	1.863	2.446
TTS	2.608	3.382	4.911	4.701
VCSH	2.087	2.462	2.882	3.557
ROA		12,8%	7,0%	8,5%
ROE		17,6%	12,0%	11,2%
EPS* (VND)		5.333	1.973	1.833*
GTSS (VND)	25.754	30.381	15.470	14.538
Cổ tức	-	27%	16%	15%

(*) EPS pha loãng tính trên số lượng cổ phiếu 244.643.400 CP, trong đó 58.350.096 cổ phiếu được chuyển đổi từ trái phiếu.

Nguồn: REE, RONGVIET SECURITIES ước tính

Giá trị ước tính REE theo nhiều phương pháp định giá ở mức 17.800 đồng/CP, tương đương giá trị vốn hóa 4.355 tỷ đồng (bao gồm 58.350.096 cổ phiếu được chuyển đổi từ trái phiếu), cao hơn 32% so với giá tham chiếu ngày 16/03/11. REE là một trong các doanh nghiệp dẫn đầu ngành xây dựng công trình cơ điện lạnh và sản phẩm điện lạnh Reetech có vị trí nhất định trên thị trường. Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính, REE còn sở hữu 4,2ha đất kinh doanh văn phòng cho thuê, mang lại nguồn thu ổn định hàng năm. Vì vậy, người phân tích khuyến nghị nhà đầu tư có thể cân nhắc MUA với mục tiêu trung và dài hạn đối với cổ phiếu này.

REE là nhà thầu cơ điện có uy tín hàng đầu tại thị trường Việt Nam với thị phần nắm giữ 30%. Triển vọng phát triển của ngành M&E là dễ dàng trông thấy khi tốc độ đô thị hóa tăng cao, ngành công nghiệp và xây dựng đang phát triển rất nhanh. Tổng giá trị hợp đồng từ năm 2010 chuyển sang khoảng 1.550 tỷ đồng, doanh thu hoạt động này trong nay dự kiến sẽ đạt 800 tỷ đồng, tăng trưởng 7% so với năm 2010.

Doanh thu kinh doanh máy điều hòa Reetech có chiều hướng tăng, tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận giảm. Sự cạnh tranh, duy trì thị phần với các sản phẩm thương hiệu mạnh là nguyên nhân khiến cho tỷ suất sinh lời hoạt động này giảm sút. Tuy nhiên, nhu cầu tiêu dùng ngày càng cao, đời sống người dân được cải thiện, thị trường sản phẩm điện lạnh sẽ còn phát triển mạnh. Dự báo, doanh thu và lợi nhuận Reetech sẽ tiếp tục đạt mức tăng 15% so với năm trước.

2011, doanh thu hoạt động cho thuê văn phòng sẽ có thêm sự đóng góp từ cao ốc văn phòng Ree Tower Q.4. Tổng diện tích cho thuê kể từ giữa QII ước tính sẽ tăng lên hơn 110.000 m², khi văn phòng cho thuê này đưa vào khai thác. Mặc dù thị trường văn phòng không được sôi động, giá thuê giảm sút, nhưng với tỷ lệ lấp đầy cao tại các cao ốc văn phòng hiện hữu và giá cho thuê của tòa nhà Ree Tower khá cạnh tranh, người phân tích cho rằng nguồn thu từ hoạt động này vẫn sẽ tăng trong các năm tới. Năm 2011, doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 372 tỷ và 226 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh của REE phụ thuộc nhiều vào lợi nhuận đầu tư tài chính. Điểm người phân tích e ngại là hoạt động đầu tư tài chính của Công ty. Gần 40% tài sản của REE dưới dạng đầu tư góp vốn, mua cổ phần. Không dễ dàng để đánh giá danh mục đầu tư hiện tại của REE khi không có thông tin chi tiết. Kết quả việc trích lập dự phòng là khó tránh khỏi nếu TTCK từ nay đến cuối năm không có chuyển biến tích cực. Ngược lại, lợi nhuận tài chính cũng sẽ tăng mạnh khi TTCK tốt hơn.

Rủi ro. Rủi ro cổ phiếu pha loãng, áp lực nguồn cung tăng khi lượng trái phiếu chuyển đổi sang cổ phiếu trong tháng 8 tới có thể sẽ ảnh hưởng không mấy tích cực đến tâm lý nhà đầu tư. Mặt khác, với số lượng cổ phiếu lưu hành lớn, giá cổ phiếu có thể khó có sự bứt phá trong ngắn hạn nếu không có bất kỳ thông tin hỗ trợ nào.

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh

364 Cộng Hòa, P.13, Q.Tân Bình, TP.HCM

Điện thoại: (84 8) 381 000

Fax: (84 8) 318 033

Website: www.reecorp.com

Email: ree@reecorp.com.vn

Thành lập Năm 1977

Cổ phần hóa Năm 1993

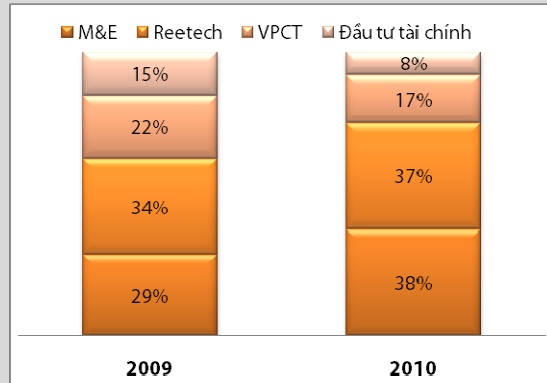
Quản trị - Điều hành

Nguyễn Thị Mai Thanh	CT. HĐQT
Dominic Scriven	Phó CT.HĐQT
Quách Vĩnh Bình	TV.HĐQT
Nguyễn Ngọc Thái Bình	TV.HĐQT
Lục Chánh Trường	TV.HĐQT

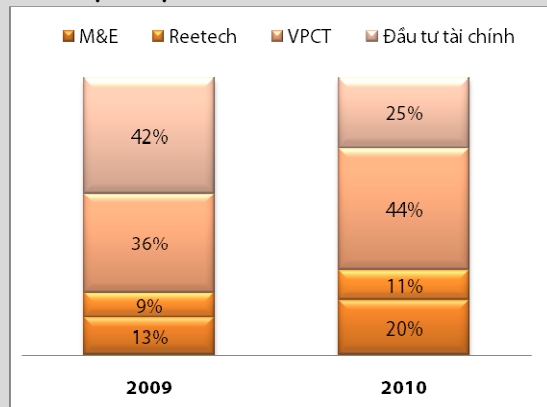
Các công ty con, công ty liên kết %SH

CT TNHH Quản lý & Khai Thác BĐS REE	100
Trans Orient Pte Ltd	100
CTCP Dịch vụ & Kỹ Thuật Cơ Điện Lạnh REE	99,9
Eastrade International Ltd	99,9
CTCP Điện Máy REE	99,9
CTCP Vĩnh Thịnh	97,1
CTCP BĐS REE	90,0
CTCP Quản lý Quỹ RNG	68,7

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận trước thuế



Nguồn: REE

CÔNG TY

REE thành lập năm 1977 với tên gọi ban đầu Xí nghiệp quốc doanh Cơ điện lạnh 100% thuộc sở hữu Nhà nước. REE chính thức CPH năm 1993 và là một trong hai doanh nghiệp đầu tiên niêm yết trên HSX vào ngày 28/07/2000.

Mức vốn điều lệ hiện tại là 1.863 tỷ. Trong cơ cấu cổ đông, Quỹ đầu tư Phát triển đô thị TPHCM nắm giữ 4,7%, Venner Group limited 3,75%, Wareham Group limited 3,4%, Quỹ Prudential Vietnam 2,93%, VOF Investment limited 2,1%, Amersham Industries 2%, Veil Holding 1,7%.

Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh của REE gồm có 4 mảng chính. Trong đó, hai mảng truyền thống là M&E và Reetech, chiếm hơn 75% doanh thu, cho thuê văn phòng 17% trong năm 2010, còn lại là thu nhập tài chính. Tuy nhiên, mảng có tỷ trọng đóng góp lớn trong cơ cấu lợi nhuận 2 năm gần đây lại đến từ văn phòng cho thuê và đầu tư tài chính.

M&E – lắp đặt hệ thống cơ điện lạnh công trình

Hoạt động này đóng góp khoảng 41% doanh thu và xấp xỉ 20% lợi nhuận trước thuế trong năm vừa qua. REE hiện đang nắm giữ khoảng 30% thị phần cả nước và có năng lực tài chính dồi dào, khả năng cạnh tranh so với các nhà thầu xây dựng nước ngoài. Nhờ vậy, REE dễ dàng tiếp cận các công trình xây dựng lớn, nhất là các dự án Nhà nước.

Doanh thu năm 2010 đạt 748 tỷ đồng, tăng đáng kể 88% so với 2009. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận giảm từ 16% xuống còn 12%, nguyên nhân do diễn biến thị trường không thuận lợi và cạnh tranh gay gắt với các nhà thầu nước ngoài.

Tổng giá trị hợp đồng còn lại chuyển sang khoảng 1.550 tỷ đồng. Công ty cho biết sẽ ký thêm một lượng hợp đồng mới với giá trị 800 tỷ đồng trong năm 2011 và dự kiến sẽ triển khai và đạt 800 tỷ doanh thu từ hoạt động này.

Reetech – kinh doanh máy điều hòa, thiết bị điện tử mang thương hiệu Reetech

Hoạt động này trong năm 2010 đóng góp khoảng 41% doanh thu và 11% lợi nhuận trước thuế. Sản phẩm của REE hiện chiếm khoảng 6% thị phần tại phía nam. Trước đây thị phần của REE hơn 10%, sự cạnh tranh khốc liệt với các sản phẩm ngoại như Sanyo, Toshiba, National, Panasonic, LG... là nguyên nhân khiến cho thị phần bị sụt giảm. Phần lớn các sản phẩm của REE tập trung vào phân khúc thị trường trung cấp, cạnh tranh bằng chất lượng và thời gian bảo hành dài.

Doanh thu năm 2010 đạt khoảng 742 tỷ đồng, tăng 58%, nhưng lợi nhuận trước thuế đạt 49 tỷ đồng, tăng 12%. Doanh số máy điều hòa bán được trong năm đạt 55.000 bộ, công suất lắp ráp máy khoảng 70.000 bộ/năm. Bên cạnh đó, REE còn xuất khẩu sản phẩm ra thị trường quốc tế (Mỹ), tổng kim ngạch xuất khẩu trong năm 2010 đạt 3 – 4 triệu USD.

Kế hoạch doanh thu từ mảng hoạt động này trong năm 2011 là 800 tỷ đồng. Tỷ suất sinh lời dự kiến khó cải thiện, sẽ duy trì mức 6% do (1) áp lực cạnh tranh với các sản phẩm ngoại trên thị trường (2) tỷ giá ngoại tệ điều chỉnh tăng làm tăng cao chi phí đầu vào.

Hoạt động cho thuê văn phòng

Doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2010 lần lượt đạt 337 tỷ và 200 tỷ đồng. Hiện tại, Công ty đang quản lý 6 tòa nhà văn phòng cho thuê tại TPHCM với tổng

diện tích kinh doanh cho thuê hiện ước đạt 85.400 m², tỷ lệ lấp đầy trung bình trong năm vừa qua đạt 90% - 95%, giá cho thuê bình quân ở mức 16-17USD/m²/tháng, đây là mức khá cạnh tranh so với các tòa nhà khác.

Tòa nhà văn phòng cho thuê	Diện tích đất (m ²)	Diện tích cho thuê (m ²)
Etown 1 Cộng Hoà Q.TB		29.000
Etown 2	36.742	27.000
Etown 3 – 4		21.000
IDC 163 Hai Bà Trưng Building Q.3	802	2.004
Maison Building 180 Pasteur Q.1	440	1.353
Reecorp 366 Nguyễn Trãi Q.5	606	3.120
Ree office building 61 Ba Hom	708	1.912
Tổng		85.389
Ree Tower Đoàn Văn Bơ Q.4	2.690	20.167
Tổng (cuối năm 2011)		105.556

Nguồn: REE, RONGVIET SECURITIES ước tính

Năm 2011, REE dự kiến sẽ đưa thêm Ree Tower Đoàn Văn Bơ vào khai thác với giá thuê ước tính 25 USD/m², tổng diện tích cho thuê sẽ tăng lên 105.556 m²

Đầu tư tài chính

Tổng giá trị đầu tư tài chính tính đến cuối năm 2010 đạt 1.877 tỷ đồng, chiếm hơn 38% tổng tài sản. Điều này cho thấy phần nào Công ty đang nỗ lực gia tăng hiệu quả đồng vốn thông qua hoạt động đầu tư, thay vì chỉ tập trung vào hoạt động kinh doanh chính.

Đầu tư dài hạn	Hoạt động kinh doanh	Giá trị		Giá ngày 31/12/10	Giá ngày 10/03/11	Giá trị thị trường	Chênh lệch
		Giá/CP	SLCP				
Cổ phiếu niêm yết		Giá/CP	SLCP				
STB	Ngân hàng	9.200	33.642.840	310	16.200	14.000	471
ACB	Ngân hàng	28.000	4.500.000	126	25.600	22.900	103
CCL	BĐS	10.000	1.250.000	13		23.100	29
TBC	Điện lực	14.923	13.779.500	206	15.000	12.700	175
Cổ phiếu OTC		VĐL	%SH				
Nhiệt điện Quảng Ninh	Điện lực	4.500	10,0%	527		527	0
BOO Nước Thủ Đức	Nước	500	20,0%	134		134	0
Nhiệt điện Vũng Áng II	Điện lực		21,2%	31		31	0
V.I.I.D	BĐS	100	34,9%	35		35	0
Địa ốc Sài Gòn	BĐS	110	22,8%	27		27	0
CT Đầu tư Phát triển Măng Cành	Khai thác quặng		40,0%	5		5	0
KCN Hải Phòng	Khu công nghiệp		20,0%	2		2	0
CT Cơ Điện Đoàn Nhất	Cơ điện		35,0%	3		3	0
CT Hap REE	Hạ tầng KCN		50,0%	2		2	0
CT Cơ Điện Chất lượng	Cơ điện		36,0%	1		1	0
CT Cơ Điện Minh Thành	Cơ điện		35,0%	1		1	0
CT Cơ Điện Hợp Phát	Cơ điện		35,0%	1		1	0
LD 41B Lý Thái Tổ - HN	BĐS		40,0%	1		1	0
CT Điện lực REE	Điện lực		30,0%	8		8	0
khác				430		430	0
Dự phòng				(169)		(169)	0
Đầu tư ngắn hạn				256		256	0
Dự phòng				(73)		(73)	0
Tổng				1.877		2.000	146

Nguồn: REE, RONGVIET SECURITIES ước tính

Cơ cấu thu nhập tài chính

Đv: tỷ VNĐ	2009	2010
Lãi tiền gửi	47	75
cổ tức	66	40
Lãi thanh lý các khoản đầu tư	95	41
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	1	1
Khác	4	1
Tổng	213	159

Cơ cấu chi phí tài chính

Đv: tỷ VNĐ	2009	2010
Lãi vay	8	9
Lỗ chênh lệch tỷ giá	8	9
Lỗ do bán các khoản đầu tư	208	69
Hoàn nhập dự phòng	(221)	(65)
Khác	1	28
Tổng	4	50

Nguồn: REE

Đầu tư ngắn hạn xấp xỉ 10%, đầu tư dài hạn các cổ phiếu hiện đang niêm yết chiếm khoảng 35%, còn lại là các khoản đầu tư OTC, trong đó, các khoản giá trị đầu tư lớn như:

Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh – có tổng công suất 1.200 MW với khả năng cung cấp sản lượng điện bình quân 7,2 tỷ kWh/năm, chia làm 2 giai đoạn. Được biết, 2 tổ máy giai đoạn I đã phát điện lần lượt từ năm 2009 và năm 2010, dự kiến đến tháng 3/2011 sẽ đạt sản lượng điện thương phẩm khoảng 1,7 tỷ kWh và hết năm sẽ đạt 3 tỷ kWh. Nguồn nguyên liệu cung cấp cho nhà máy được lấy từ mỏ than Hòn Gai (Quảng Ninh) với khối lượng tiêu thụ hàng năm là 3,4 triệu tấn.

Nhiệt điện Vũng Áng II – có công suất 1.320 MW, dự kiến sẽ được khởi công trong năm 2011. Tổng vốn đầu tư của REE tính đến cuối năm 2010 là 31 tỷ đồng, chiếm 21,2% vốn điều lệ của công ty và chưa có kế hoạch đầu tư thêm.

Nhà máy BOO Nước Thủ Đức – chính thức hoàn thành cả 2 giai đoạn vào tháng 9/2010 với tổng công suất thiết kế là 300.000 m³/ngày.

CTCP Địa ốc Sài Gòn – REE hiện đang nắm giữ 23% cổ phần và chưa có kế hoạch đầu tư thêm. Được biết, năm 2010 công ty địa ốc Sài Gòn đạt lợi nhuận trước thuế 75 tỷ đồng và đặt kế hoạch lợi nhuận cho năm 2011 tăng hơn gấp 2 lần.

CTCP Đầu tư và Phát triển cơ sở hạ tầng Việt Nam (VIID) – Vốn điều lệ 100 tỷ, trong đó REE sở hữu 35%, Lilama 20% và SCIC 30%. VIID dự kiến sẽ tăng vốn lên 410 tỷ đồng trong năm nay.

Năm 2010, lãi tiền gửi đạt 75 tỷ, tăng 60% nhưng thu từ cổ tức và lãi thanh lý các khoản đầu tư chỉ bằng 50% so với năm 2009 nên thu nhập tài chính giảm mạnh. Trong khi đó, khoản hoàn nhập dự phòng trong năm 2010 giảm và phát sinh chi phí tài chính khác tăng cao nên lợi nhuận tài chính chỉ bằng 56% năm 2009.

Triển vọng phát triển

Đi đôi với ngành công nghiệp và xây dựng hiện đang phát triển rất nhanh, triển vọng dịch vụ cơ điện công trình M&E vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Khi xây dựng các công trình cao ốc văn phòng, trung tâm thương mại, khách sạn... giá trị hệ thống M&E chiếm khoảng 30% tổng giá trị công trình, do đó sự phát triển thị trường xây dựng, BĐS sẽ kéo theo sự tăng trưởng của lĩnh vực này. Tuy vậy, là một trong 3 nhà thầu M&E có thị phần lớn tại Việt Nam, khả năng tiếp tục mở rộng thị phần là không dễ dàng. Yếu tố gia tăng doanh thu chỉ nhờ vào năng lực tìm kiếm các công trình có quy mô lớn.

Đối với hoạt động thương mại Reetech, thị trường sản phẩm điện lạnh được đánh giá là còn nhiều chưa được khai thác hết. Mức sống người dân ngày càng được nâng cao, nếu mỗi hộ gia đình cần ít nhất một máy điều hòa, dự báo doanh số từ hoạt động này sẽ tiếp tục tăng. Tuy nhiên, trước sự cạnh tranh gay gắt từ các thương hiệu mạnh nước ngoài, khả năng tăng trưởng trong các năm tới chỉ ở mức độ vừa phải.

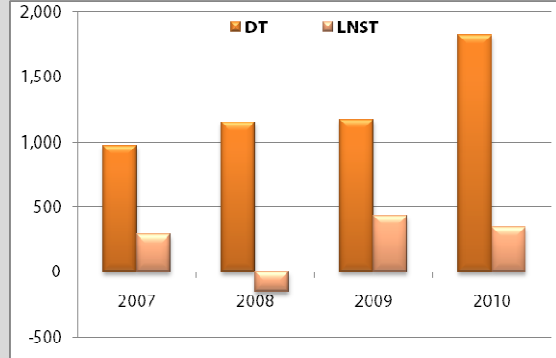
Rủi ro kinh doanh

Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào. Nguồn linh kiện và thiết bị đầu vào của 2 mảng hoạt động truyền thống M&E và Reetech phần lớn đều là nhập khẩu. Vì vậy, biến động tỷ giá ngoại tệ hay giá nguyên vật liệu sẽ khiến cho chi phí đầu vào tăng cao và áp lực phải tăng giá bán, khả năng cạnh tranh của REE bị ảnh hưởng.

Rủi ro đầu tư tài chính. Gần 40% tài sản của REE dưới hình thức đầu tư góp vốn mua cổ phần. Lãi đầu tư tài chính góp phần không nhỏ trong cơ cấu lợi nhuận

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận

Đv: tỷ VNĐ



Khả năng sinh lời

	2008	2009	2010
LNG/DT	26,3%	34,8%	30,8%
LNHKD/DT	16,7%	23,0%	18,2%
LNST/DT	-13,3%	36,8%	18,9%
ROA	-5,9%	12,8%	7,0%
ROE	-7,4%	17,6%	12,0%

Cơ cấu nguồn vốn

	2008	2009	2010
Cấu trúc tài sản			
Tiền/TTS	13,8%	7,2%	24,9%
Phải thu/TTS	17,5%	17,0%	12,6%
HTK/TTS	4,1%	7,2%	10,5%
TSCĐ/TTS	22,1%	18,1%	13,1%
Cấu trúc vốn			
Tổng nợ/TTS	19,5%	26,4%	40,7%
Nợ vay/TTS	6,9%	5,1%	21,5%

Nguồn: REE

Cơ cấu doanh thu dự phóng

Đv: tỷ VNĐ	2009	2010	2011F	2012F
M&E	397	748	800	858
Reotech	469	742	854	956
VPCT	309	337	372	458
Tổng	1.174	1.827	2.026	2.272

Cơ cấu lợi nhuận gộp dự phóng

Đv: tỷ VNĐ	2009	2010	2011F	2012F
M&E	111	183	200	227
Reotech	99	143	164	180
VPCT	198	238	274	342
Tổng	409	563	638	749

ròng. Vì vậy, sự sụt giảm thị trường chứng khoán sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kế hoạch lợi nhuận của Công ty.

Tình hình tài chính

Chỉ tiêu tăng trưởng và khả năng sinh lời

Chỉ tiêu tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp không ổn định qua các năm. Sau năm kinh tế suy thoái, doanh thu 2009 tăng trưởng không nhiều, nhưng tỷ suất lãi gộp được cải thiện đáng kể nhờ hoạt động M&E có tỷ suất lợi nhuận tăng tốt.

Năm 2010, doanh thu tăng trưởng 55%, chủ yếu đến từ 2 lĩnh vực M&E và Reotech tăng mạnh lần lượt đạt 89% và 58% so với năm trước.

Tuy nhiên, tỷ suất lãi gộp M&E giảm trở lại có thể do điều kiện thị trường không thuận lợi. Mặt khác, Reotech tiếp tục giảm do chịu sự cạnh tranh và chi phí lớn trong việc phát triển thị trường. Doanh thu ổn định và tỷ suất lợi nhuận gộp từ hoạt động cho thuê tăng nhẹ nhưng không đủ bù đắp cho 2 mảng truyền thống. Kết quả là tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ mức 35% xuống còn 31% năm 2010.

Thu nhập tài chính giảm sút do diễn biến thị trường chứng khoán không thuận lợi. Lợi nhuận tài chính đạt 109 đồng, bằng 56% năm 2009.

Tỷ lệ chi phí quản lý và bán hàng tăng nhẹ từ mức 11,8% lên 12,6% và không còn được ưu đãi thuế như năm 2009. Tỷ suất lợi nhuận ròng giảm từ mức 37% xuống còn 18,7%.

Chỉ số ROA, ROE năm 2010 lần lượt là 7% và 11,9% giảm đáng kể so với năm trước.

Cấu trúc tài chính

Thành công trong đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi 810.418 tỷ đồng, kỳ hạn 1 năm với lãi suất 8% (tháng 8/2010) và 8 triệu cổ phiếu cho CBNV chủ chốt là lý do tỷ lệ tiền trên tổng tài sản cuối năm tăng mạnh. Tự chủ về năng lực tài chính trước bối cảnh chi phí vay ngân hàng ở mức cao là một lợi thế rất lớn.

Tỷ lệ hàng tồn kho tăng mạnh lên mức 10,5% là do chi phí sản xuất kinh doanh dở dang tăng và nguyên vật liệu tồn kho ở mức cao. Có thể đây chính là giá trị các công trình lắp đặt hệ thống cơ điện M&E mà Công ty chưa ghi nhận.

Tổng nợ gia tăng mạnh, nguyên nhân do tỷ lệ nợ vay của REE cuối năm 2010 ở mức cao 21,5%. Ngoài khoản trái phiếu chuyển đổi, khoản nợ vay ngân hàng ngắn hạn cũng gia tăng không ít, mục đích các khoản vay chủ yếu nhằm hỗ trợ vốn lưu động cho mảng hoạt động kinh doanh chính.

DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Doanh thu- Lợi nhuận gộp

Doanh thu dự phóng dựa trên 3 mảng hoạt động chính của Công ty.

Lĩnh vực cơ điện lạnh công trình M&E, với doanh số hợp đồng đã ký tương đối lớn, đạt mục tiêu 800 tỷ doanh thu với tỷ suất lãi gộp khoảng 25% - 27% là không quá khó đối với REE. Tuy nhiên, tốc tăng trưởng doanh thu bình quân cho các năm sau dự báo chỉ ở mức 8%/năm.

Lĩnh vực thương mại các sản phẩm điện lạnh Reotech, doanh thu sẽ tiếp tục tăng 12% - 18%/năm, nhưng tỷ suất lợi nhuận sẽ có chiều hướng giảm do chịu sự cạnh tranh gay gắt với các sản phẩm có thương hiệu mạnh.

Hoạt động cho thuê văn phòng. Với giả định Ree tower 9 Đoàn Văn Bơ sau khi

Thu nhập đầu tư tài chính dự phóng

Đv: tỷ VND	2009	2010	2011F	2012F
Lãi tiền gửi	47	75	97	44
Cổ tức	66	40	65	75
Lãi thanh lý khoản đầu tư	95	41	40	40
Khác	5	2		
Tổng	213	159	202	159

Chi phí tài chính dự phóng

Đv: tỷ VND	2009	2010	2011F	2012F
Chi phí lãi vay	8	9	59	23
Chi phí khác	(4)	42		
Tổng	4	50	59	23

đưa vào khai thác (giữa QII) sẽ được lấp đầy 40% - 50% diện tích với giá cho thuê 25USD/m², doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2011 ước tính sẽ đạt lần lượt là 372 tỷ đồng và 274 tỷ đồng.

Tổng doanh thu ước tính sẽ đạt 2.026 tỷ đồng, tăng 11% so với năm trước, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện nhẹ từ mức 30,8% lên 31,5%.

Chi phí hoạt động Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ước tính sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ 12,6%, tương đương với năm 2010, tuy nhiên sẽ giảm dần cho năm sau đó.

Hoạt động tài chính doanh thu tài chính phần lớn là lãi tiền gửi ngân hàng, cổ tức được chia và thu từ chuyển nhượng các khoản đầu tư. Chi phí tài chính đáng kể trong 2 năm gần đây là do lỗ thanh lý các khoản đầu tư và lỗ do chênh lệch tỷ giá. Công ty tiếp tục duy trì kế hoạch 200 tỷ lãi đầu tư tài chính cho năm 2011. Với cơ cấu danh mục hiện tại, người phân tích dự phóng thu cổ tức và lãi thanh lý các một số khoản đầu tư đạt 105 tỷ đồng, lãi tiền gửi 97 tỷ đồng. Tổng thu nhập đạt 202 tỷ, tuy nhiên, chi phí lãi vay sẽ tăng cao ở mức 59 tỷ đồng do trả lãi trái phiếu. Như vậy, lợi nhuận tài chính ước tính sẽ xoay quanh 145 tỷ đồng

Lợi nhuận Như vậy, lợi nhuận sau thuế của REE năm 2011 vào khoảng 399 tỷ đồng, tăng 16% so với năm 2010. Mức EPS pha loãng tương ứng là 1.833 đồng/CP tính trên số lượng cổ phiếu 244.643.400 CP.

Định giá

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Người phân tích giả định tiềm năng tăng trưởng dài hạn (g) đối với REE từ 5% - 5,2%, tỷ lệ chiết khấu (WACC) giai đoạn năm 2011 - 2015 là 20,2% và từ năm 2015 trở đi là 16,5%.

Đv: tỷ VND

Dự phóng dòng tiền	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2015->
Lợi nhuận sau thuế	399	451	483	527	583	
+ Khấu hao	47	53	53	53	53	
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	(29)	(16)	(16)	(25)	(39)	
- Khoản lời/(+lỗ) hoạt động đầu tư tài chính	(105)	(115)	(110)	(105)	(110)	
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	313	373	409	450	487	
Thay đổi vốn lưu động	(132)	(86)	(33)	(88)	(16)	
Chi phí đầu tư thuần	(178)	(2)	(2)	(3)	(3)	
FCFF	3	285	374	359	468	4.408
FCFE	(888)	264	361	354	459	2.873

	FCFF	FCFE
Giá trị hiện tại	2.531	1.618
- Nợ	1.150	
+ Tiền và các tài sản tương đương Tiền	1.221	1.221
+ Giá trị đầu tư tài chính sau khi định giá*	1.878	1.878
Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phần	4.480	4.717
SLCPLH**		244.643.384
Giá mỗi cổ phiếu (VND)	18.311	19.280

(*) Người phân tích chỉ định giá lại các khoản đầu tư cổ phiếu trên sàn. Các khoản đầu tư liên kết, liên doanh và đầu tư khác (OTC) vẫn giữ nguyên giá trị.

(**) SLCPLH đã bao gồm 810 tỷ trái phiếu chuyển đổi (~ 58.350.096).

P/E, P/BV Bình quân ngành dịch vụ công nghiệp

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/12/10
CTB	34	4,4	1,1
L43	47	3,6	0,6
L61	84	5,3	0,7
PMS	77	8,4	0,9
L10	139	4,8	1,0
SRF	172	4,2	0,6
Bình quân		5,1	0,8

P/E, P/BV Bình quân ngành bất động sản

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/12/10
HAG	22.476	11,9	2,0
QCG	2.382	14,3	0,9
BCI	1.756	5,9	1,0
ITC	1.313	5,8	0,7
TDH	951	5,1	0,7
FDC	597	9,6	1,6
Bình quân		11,2	1,7

Phương pháp so sánh

Mức P/E và P/B trung bình một số doanh nghiệp trong ngành dịch vụ công nghiệp hiện xoay quanh mức 5,1x và 0,8x. Xét về quy mô vốn chủ sở hữu cũng như tổng tài sản, REE hiện là doanh nghiệp đầu ngành. Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính M&E và Reetech, Công ty còn có nguồn thu ổn định hàng năm từ hoạt động cho thuê văn phòng. Vì vậy, người phân tích cho là mức P/E và P/B đối với REE hợp lý lần lượt là 7,6x và 1,2x, cao hơn 50% so với các doanh nghiệp dịch vụ công nghiệp thuần túy.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	18.311	30%	5.493
FCFE	19.280	30%	5.784
P/E	13.934	20%	2.787
P/B	18.564	20%	3.713
Giá bình quân		100%	17.777

TRIỂN VỌNG NGÀNH DỊCH VỤ CƠ ĐIỆN CÔNG TRÌNH M&E

Nền kinh tế Việt Nam hiện đang phát triển rất nhanh. Ngành công nghiệp và xây dựng sẽ phát triển theo nền kinh tế. Tại hội nghị lần thứ 13 Ban Chấp hành Trung ương Khóa X đặt mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân giai đoạn 2011 – 2015 là 7% - 7,5%. GDP bình quân đầu người năm 2015 sẽ đạt khoảng 2.000 USD, tăng 1,7 lần so với năm 2010. Đây là những cơ sở quan trọng cho sự phát triển của ngành công nghiệp (trong đó có xây dựng). Do đó, những năm tới, ngành dịch vụ cơ điện công trình M&E vẫn có nhiều triển vọng phát triển.

Quá trình đô thị hóa ngày càng tăng cao, kéo theo nhu cầu về nhà ở, cao ốc văn phòng cho thuê, trung tâm thương mại, khách sạn ... tăng lên nhanh chóng. Khi xây dựng các công trình này, giá trị của hệ thống M&E thường chiếm khoảng 30% tổng giá trị công trình, do đó, sự tăng trưởng của ngành xây dựng, đặc biệt là xây dựng các công trình dân dụng, sẽ kéo theo sự phát triển của ngành dịch vụ cơ điện công trình. Bên cạnh những công trình xây dựng mới cần hệ thống cơ điện M&E hiện đại, những công trình đang trong sử dụng cũng có thể phát sinh nhu cầu sửa chữa, nâng cấp hoặc trang bị mới hệ thống M&E hoàn chỉnh.

Theo thống kê, 20% các công ty hiện đang dẫn đầu ngành M&E đã chiếm khoảng 80% thị phần cơ điện lạnh tại Việt Nam. Trong đó, REE, Searefico và Kurihara Thăng Long (liên doanh với Nhật) là 3 nhà thầu M&E chính cung cấp dịch vụ cơ điện công trình trọn gói. Ngành dịch vụ cơ điện công trình phát triển đã thu hút một số nhà thầu nước ngoài quay trở lại Việt Nam, làm gia tăng áp lực cạnh tranh đối với các nhà thầu Việt Nam mặc dù giá cả không phải là ưu thế của hầu hết các nhà thầu nước ngoài.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap		2010			EPS		BV	Trailing	P/BV	ROA	ROE
	15/3/2011	Doanh thu	LNST		4 quý	31/12/10	P/E	31/12/10	2010	2010		
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	%KH	(tỷ VND)	% KH	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	%	%	
CTB	35	121	101%	8	97%	4.521	18.079	4,5	1,1	10,8	25,0	
L43	47	207	89%	13	117%	3.751	22.230	3,6	0,6	6,5	16,9	
L61	83	328	94%	16	117%	2.250	16.043	5,3	0,7	5,3	14,0	
PMS	65	432	84%	9	107%	1.776	17.082	7,0	0,7	5,6	10,4	
L10	140	579	107%	29	108%	3.273	16.273	4,8	1,0	4,4	20,1	
SRF	175	519	116%	45	121%	5.797	38.679	4,1	0,6	7,7	14,7	
REE	2.389	1.827	122%	345	90%	1.973	15.470	6,8	0,9	7,0	12,0	

Nguồn: Stox, RONGVIET SECURITIES tổng hợp

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010	2011F
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đv: tỷ đồng)					
Doanh thu	977	1.154	1.174	1.827	2.026
Lợi nhuận HĐKD	195	193	270	333	383
Lợi nhuận trước thuế	392	(142)	484	452	526
Lợi nhuận sau thuế	291	(154)	432	345	399
EBIT	402	(124)	492	460	585
EBITDA	430	(88)	539	504	538
Bảng cân đối kế toán (Đv: tỷ đồng)					
Tiền mặt	306	359	244	1.221	409
Tài sản ngắn hạn	1.615	1.119	1.408	2.562	1.836
Tài sản cố định	460	577	612	643	648
Tổng tài sản	2.891	2.608	3.382	4.911	4.701
Tổng nợ vay	121	181	171	1.053	207
Tổng nợ	635	509	894	2.000	1.110
Vốn chủ sở hữu	2.245	2.088	2.463	2.882	3.559
Tốc độ tăng trưởng (%)					
Doanh thu		18%	2%	56%	11%
Lợi nhuận trước thuế		-136%	-442%	-7%	16%
Lợi nhuận sau thuế		-153%	-381%	-20%	16%
Tổng tài sản		-10%	30%	45%	-4%
Vốn chủ sở hữu		-7%	18%	17%	23%
Khả năng sinh lợi (%)					
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	30%	26%	35%	31%	31%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	40%	-12%	41%	25%	26%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	30%	-13%	37%	19%	20%
ROA	10%	-6%	13%	7%	8%
ROE	13%	-7%	18%	12%	11%
Hiệu quả hoạt động (lần)					
Vòng quay Tổng tài sản	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	0,4	0,6	0,5	0,6	0,6
Vòng quay các khoản phải thu	2,4	2,5	2,0	3,0	3,1
Vòng quay hàng tồn kho	3,3	8,0	3,2	2,4	2,4
Vòng quay các khoản phải trả	1,5	3,3	1,2	1,4	1,7
Khả năng thanh toán (lần)					
Khả năng thanh toán hiện hành	3,0	2,8	1,8	2,3	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	2,7	2,5	1,5	1,9	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,8	1,3	0,7	1,3	0,4
Cấu trúc vốn (%)					
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	28%	24%	36%	69%	31%
Nợ vay / Tổng tài sản	4%	7%	5%	21%	4%
Tổng nợ / Tổng tài sản	22%	20%	26%	41%	24%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành Loại báo cáo Khuyến nghị Giá tại ngày phát hành Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH 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 cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rông 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. RONGVIET SECURITIES 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, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, RONGVIET SECURITIES 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, RONGVIET SECURITIES 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.RongVietSecurities.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Cần Thơ

8 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. RONGVIET 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 RONGVIET 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 RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. **Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2011.**