

TÓM TẮT

REE vừa công bố quyết định của Hội đồng quản trị, trong đó có 1 số kế hoạch được đưa ra để trình đại hội cổ đông như sau:

- Cổ tức bằng cổ phiếu đợt 2/2009: 20%
- Cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 1:1
- Phát hành 8 triệu cổ phiếu cho cổ đông chủ chốt với giá phát hành dự kiến 12.000 VND/CP
- Phát hành khoảng 810 tỷ trái phiếu chuyển đổi cho cổ đông hiện hữu với giá chuyển đổi dự kiến 13.810 VND/CP. Thời gian chuyển đổi tối đa 12 tháng kể từ ngày phát hành, lãi suất 8%/năm và tỷ lệ thực hiện là 100 CP được mua 1 Trái phiếu mệnh giá 1 triệu VND
- Ngày chốt quyền hiện tại chưa xác định

Cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng mặc dù không thay đổi yếu tố cơ bản của công ty nhưng sẽ có ảnh hưởng tích cực lên tâm lý của nhà đầu tư.

Đối với trái phiếu chuyển đổi (TPCD), mức giá chuyển đổi 13.810 VND/CP ở mức chiết khấu rất thấp (khoảng 40%) so với giá thị trường, nếu giá hiện tại của CP REE (52,500 VND) được lấy làm tham chiếu cho giá thị trường ngay trước ngày chốt quyền. Kế hoạch phát hành này rõ ràng rất có lợi cho cổ đông hiện hữu, đặc biệt là trái chủ với kỳ vọng lợi nhuận của năm 2011.

Đối với các nhà đầu tư mới, mức P/E sau ngày chốt sẽ tương ứng là 10,6x cho năm 2010 và 12,1x cho năm 2011. Sau ngày chốt quyền sẽ có rủi ro pha loãng cổ phiếu do các trái chủ tiến hành chuyển đổi sang cổ phiếu ở mức giá thấp. Giá của cổ phiếu REE khi đó có thể sẽ không tăng trên cả phương diện cơ bản lẫn tâm lý nhà đầu tư, trừ khi có các yếu tố hỗ trợ khác. Có thể nhận thấy các yếu tố hỗ trợ có thể đến từ 2 nguồn. Thứ nhất, lợi nhuận kỳ vọng đến từ các dự án bất động sản mà REE sẽ tham gia sử dụng nguồn vốn của đợt phát hành TPCD này, tuy nhiên hiện tại chưa có đủ thông tin thể ước lượng được nguồn lợi nhuận này. Thứ hai, yếu tố hỗ trợ có thể đến từ hoạt động đầu tư tài chính của công ty, khoản lợi nhuận này sẽ đáng kể nếu thị trường chứng khoán có diễn biến tốt.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi cho rằng kế hoạch phát hành này rất có lợi cho cổ đông hiện hữu của công ty. Do đó cũng không ngạc nhiên khi REE đã hấp dẫn một lượng lớn các nhà đầu tư trong 2 ngày giao dịch trở lại đây. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý là, giá hiện tại của cổ phiếu càng được đẩy lên cao thì càng có lợi cho các trái chủ tương lai và cũng càng nhiều khả năng giá sau ngày chốt quyền sẽ có xu hướng giảm. Với những thông tin hiện có, chúng tôi cho rằng mức P/E 2010 khoảng 12x có thể coi là cao, tương ứng với mức giá cổ phiếu 60.000 – 63.000. Ở khoảng giá này, mức độ rủi ro cho các nhà đầu tư mới sẽ cao.

Tô Thùy Linh

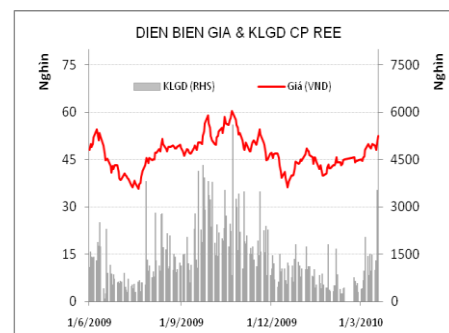
Chuyên viên cấp cao

linhtt@ssi.com.vn

Thông tin cổ phiếu:

REE	18/03/2010
Giá (VND)	52,500
SLCP đang lưu hành	81,041,798
GT vốn hóa (Tỷ VND)	4,255
% sở hữu nhà nước	4.85%
% sở hữu nước ngoài	37.11%

Diễn biến giá và KLGD



Nguồn: Reuters, SSI

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

	2008A	2009E	2010E
Doanh thu (tr VND)	1,174,211	1,430,828	1,595,230
LNST (tr VND)	433,802	374,774	431,941
ROE (%)	-7%	16.7%	13.0%
ROA (%)	-6%	14.1%	11.0%

BÌNH LUẬN SỰ KIỆN

REE vừa công bố quyết định của Hội đồng quản trị, trong đó có 1 số kế hoạch được đưa ra để trình đại hội cổ đông như sau:

- Cổ tức bằng cổ phiếu đợt 2/2009: 20%
- Cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 1:1
- Phát hành 8 triệu cổ phiếu cho cổ đông chủ chốt với giá phát hành dự kiến 12.000 VND/CP
- Phát hành khoảng 810 tỷ trái phiếu chuyển đổi cho cổ đông hiện hữu với giá chuyển đổi dự kiến 13.810 VND/CP. Thời gian chuyển đổi tối đa 12 tháng kể từ ngày phát hành, lãi suất 8%/năm và tỷ lệ thực hiện là 100 CP được mua 1 Trái phiếu mệnh giá 1 triệu VND
- Ngày chốt quyền hiện tại chưa xác định

Cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng mặc dù không thay đổi yếu tố cơ bản của công ty nhưng sẽ có ảnh hưởng tích cực lên tâm lý của nhà đầu tư. Trong phần sau của báo cáo, chúng tôi sẽ xem xét tính hấp dẫn của trái phiếu với các cổ đông hiện hữu và các cổ đông mới tiềm năng.

Phát hành trái phiếu chuyển đổi

Chúng tôi cho rằng trái phiếu được phát hành ở mức chiết khấu rất hấp dẫn và có lợi cho các cổ đông hiện hữu. Mức giá chuyển đổi tương ứng với giá trị sổ sách của công ty sau khi đã tính lượng cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng. **Nếu giá hiện tại của CP REE (52,500) được lấy làm tham chiếu cho giá thị trường ngay trước ngày chốt quyền**, giá sau ngày chốt quyền sẽ ở mức 23.800 VND/CP (hệ số điều chỉnh là 2,2x). Mức giá chuyển đổi khi đó sẽ ở mức chiết khấu hấp dẫn so với giá thị trường, khoảng 40%.

Có thể thấy kế hoạch phát hành hiện tại rất có lợi cho cổ đông hiện hữu, đặc biệt các trái chủ tương lai với triển vọng lợi nhuận của REE vào năm 2011 mà chúng tôi sẽ nói chi tiết hơn ở phần sau. Với những nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu, chúng tôi sẽ xem xét kỹ hơn liệu bắt đầu đầu tư vào cổ phiếu có hợp lý không, giả sử rằng các kế hoạch này đều được DHCD thông qua. Trước hết là triển vọng lợi nhuận năm 2010-2011 và mức P/E pha loãng năm 2011.

Một số mốc chính của kế hoạch phát hành

- Ngày chốt quyền chưa xác định
- Các mốc thời gian thay đổi số lượng cổ phiếu

	Sự kiện	SLCP	SLCP mới
2009 – SLCP hiện tại		81,041,798	
	Cổ tức bằng CP 20%		16,208,359
	Cổ phiếu thưởng tỷ lệ 1:1		81,041,798
	Bán cho nhân viên chủ chốt		8,000,000
Cuối năm 2010		186,291,955	
	Chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu (giá thiết chuyển đổi hoàn toàn)		58,683,417
Cuối năm 2011		244,976,706	

Nhà đầu tư mới có thể hi vọng điều gì?

Chúng tôi có nói chuyện với công ty và được biết khoản tiền thu được từ đợt phát hành TPCD sẽ được sử dụng để đầu tư vào 1 số dự án bất động sản mà REE/Công ty con sẽ tham gia. Các dự án này sẽ chưa đóng góp vào lợi nhuận công ty trong năm 2010. Công ty chưa tiết lộ nhiều thông tin về các dự án này. Ngoại trừ đây là các dự án cao ốc văn phòng/căn hộ ở Hà Nội và TpHCM đã được thành phố phê duyệt, triển vọng lợi nhuận của các dự án này chưa được tiết lộ.

REE	Lợi nhuận ước tính	SLCP	EPS	P/E ở mức giá tham chiếu 21,400 VND
2009		81,041,798		
2010	374,774	186,291,955	2,011	11.8x
2011	431,941	244,976,706	1,763	13.5x

2010: Ban lãnh đạo công ty đã đề ra kế hoạch kinh doanh năm 2010 với kế hoạch doanh thu 1.500 tỷ VND và lợi nhuận trước thuế 510 tỷ. Ước tính của chúng tôi cũng khá gần với kế hoạch này. EPS (sau khi tính SLCP trả cổ tức và cổ phiếu thưởng và bán cho nhân viên chủ chốt) vào khoảng 2.011 VND/CP. (Chúng tôi sẽ có chi tiết về những giả định về lợi nhuận công ty cho 2 năm 2010-2011 ở phần sau)

2011: Trong năm này, ngoại trừ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh hiện tại, nhà đầu tư có thể kỳ vọng khoản lợi nhuận từ các dự án bất động sản mới REE sắp tham gia. Tuy nhiên, do không đủ thông tin để đánh giá, lợi nhuận từ các dự án này chưa thể ước tính một cách chính xác được. Do đó chúng tôi giả thiết lợi nhuận năm 2011 sẽ đến từ hoạt động kinh doanh hiện tại. EPS pha loãng tối đa (với SLCP khi toàn bộ TPCD tiến hành chuyển đổi thành CP), ước tính khoảng 1.763 VND.

Nhà đầu tư mới có thể kỳ vọng gì?

Nhà đầu tư mới khi tham gia mới mức giá hiện tại 52.500 VND sẽ có mức giá đầu tư trung bình (sau khi được chia cổ phiếu cổ tức, cổ phiếu thưởng và quyền mua trái phiếu) khoảng **21.400 VND/CP** (lưu ý: 100 CP hiện tại sẽ được quyền mua 1 triệu đồng giá trị trái phiếu hay sẽ sở hữu 72 cổ phiếu mới khi tiến hành chuyển đổi)

- Với triển vọng lợi nhuận các năm sau, và mức giá trung bình ước tính 21.400, **nhà đầu tư mới đang cân nhắc cổ phiếu với mức P/E2010 khoảng 11,8x và mức P/E 2011 khoảng 13,5x**. Dĩ nhiên, khoản lợi nhuận từ các dự án BDS mới sẽ làm giảm mức P/E 2011 ước tính này, tuy nhiên mức độ lợi nhuận cụ thể thì chưa thể ước tính được do chưa có đủ thông tin.
- Vào ngày chốt quyền trong năm 2010, nhà đầu tư sẽ đối mặt với rủi ro pha loãng cổ phiếu do các trái chủ chuyển đổi thành cổ phiếu ở mức giá thấp**, P/E2011 là 12,1x sẽ không còn là mức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư mới nữa. Do đó, giá cổ phiếu REE có thể sẽ không có diễn biến tốt nữa về cả yếu tố cơ bản lẫn tâm lý nhà đầu tư, trừ khi có yếu tố khác hỗ trợ.
- Yếu tố hỗ trợ:** Chúng tôi thấy các yếu tố hỗ trợ có thể đến từ 2 nguồn. Thứ nhất, lợi nhuận từ các dự án bất động sản sắp tham gia, tuy nhiên thì mức độ lợi nhuận chưa thể đánh giá được. Thứ hai, có thể có yếu tố hỗ trợ từ hoạt động đầu tư tài chính của công ty. REE sở hữu 1 danh mục đầu tư khá lớn, với nhiều khoản đầu tư mua ở mức giá thấp (STB, EIB, TBC) với ước tính lợi nhuận chưa thực hiện khoảng 400 tỷ. Công ty có thể ghi nhận lợi nhuận tốt khi bán các khoản đầu tư này. Hoạt động tài chính cũng sẽ mang lại lợi nhuận lớn nếu thị trường chứng khoán khi đó thuận lợi.

Quan điểm đầu tư

Qua những phân tích ở trên có thể thấy kế hoạch phát hành này rất có lợi cho cổ đông hiện hữu của công ty. Do đó cũng không ngạc nhiên khi REE đã hấp dẫn một lượng lớn các nhà đầu tư trong 2 ngày giao dịch trở lại đây. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý là, giá hiện tại của cổ phiếu càng được đẩy lên cao thì càng có lợi cho các trái chủ tương lai và cũng càng nhiều khả năng giá sau ngày chốt quyền sẽ có xu hướng giảm. Với những thông tin hiện có, chúng tôi cho rằng mức P/E 2010 khoảng 12x có thể coi là cao, tương ứng với mức giá cổ phiếu 60.000 – 63.000. Ở khoảng giá này, mức độ rủi ro cho các nhà đầu tư mới sẽ cao.

PHỤ LỤC – ƯỚC TÍNH LỢI NHUẬN

Những nét chính 2009

Kết quả kinh doanh của REE năm 2009 tương đối tốt với cả hoạt động kinh doanh chính và đầu tư tài chính. Doanh thu thuần đạt 1.174 tỷ, khá gần với kế hoạch 1.200 tỷ của công ty, tăng trưởng 1,7% so với năm 2008. Lợi nhuận HĐKD chính tăng 40% do cải thiện tỷ suất lợi nhuận ở nhiều mảng đầu tư. LNST đạt 433 tỷ, vượt xa mức kế hoạch 250 tỷ.

Mỗi mảng kinh doanh có diễn biến tương đối khác biệt. Mảng M&E có tỷ suất lợi nhuận tăng tốt trong khi doanh thu thấp hơn năm ngoái. Thời gian lắp đặt vận hành nhanh các dự án và ấn định trước tỷ giá ngoại tệ đối trong việc mua sắm vật tư thiết bị đã góp phần cải thiện tỷ suất LN. Mảng điều hòa Reetech tăng trưởng doanh thu 50% nhưng TSLN suy giảm do cạnh tranh mạnh và chi phí lớn hơn trong việc phát triển các thị trường mới. Mảng cho thuê văn phòng vẫn là mảng mang lại doanh thu, lợi nhuận vô cùng ổn định cho REE. Doanh thu và lợi nhuận cũng tăng nhẹ do giảm giá đồng VND so với đồng USD trong suốt năm qua.

Triển vọng 2010-2011

Năm 2010, ban lãnh đạo REE đã đề ra kế hoạch kinh doanh như sau:

Mảng hoạt động	Doanh thu (tỷ VND)	LNTT (Tỷ VND)
M&E	700	67-75
Reetech	500	44
Cho thuê văn phòng	310	190
Đầu tư tài chính		~200
Tổng cộng	1,500	510

Ước tính của chúng tôi cũng khá gần với mức kế hoạch này của công ty (Doanh thu 1.430 tỷ và LNTT 499 tỷ)

M&E: Năm 2009 doanh thu ghi nhận ở mảng này khá thấp. Năm 2010, với tổng giá trị các hợp đồng đã ký hiện tại khoảng 1.660 tỷ (cả hợp đồng chuyển từ năm 2008 và hợp đồng ký mới năm 2009), chúng tôi cho rằng REE có thể ghi nhận 600-700 tỷ doanh thu do 1 số dự án sẽ hoàn thành để chào mừng lễ kỷ niệm 1000 năm Thăng Long-Hà Nội. **Reetech:** Chúng tôi kỳ vọng có tăng trưởng ở mảng này (khoảng 9%) do nhu cầu thị trường còn lớn và những nỗ lực khá thành công trong việc mở rộng thị trường tiêu thụ ra nước ngoài và cung cấp trọn gói dịch vụ cung cấp thiết bị lắp đặt điều hòa và điện cho các công trình quy mô vừa và nhỏ. **Mảng cho thuê văn phòng** sẽ không có nhiều thay đổi trong năm 2010 và tiếp tục là nguồn lợi nhuận ổn định. Đầu tư tài chính chiếm 37% LNTT. Ngoại trừ cổ tức được chia và lãi tiền gửi, REE sở hữu 1 số khoản đầu tư với lợi nhuận chưa thực hiện cao (STB, EIB, TBC), và sẽ đóng góp tốt vào lợi nhuận nếu công ty quyết định bán 1 phần các khoản đầu tư này.

Năm 2011: REE sẽ có tăng trưởng trong mảng cho thuê văn phòng khi tòa nhà ở Đoàn Văn Bơ bắt đầu hoạt động. Chúng tôi giả sử 80% công suất hoạt động trong năm đầu tiên, tòa nhà này sẽ tăng tổng diện tích cho thuê khoảng 30%. Với quan điểm đồng VND sẽ tiếp tục mất giá trong năm 2010, lợi nhuận mảng này ước tính tăng trưởng khoảng 35%. Hai mảng M&E và Reetech kỳ vọng sẽ không có biến động đáng kể, mảng điều hòa vẫn có thể có tăng trưởng nhẹ. Về tổng thể, chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu 11.5% (1.595 tỷ) và tăng trưởng LNST 15% (431 tỷ).

	2008A	2009A	2010E	2011E
Doanh thu thuần	1,154,393	1,174,211	1,430,828	1,595,230
Giá vốn hàng bán	824,318	765,334	905,687	980,706
Lợi nhuận gộp	330,075	408,877	525,141	614,524
Chi phí bán hàng	39,711	48,980	52,941	59,658
Chi phí quản lý doanh nghiệp	97,607	90,066	164,545	183,451
LN HĐKD (EBIT)	192,757	269,831	307,656	371,415
LN hoạt động tài chính	(342,030)	208,813	188,000	200,000
Doanh thu khác	7,982	5,750	4,292	4,786
Chi phí khác	368	205	250	279
LN khác	7,614	5,545	4,043	4,507
LNTT	(141,659)	484,189	499,698	575,922
Thuế TNDN	12,168	50,387	124,925	143,980
LNST	(153,827)	433,802	374,774	431,941

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lê Lệ Hằng	Giám đốc Khối	hangl@ssi.com.vn
Tô Thùy Linh	Chuyên viên cấp cao	linhtt@ssi.com.vn