

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE- HOSE)

TÓM TẮT BÁO CÁO

- Năm 2010 REE đạt 1,807.8 tỷ đồng doanh thu thuần và 360.5 tỷ đồng LNST. So với kế hoạch đặt ra trong năm 2010 thì doanh thu thực hiện đã vượt mức 20.5%, trong khi LNST chỉ đạt 94.3%.
- Đóng góp nhiều trong thành tích này là do sức tiêu thụ sản phẩm Reetech tăng cao 51% so với 2009 và M&E ký kết được nhiều hợp đồng giá trị lớn. Tuy vậy, biên lợi nhuận của 2 mảng này có thấp và chiều hướng giảm do chi phí tăng cao.
- Hoạt động cho thuê văn phòng duy trì nguồn thu nhập khá ổn định. Dự kiến tháng 5/2011, dự án Ree Tower tại Quận 4 sẽ đi vào khai thác, góp phần nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê lên 100,000 m² và từ đó gia tăng thêm nguồn thu cho REE trong năm 2011. Điều đáng tiếc là hiện tại quỹ đất sạch của công ty đã hết nên chúng tôi dự kiến hoạt động kinh doanh BDS của công ty sẽ không có nhiều đột biến trong thời gian tới.
- Khuyến nghị:** EPS forward 2011 ước tính 1,226 đồng/cp. Tại mức giá giao dịch ngày 21.4.2011, P/E và P/B của REE lần lượt là 10.03x và 0.81x. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của REE theo phương pháp P/E và P/B vào khoảng 15,000 đồng/cp.

Mức giá giao dịch hiện nay chiết khấu hơn 20% so với giá trị sổ sách (31/12/2010) và giá trị theo tính toán của chúng tôi. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng xem xét REE dưới góc độ là một công ty có mảng đầu tư tài chính lớn và cổ phiếu có hệ số beta cao thì việc đầu tư chỉ nên cân nhắc khi thị trường có dấu hiệu tạo đáy.

ĐỊNH GIÁ

Khuyến nghị	Năm giữ
Giá hiện tại	12,300
Giá khuyến nghị mua	12,000-13,000
Giá trị nội tại	15,400
Giá bán	15,000

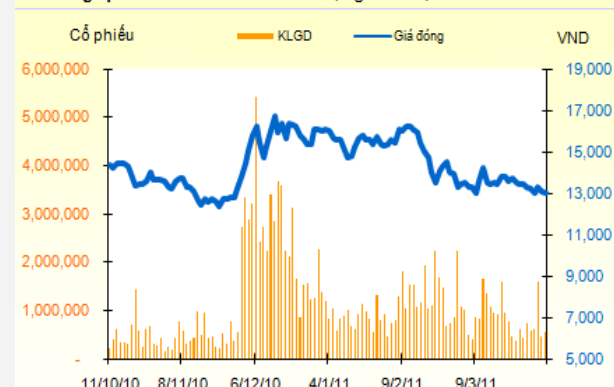
THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành nghề	Cơ điện
Vốn hoá TT (tr.đ)	2,496,330
KL đang lưu hành	186,293,289
P/E 2010	9.1x
P/B 2010	1.1x
BV 2010	15,567
EPS 2009	5,333
EPS 2010	1,945
ROE	13.5%
ROA	8.7%
Tỷ lệ nợ/vốn CSH	70%

BIẾN ĐỘNG GIÁ

Giá cao nhất 52 tuần	22,400
Giá thấp nhất 52 tuần	12,300
KLGD bình quân 60 ngày	877,831

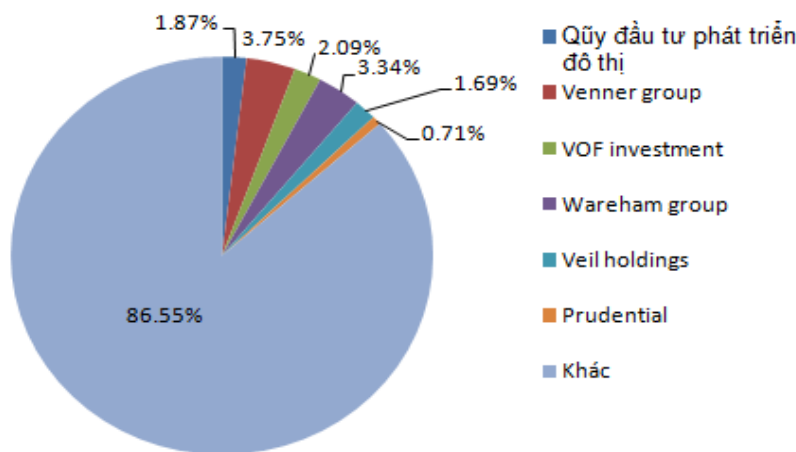
6 Tháng qua: Biểu đồ Giá và Khối lượng Giao dịch *



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP:

- Tiền thân là xí nghiệp quốc doanh cơ điện lạnh thành lập từ năm 1977, sau đó chuyển sang mô hình hoạt động CTCP vào cuối năm 1993 với vốn điều lệ ban đầu là 28.9 tỷ đồng. Một năm sau, REE là một trong hai doanh nghiệp đầu tiên tham gia niêm yết cp trên thị trường chứng khoán. Kể từ khi lên sàn với hơn 28 triệu cp được niêm yết giao dịch, đến cuối năm 2010, lượng cp này đã gia tăng lên đến 186.29 triệu cp.
- Hoạt động kinh doanh chính của REE hiện nay là nhà thầu cung cấp, lắp đặt hệ thống cơ điện (M&E); sản xuất kinh doanh hệ thống điều hòa không khí Reetech và cho thuê ca ốc văn phòng. Trong vòng 3 năm trở lại đây, REE đang tích cực đầu tư lĩnh vực BDS, đặc biệt là cơ sở hạ tầng điện, nước.
- Xét về cơ cấu cổ đông hiện nay của công ty, ngoài sự hiện diện của quỹ đầu tư phát triển đô thị thành phố nắm giữ 1.87%, có sự tham gia của các định chế tài chính như Venner group (3.75%), VOF investment (2.09%), Wareham group (3.34%), quỹ Veil holdings (1.69%), CT Prudential (0.71%) với tổng tỷ lệ nắm giữ khoảng 11.59%. Hơn 86% số cp còn lại được các cá nhân trong và ngoài nước nắm giữ.

Cơ cấu cổ đông đến ngày 21/4/2011



HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH:

- **Hoạt động kinh doanh năm 2010 tăng trưởng mạnh mẽ do mảng cơ điện công trình đạt được nhiều hợp đồng có giá trị lớn.**

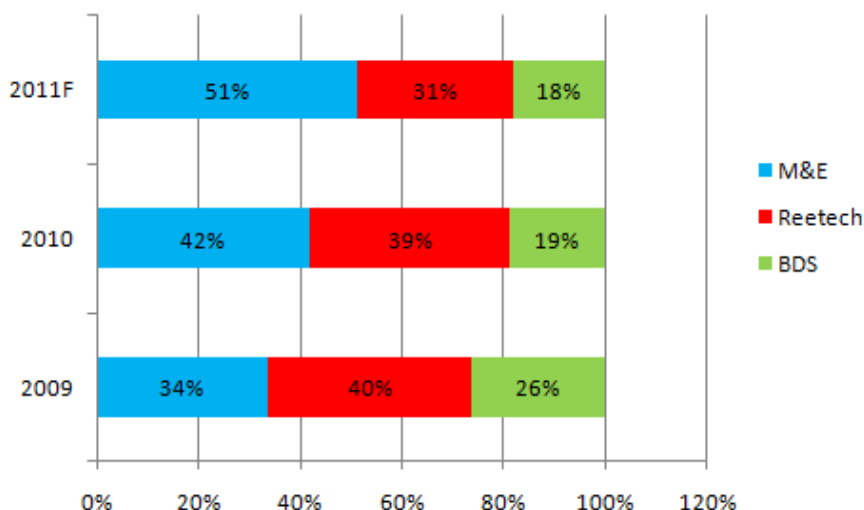
Theo BCTC kiểm toán năm 2010, doanh thu, lợi nhuận của REE lần lượt đạt 1,807.8 tỷ đồng và 360.5 tỷ đồng, trong khi so với năm 2009 là 1,174.2 tỷ đồng và 432.1 tỷ đồng. So với kế hoạch đặt ra trong năm 2010 với 1,500 tỷ đồng doanh thu và khoảng 382.5 tỷ đồng LNST thì doanh thu đã vượt mức 20.5%, trong khi LNST chỉ đạt 94.3%. Chúng tôi nhận thấy những lý do chính khiến cho LNST của công ty sụt giảm so với 2009 và kế hoạch dự kiến trong năm 2010 như sau:

- 1) Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm máy điều hòa tăng mạnh trong năm 2010 do tình hình thời tiết nắng nóng kéo dài. Sản lượng tiêu thụ của REE đạt 53,712 bộ, tăng 50% so với 2009. Giá bán khoảng 13.2 triệu/ bộ, tăng không đáng kể so với 2009. Với sản lượng bán tăng mạnh đã mang lại doanh thu lớn 709 tỷ đồng trong năm 2010, tăng 51% so với năm 2009.
- 2) Hoạt động cơ điện công trình M&E tiếp tục duy trì được sự tin nhiệm cao từ các đối tác, khách hàng. Trong năm 2010, với việc hoàn tất lắp đặt hệ thống cơ điện cho công trình bảo tàng Hà Nội, lĩnh vực này đã đạt được mức tăng trưởng doanh thu 92% so với 2009 với 759 tỷ đồng. Sang năm 2011, thừa hưởng tiếp một số

công trình đã ký từ năm 2010, ước tính phần doanh thu chuyển sang gần 2000 tỷ đồng. Như vậy, có thể được rằng mảng M&E vẫn là một thế mạnh truyền thống của REE.

- 3) Tuy nhiên, xét về mặt lợi nhuận đạt được trong năm 2010 thì lĩnh vực hoạt động truyền thống của REE đều sụt giảm so với 2009. Cụ thể, về mảng M&E, biên lợi nhuận chỉ đạt khoảng 9.8%, trong khi năm 2009 là 12.6%. Mảng hoạt động kinh doanh Reetech giảm từ 6.41% còn 5.07%. Trái lại, mảng cho thuê văn phòng của REE lại đạt mức tăng nhẹ từ 47% lên 48.4%. Nguyên do chính là mặt bằng chi phí cho hoạt động sản xuất của công ty nhìn chung đều gia tăng so với 2009. Giá vốn tăng từ 65% năm 2009 lên 73% năm 2010. Sang năm 2011, trước diễn biến về khả năng khó hồi phục của nền kinh tế, hoạt động kinh doanh của công ty sẽ bị ảnh hưởng không nhỏ. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ lợi nhuận từ 2 mảng hoạt động chính (M&E và Reetech) khó cải thiện và kỳ vọng vào việc khai thác cho thuê văn phòng tại Ree tower sẽ góp phần nâng cao tỷ lệ lợi nhuận công ty trong năm 2011.

Biểu đồ tỷ trọng các mảng kinh doanh chính trong doanh thu



➤ **Xét cụ thể, mảng M&E vẫn giữ vai trò chủ đạo trong cơ cấu doanh thu 2010 và các năm kế tiếp.**

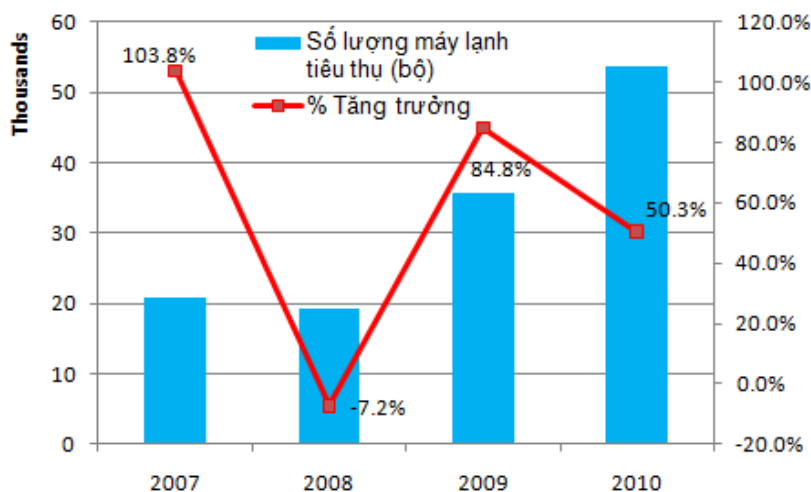
Kể từ khi thành lập đến nay, mảng hoạt động kinh doanh cơ điện công trình M&E của REE vẫn duy trì tỷ lệ đóng góp chính trong tổng doanh thu và là lĩnh vực chiếm giữ 30% thị phần cả nước. Năm 2010, nguồn thu từ mảng này đem về 759 tỷ đồng, tăng 92% so với 2009 và chiếm 42% tổng doanh thu. Theo kế hoạch phát triển của REE trong năm 2011, mảng hoạt động kinh doanh M&E vẫn sẽ là mảng đóng góp phần lớn trong doanh thu cả năm. Lĩnh vực đóng góp tiếp theo trong doanh thu 2010 là hoạt động sản xuất kinh doanh sản phẩm Reetech, với 709 tỷ đồng, tăng 51% so với 2009 và chiếm 39% tổng doanh thu.

➤ **Sản phẩm máy điều hòa Reetech tăng trưởng mạnh trong năm 2010 do nhu cầu đột biến. Song, những tác động tiêu cực từ kinh tế vĩ mô trong năm 2011 sẽ khiến cho mảng kinh doanh này gặp khó khăn.**

Năm 2010 ghi nhận sự tăng trưởng mạnh về nhu cầu sử dụng máy điều hòa không khí. Sản lượng tiêu thụ và doanh thu đều gia tăng so với 2009, lần lượt là 50% và 51%. Tuy vậy, biên lợi nhuận năm 2010 lại sụt giảm từ 6.4% xuống còn 5.1% năm 2009 do chi phí đầu vào cho việc sản xuất tăng cao. Phần lớn hiện nay nguyên liệu phục vụ cho việc sản xuất đều phải nhập khẩu. Với biến động tỷ giá, lãi suất vay tăng cao trong năm 2010 khiến cho mặt bằng chi phí của REE tăng theo. Sang năm 2011, chúng tôi cho rằng biên LN của mảng kinh doanh này

khó cải thiện bởi chi phí đầu vào vẫn ở mức cao, cùng với đó là những biến động bất ổn trong nền kinh tế sẽ khiến cho nhu cầu tiêu thụ sản phẩm sụt giảm so với 2010. Bên cạnh đó, do sức cạnh tranh ngày càng lớn, thị phần mảng kinh doanh này của REE hiện nay chỉ chiếm khoảng 17%, trong đó khu vực phía Nam là nơi tiêu thụ chính.

Biểu đồ về số lượng tiêu thụ máy điều hòa Reetech



- **Hoạt động cho thuê văn phòng duy trì khá ổn định. Tuy nhiên, hiện tại quỹ đất sạch của công ty đã hết nên nguồn thu từ lĩnh vực BDS sẽ không có nhiều đột biến trong thời gian tới.**

Ngoài 2 lĩnh vực cốt yếu nói trên, hoạt động kinh doanh BDS đã được REE đẩy mạnh phát triển từ năm 2008 đến nay. Đó là hoạt động cho thuê văn phòng tại 5 địa điểm với tổng diện tích cho thuê trên 85,000 m² và tỷ lệ lấp đầy khoảng 95%. Doanh thu từ mảng kinh doanh này trong năm 2010 đóng góp 339 tỷ đồng, chiếm 19% tổng doanh thu và tăng 10% so với 2009.

Thị trường văn phòng cho thuê trong năm 2010 diễn ra khá ảm đạm do nhu cầu giảm, trong khi nguồn cung dồi dào, mặt bằng giá cả cho thuê có xu hướng giảm. Với lợi thế giá cho thuê cạnh tranh 16-17usd/m², tỷ lệ lấp đầy của REE vẫn được duy trì tốt và giúp cho doanh thu năm 2010 vẫn đạt mức tăng trưởng 10% so với 2009. Từ tháng 5/2011, dự án Ree Tower tại Quận 4 dự kiến đi vào khai thác, góp phần nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê lên 100,000 m² và từ đó gia tăng thêm nguồn thu cho REE trong năm 2011, ước tính khoảng 8.4 tỷ đồng/tháng (dựa trên giá cho thuê dự kiến khoảng 20 usd/m²/tháng với diện tích cho thuê gần 20,000 m²).

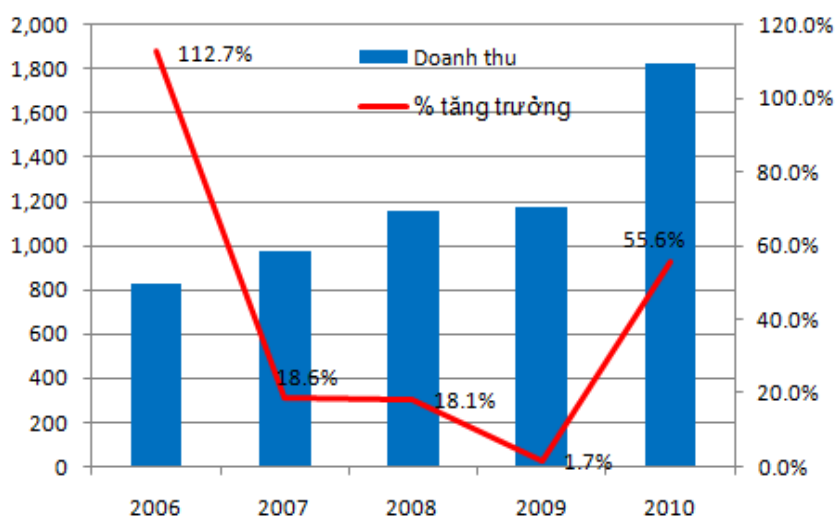
Với việc đưa dự án Ree Tower đi vào khai thác, quỹ đất sạch của REE trong năm 2011 đã hết. Công ty định hướng chuyển sang thực hiện liên doanh với Lilama và SCIC để thực hiện 2 dự án ngoài Hà Nội về căn hộ và diện tích thương mại, do đó chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh BDS của REE trong những năm tới không có nhiều đột biến.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH:

- **Tốc độ tăng trưởng doanh thu tương đối ổn định**

Doanh thu hoạt động kinh doanh của công ty trong thời gian qua tương đối ổn định. Tuy nhiên, dưới sức ép về khả năng cạnh tranh cùng với biến động kinh tế không mấy tích cực trong năm tới, chúng tôi cho rằng tình hình hoạt động kinh doanh của REE theo đó bị ảnh hưởng không nhỏ, đặc biệt là mảng kinh doanh sản phẩm Reetech.

Dù vậy, trong dài hạn, chúng tôi tin tưởng rằng REE sẽ nỗ lực nâng cao chất lượng sản phẩm hơn và công tác xuất khẩu tốt mang lại nguồn thu đáng kể cho công ty.



➤ **Nguồn thu từ đầu tư tài chính sụt giảm đáng kể trong năm 2010 do lãi đầu tư vào cp niêm yết giảm mạnh. Sang năm 2011, tình hình này khó có sự cải thiện.**

Doanh thu từ hoạt động đầu tư tài chính của REE trong năm 2010 đạt 163.5 tỷ đồng, giảm 23% so với 2009. Nguyên do là khoản lãi từ đầu tư giảm mạnh từ 98.2 tỷ đồng năm 2009 xuống còn 40.7 tỷ đồng năm 2010. Trong đó, chủ yếu do tính thanh khoản trong hoạt động đầu tư vào cp niêm yết của công ty như STB, ACB, CCL và cp chưa niêm yết sụt giảm. Theo kế hoạch trong thời gian tới, REE giảm dần tỷ trọng các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn. Năm 2010, tỷ lệ này chiếm khoảng 6% trong tổng tài sản, so với 2009 là 10%.

Song song đó, REE cũng đẩy mạnh các hoạt động đầu tư dài hạn vào lĩnh vực thủy điện, nước. Điển hình là trong năm 2010, REE đã hoàn tất việc nâng tỷ lệ sở hữu tại nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh lên 10%, nhà máy thủy điện Thác Bà lên 21.71%. Theo dự kiến, REE sẽ hoàn tất phần công tác đầu tư vào nhà máy thủy điện Thác Mơ với tỷ lệ nắm giữ 23% trong quý 1/2011. Tổng giá trị đầu tư dài hạn tính đến cuối năm 2010 của công ty là 1,651.2 tỷ đồng, tăng 22% so với cuối năm 2009 và chiếm khoảng 33% trong tổng tài sản.

Chi phí hoạt động tài chính của REE cũng gia tăng mạnh từ 4 tỷ đồng năm 2009 lên 54.8 tỷ đồng năm 2010, chủ yếu là do chi phí lãi vay và lỗ đầu tư cp tăng. Xét về mặt kỳ vọng tăng trưởng nguồn thu từ hoạt động đầu tư tài chính của công ty trong năm tới, chúng tôi có cái nhìn không mấy tích cực lắm do biến động bất ổn từ kinh tế vĩ mô ảnh hưởng không tốt đến sự phục hồi của TTCK trong năm 2011. Trước bối cảnh không mấy khả quan đó, hoạt động đầu tư vào cp trong ngắn hạn của REE cũng bị ảnh hưởng đáng kể. Khó có thể đánh giá hết mặt thiệt hại trong đầu tư cp ngắn hạn của REE, nhưng rõ ràng REE sẽ không tránh khỏi những tổn thất từ biến động tiêu cực của TTCK trong năm 2011.

➤ **Hiệu quả quản lý hàng tồn kho chưa có sự cải thiện.**

Do hoạt động đầu tư kinh doanh mảng cơ điện công trình và đầu tư xây dựng BDS văn phòng cho thuê nên trong cơ cấu hàng tồn kho của năm 2010, chi phí SXDD luôn chiếm tỷ trọng chính, gia tăng mạnh so với 2009. Mức độ gia tăng trong hàng tồn kho khoảng 134.37%, trong khi mức tăng trong tổng tài sản chỉ 46.71%. Cạnh đó, tốc độ

vòng quay hàng tồn kho của công ty trong năm 2010 chậm hơn 0.81x, so với năm 2009 ở mức 1.09x. Hàng tồn kho cuối năm 2010 chiếm khoảng 11% trong tổng tài sản, trong khi 2009 tỷ lệ này là 7%.

Trái với việc gặp khó khăn trong công tác quản lý hàng tồn kho, hoạt động quản lý nợ phải thu trong năm 2010 đã có sự cải thiện nhẹ khi chiếm 12% trong tổng tài sản, so với 2009 là 17%. Tốc độ vòng quay nợ phải thu nhanh hơn do doanh thu tăng cao và ở mức 0.77x (2009 là 0.57x).

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG			
	2008	2009	2010
Vòng quay các khoản phải thu	2.5	0.6	0.8
Vòng quay hàng tồn kho	8.0	1.1	0.8
Vòng quay các khoản phải trả	6.8	0.8	0.7

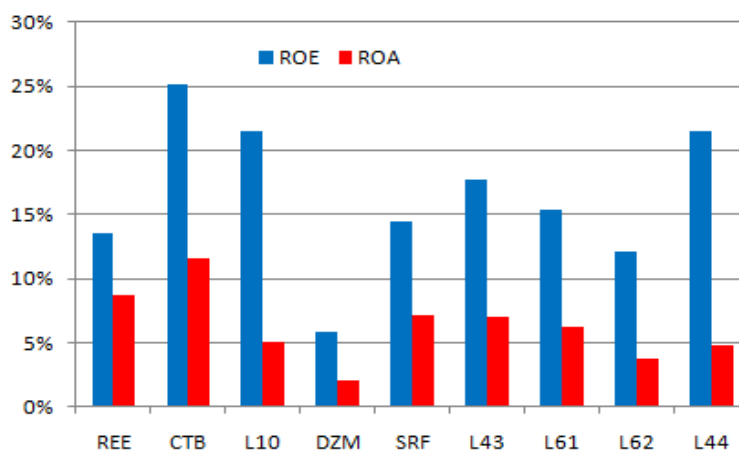
➤ Chi phí lãi vay thấp khi phát hành TPCD.

Trong năm 2010, REE đã phát hành thành công 810.418 tỷ đồng TPCD với thời hạn 1 năm, lãi suất 8%/năm, tỷ lệ chuyển đổi là 1:72. Với lợi thế huy động vốn khá rẻ này, REE tiết kiệm được khoản chi phí lãi vay so với mặt bằng lãi suất ngân hàng cao trong tình hình hiện nay (13-16%). Lượng vốn vay huy động này được thực hiện vào 2/8/2010 đã làm tăng khoản vay nợ ngắn hạn lên gấp 5 lần so với cuối 2009 và chiếm 51% trong tổng nợ. Theo kế hoạch, REE sẽ sử dụng khoản tiền huy động vào việc đầu tư cơ sở hạ tầng (điện, nước) và phát triển dự án BDS. Trong đó, đầu tư chủ yếu vào lĩnh vực ngành điện như nhà máy thủy điện Thác Mơ...

Tính đến cuối năm 2010, tỷ lệ nợ chiếm 41% trong tổng tài sản và 70% trong NVCSH. Do nguồn tiền vay cuối năm 2010 của công ty tăng mạnh khiến cho tình hình khả năng thanh toán theo đó đã sụt giảm so với 2009. Cụ thể, khả năng thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh lần lượt 1.4x và 1.1x, trong khi năm 2009 là 1.8x và 1.5x. Chúng tôi cho rằng cấu trúc tài chính của REE hiện vẫn ở ngưỡng an toàn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, một lượng TPCD sang cp làm tăng mức độ pha loãng cp REE. Áp lực lên hoạt động kinh doanh của công ty sẽ gia tăng.

➤ Tỷ suất sinh lời giảm so với 2009 do LN sụt giảm

Tỷ suất sinh lợi ROE, ROA của REE trong năm 2010 lần lượt đạt 13.5% và 8.7%. Tỷ suất lợi nhuận biên của công ty đạt khoảng 19.9%. So với mức bình quân ngành hiện nay, ROE, ROA lần lượt 18.1% và 8% thì khả năng sinh lời của REE khá thấp, chưa tương xứng với quy mô vốn cả về tổng tài sản và vốn chủ sở hữu.



ĐỊNH GIÁ

Theo kế hoạch đặt ra trong năm 2011, REE dự kiến đạt khoảng 1,950 tỷ đồng doanh thu và 450 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng tăng 8% và 24% so với 2010. Với kế hoạch này của công ty, chúng tôi tỏ ra lo ngại về khả năng hoàn thành chỉ tiêu lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính. Trong mô hình định giá, chúng tôi chiết khấu 10% rủi ro trong hoạt động thanh lý cp của công ty.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng trong doanh thu hoạt động chính của công ty là 10% so với 2010 và Lợi nhuận gộp cả năm 2011 của công ty đạt khoảng 27%.

- **Mảng cơ điện công trình:** với việc chuyển doanh số 1,986 tỷ đồng của năm 2010 sang năm 2011, chúng tôi tin tưởng rằng khả năng REE sẽ hoàn thành chỉ tiêu 1000 tỷ đồng. Tỷ lệ lợi nhuận biên trong năm tới khoảng 9%. Trong các năm tiếp theo tỷ lệ này theo đánh giá của chúng tôi giảm dần với bình quân khoảng 8% do nhu cầu đòi hỏi ngày càng cao về tiết kiệm năng lượng, vận hành tòa nhà thông minh trong cơ điện công trình. Song song đó, đặc điểm của thị trường xây dựng cũng chịu tác động nhiều bởi các chính sách ổn định kinh tế nên tốc độ tăng trưởng trong ngành duy trì ở mức trung bình.
- **Mảng Reetech:** hoạt động sản xuất kinh doanh đang phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt trên thị trường tiêu thụ trong nước. Bên cạnh đó, chi phí đầu vào có xu hướng ngày càng tăng. Chính điều này có thể khiến cho thị phần bán hàng của công ty bị thu hẹp. REE cũng đang chú trọng đến việc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu để góp phần tăng thêm nguồn thu ngoại tệ. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân về doanh thu khoảng 7% từ 2011 trở đi. Doanh thu trong năm 2011 ước đạt khoảng 659 tỷ đồng. Biên lợi nhuận bình quân ở mức 6.7%.
- **Cho thuê văn phòng:** thị trường đang trong tình trạng cung vượt cầu, do vậy giá cho thuê có xu hướng giảm. Hiện nay, tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê duy trì khoảng 95%. Kể từ sau quý 2/2011, với việc tòa nhà Ree tower tại Quận 4 đi vào khai thác, chúng tôi kỳ vọng sẽ góp phần gia tăng thêm nguồn thu, lợi nhuận cho công ty. Tuy nhiên, do quỹ đất sạch của REE đã hết, các dự án đều đi vào khai thác cho thuê văn phòng nên chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng trong doanh thu các năm sau tương đối ổn định khoảng 8%. Biên lợi nhuận hàng năm khoảng 45%.

Doanh thu từ hoạt động tài chính ước tính đạt khoảng 135 tỷ đồng, chủ yếu là lãi tiền gửi, cổ tức được chia và lãi từ thanh lý cp. Chi phí tài chính: chủ yếu chi phí lãi vay. Trong năm 2011, REE sẽ phải hoàn trả khoản lãi cho 810.418 tỷ đồng TPCD, lãi suất 8%/năm. Do vậy, chi phí lãi vay sẽ tăng cao hơn so với 2010.

Chỉ tiêu	2010	2011F (ước tính)	% Thay đổi
Lợi nhuận gộp	494,955	546,782	10.47
Lợi nhuận hoạt động tài chính	108,697	15,361	-85.8
Chi phí bán hàng & QLDN	160,212	176,185	9.97
Lãi ròng trước thuế	467,839	399,884	-14.5
Lãi ròng sau thuế	360,514	299,913	-16.8

Biên lợi nhuận năm 2011 ở mức 14.8%, tương ứng LNST đạt 299.9 tỷ đồng. Với tỷ lệ thực hiện trái phiếu chuyển đổi 1:72 vào ngày 2/8/2011, số lượng cp lưu hành gia tăng thêm là 58,350,096. EPS forward của công ty ước tính vào khoảng 1,226 đồng tính trên 244,643,385 cổ phiếu lưu hành cuối kỳ. Tại mức giá giao dịch ngày 21.4.2011 thì P/E và P/B của công ty lần lượt là 10.03x và 0.81x.

Phương pháp định giá cổ phiếu theo P/E, P/B của chúng tôi như sau:

- P/E trung bình ngành cơ điện ở mức 7.8x. Trong khi đó, mức P/E bình quân ngành BDS là 13.3x. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi ước tính P/E theo tỷ trọng 40:60 của 2 ngành là 11.1x.
- P/B trung bình ngành cơ điện 1.2x. (Số liệu giá trị sổ sách của các doanh nghiệp trong ngành được lấy từ nguồn Stoxpro chốt ngày 31/12/2010).
- Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính giá cp bình quân theo 2 phương pháp với P/E và P/B trung bình ngành của BDS và cơ điện là khoảng 15,000 đồng/cp. Hiện nay, với mức giá giao dịch là 12,300 đồng/cp, công ty đang được định giá thấp hơn giá mục tiêu khoảng 18%.

Tổng hợp định giá theo 2 phương pháp PE và PB

Phương pháp	Giá cp	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
P/E	13,609	60%	8,165
P/B	18,262	40%	7,305
Tổng cộng		100%	15,470

Đơn vị: Triệu đồng

BẢN TỔNG KẾT TÀI SẢN

	2008	2009	2010
TỔNG TÀI SẢN	2,608,254	3,381,946	4,961,927
<i>Tăng trưởng tổng tài sản</i>	<i>0%</i>	<i>30%</i>	<i>47%</i>
A Tài sản ngắn hạn	1,118,978	1,408,237	2,653,821
Tiền & tương đương tiền	359,043	244,410	1,171,789
ĐTTTC ngắn hạn	182,505	325,384	288,700
Phải thu ngắn hạn	457,623	575,146	600,331
Hàng tồn kho rỗng	106,953	242,914	569,335
Tài sản ngắn hạn khác	12,855	20,383	23,666
B Tài sản dài hạn	1,489,277	1,973,709	2,308,106
Phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định rỗng	45,352	89,629	158,513
Bất động sản đầu tư	531,764	521,886	484,513
ĐTTTC dài hạn	909,090	1,356,919	1,651,254
Tài sản dài hạn khác	3,071	5,276	13,826
Lợi thế thương mại	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	2,608,254	3,381,946	4,961,927
C Nợ phải trả	510,266	895,045	2,032,745
Nợ ngắn hạn	404,830	792,311	1,946,845
Nợ dài hạn	105,436	102,734	85,900
D Tổng vốn chủ sở hữu	2,087,168	2,462,172	2,899,972
<i>Tăng trưởng tổng vốn chủ sở hữu</i>	<i>0%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>
Vốn chủ sở hữu	2,087,168	2,462,172	2,899,972
Tr. đó, vốn điều lệ	810,431	810,431	1,862,933
Nguồn kinh phí và quỹ khác	-	-	-
E Lợi ích của cổ đông thiểu số	10,821	24,730	29,211

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2008	2009	2010
1 Doanh thu thuần	1,154,393	1,174,211	1,807,852
<i>Tăng trưởng Doanh thu thuần</i>	<i>0%</i>	<i>2%</i>	<i>54%</i>
2 Giá vốn hàng bán	851,115	765,334	1,312,897
3 Lợi nhuận gộp	303,278	408,877	494,955
<i>Tỷ suất LN gộp/DTT</i>	<i>26%</i>	<i>35%</i>	<i>21%</i>
4 LN HĐ tài chính	(342,030)	208,814	108,697
Tr. đó, chi phí lãi vay	17,663	8,103	35,942
5 Chi phí bán hàng	39,711	48,980	56,307
6 Chi phí quản lý	70,810	90,066	103,904
7 Lợi nhuận HĐKD	(149,273)	478,645	443,440
<i>Tỷ suất LN HĐKD/DTT</i>	<i>-13%</i>	<i>41%</i>	<i>25%</i>
8 LN từ Công ty liên kết/LD	-	-	13,926
9 Lợi nhuận trước thuế	(149,273)	478,645	457,366
10 Thuế TNDN	12,168	50,387	107,325
11 Lợi nhuận sau thuế	(161,442)	428,258	350,042
<i>Tỷ suất LN sau thuế/DTT</i>	<i>-14%</i>	<i>36%</i>	<i>19%</i>
12 Lợi ích CĐ thiểu số & Cổ tức ưu đãi	(76)	1,604	(1,799)
13 Lợi nhuận ròng công ty mẹ	(161,365)	426,655	351,841
<i>Tăng trưởng LN ròng</i>	<i>0%</i>	<i>-364%</i>	<i>-18%</i>
Số lượng cp lưu hành bình quân	81	81	125
14 EPS cơ bản (VND/cp)	(1,901)	5,333	2,909
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	81	81	186
15 EPS điều chỉnh pha loãng (VND/cp)	(1,897)	5,333	1,945
<i>Tăng trưởng EPS</i>	<i>0%</i>	<i>-381%</i>	<i>-64%</i>

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

	2008	2009	2010
1 Lưu chuyển tiền từ HĐKD	81,981	421,831	61,049
2 Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	(88,236)	(469,767)	(121,647)
3 Lưu chuyển tiền từ HĐTC	59,412	(66,697)	988,035
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	53,158	(114,633)	927,437
4 Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	305,885	359,043	244,410
5 Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	-	0	(58)
6 Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	359,043	244,410	1,171,789

KẾ HOẠCH KINH DOANH

	2011
Doanh thu kế hoạch	1,950,000
<i>Tăng trưởng so với năm trước</i>	<i>8%</i>
Lợi nhuận kế hoạch	450,000
<i>Tăng trưởng so với năm trước</i>	<i>24%</i>
Cổ tức kế hoạch (%/mệnh g)	16%
EPS kế hoạch	1,839
P/E kế hoạch	7.28

CÁC CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

	2008	2009	2010
EPS pha loãng (đồng/cp)	(1,897)	5,333	1,945
P/E (lần)	-	8.34	9.10
Book Value (đồng/cp)	25,754	30,381	15,567
P/B (lần)	0.81	1.46	1.14
Cổ tức/thị giá (%)	-	-	-
Cổ tức/LN sau thuế (%)	-	-	-

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

	2008	2009	2010
Vòng quay các khoản phải t	2.5	0.6	0.8
Vòng quay hàng tồn kho	8.0	1.1	0.8
Vòng quay các khoản phải t	6.8	0.8	0.7
Vòng quay tổng tài sản	0.4	0.4	0.4
Cổ tức/thị giá (%)	-	-	-
Cổ tức/LN sau thuế (%)	-	-	-

KHẢ NĂNG SINH LỜI

	2008	2009	2010
EBIT (triệu đồng)	(131,610)	486,749	493,308
EBIT/Doanh thu thuần (%)	-11.4%	41.5%	27.3%
ROE (%)	-7.4%	19.0%	13.5%
ROA (%)	-5.9%	14.4%	8.7%
ROIC (%)	-6.9%	17.7%	13.3%

CƠ CẤU VỐN

	2008	2009	2010
Nợ/Vốn chủ sở hữu (lần)	0.24	0.36	0.70
Nợ/Tổng Tài sản (%)	19.6%	26.5%	41.0%

KHẢ NĂNG THANH KHOẢN

	2008	2009	2010
Thanh toán hiện hành (lần)	2.8	1.8	1.4
Thanh toán nhanh (lần)	2.5	1.5	1.1
Thanh toán bằng tiền (lần)	1.3	0.7	0.8

PHÂN TÍCH DUPONT

	2008	2009	2010
Tỷ suất LN ròng sau thuế (%)	-13.3%	36.8%	20.0%
Vòng quay tổng tài sản (lần)	0.44	0.39	0.43
Tỷ lệ đòn bẩy (lần)	1.2	1.3	1.6
ROE (%)	-7.4%	19.0%	13.5%



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN CHỢ LỚN

Trụ sở chính: 631-633 Nguyễn Trãi, Phường 11, Quận 5, TP.HCM

Website: www.cholonsc.vn - Email: cholonsc@cholonsc.vn

Điện thoại: (08)38 551 661 - Fax: (08)38 546 944

Thực hiện:

Phòng Phân Tích Đầu Tư

phantichdautu@cholonsc.vn

Phụ trách báo cáo:

Đặng Thu Trang

trang.dang@cholonsc.vn

Khuyến Cáo Sử Dụng

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty CP Chứng Khoán Chợ Lớn (CLS), các thông tin trong báo cáo được CLS xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng, tuy nhiên CLS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. CLS có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc các hoạt động khác có thể dẫn đến các xung đột lợi ích. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của CLS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. CLS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như là một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư, đồng thời phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Các ý kiến trong báo cáo này không được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua hoặc bán nào. CLS không chịu bất kỳ thiệt hại nào liên quan hoặc xuất phát từ việc sử dụng từng phần hoặc toàn bộ thông tin hay ý kiến của báo cáo này.

CLS giữ bản quyền phát hành, sử dụng và sửa đổi toàn bộ nội dung báo cáo này. Việc chế biến, phân phát hoặc lưu giữ bằng bất cứ hình thức nào phải có ý kiến của CLS.