



**Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh**

Ngành: Đa ngành

Lĩnh vực: Kinh doanh BĐS

Mã chứng khoán: REE (HOSE)

**Khuyến nghị đầu tư: Năm giữ**

**Giá mục tiêu: 55,200 VND**

**Giá hiện tại (22/12/2009): 40,000 VND**

KL niêm yết (CP)	81,043,131
KL lưu hành (CP)	81,041,789
GTVH thị trường (trđ)	3,241,672
Giá thấp nhất trong 52 tuần	16,700 VND
Giá cao nhất trong 52 tuần	60,500 VND

Vốn điều lệ (VND)	810,431,310,000
EPS trailing	4,353 VND
BVS	29,249 VND
P/E	9.19
P/B	1.37

Khuyến nghị của TVSI



**THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CỔ PHIẾU**

**Biểu đồ 1: Giá cổ phiếu trong vòng 1 năm**



**Thông tin cơ bản về doanh nghiệp**

<b>Tên công ty:</b>	Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh
<b>Tên viết tắt:</b>	REE
<b>Tên quốc tế:</b>	Refrigeration Electrical Engineering Corporation
<b>Trụ sở chính:</b>	364 Cộng Hòa, Q. Tân Bình, Tp. Hồ Chí Minh
<b>Điện thoại:</b>	<b>+84-8 3810 0350-3810 0017</b>
<b>Fax:</b>	<b>+84-8 3810 0337</b>
<b>Website</b>	<b>www.reecorp.com</b>

**Lĩnh vực hoạt động chính**

- Dịch vụ cơ điện công trình (M&E).
- SX&KD sản phẩm mang thương hiệu Reetech.
- Kinh doanh bất động sản (cho thuê văn phòng).
- Đầu tư tài chính.

**Chỉ tiêu tài chính**

ĐV: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	9T-2009	2009F
Doanh thu	977,085	1,154,393	759,201	1,385,272
Lợi nhuận gộp	297,801	330,075	323,797	623,372
Lợi nhuận SXKD	385,244	(149,273)	379,319	450,213
LNST	291,527	(153,827)	339,411	343,790
Tổng tài sản	2,891,125	2,608,254	3,158,239	3,391,813
Vốn chủ sở hữu	2,244,775	2,087,168	2,370,378	2,625,661
ROE	12.99%	-7.37%	14.32%	13.09%
ROA	10.08%	-5.90%	10.75%	10.14%
EPS (VND)	5,819	-1,901	4,353*	4,242
Giá trị sổ sách (VND)	39,203	26,036	29,248	32,399

**Định giá cổ phiếu**

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
<b>Phương pháp chiết khấu luồng tiền (DCF)</b>		
Kịch bản lạc quan	60,800	60%
Kịch bản thận trọng	59,700	40%
Tổng hợp 2 kịch bản	60,400	50%
<b>Phương pháp hệ số tương đối</b>		
P/E	50,900	30%
P/B	48,600	20%

\*: Trailing EPS điều chỉnh đến quý 3/2009

Hệ thống dữ liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn quốc tế

**Thông tin chính liên quan**

Ngày	Tin tức	Nguồn
14/12/2009	REE: Kết quả kinh doanh tháng 11 năm 2009	tvsi.com.vn
27/11/2009	REE: VOF Investment Limited đã bán 815,000 cổ phiếu	stox.vn
16/10/2009	REE: Nhận chuyển quyền sở hữu cổ phiếu TBC	tvsi.com.vn
07/08/2009	REE: Trả cổ tức đợt 1 năm 2009 bằng tiền mặt	tvsi.com.vn
26/05/2009	REE: Bổ sung ngành nghề kinh doanh	hsvx.vn

## VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

### Hoạt động chính



- Thương hiệu REE được hình thành từ mảng hoạt động truyền thống là M&E và Reetech. Hoạt động này chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của REE, bình quân xấp xỉ 50% và có xu hướng giảm trong thời gian gần đây. 9 tháng đầu năm 2009, REE gặp nhiều khó khăn trong lĩnh vực M&E do nhiều công trình lớn bị đình trệ, giãn tiến độ, do đó chỉ chiếm 33% tổng doanh thu. Hiện tại, REE vẫn dẫn đầu trong mảng M&E, chiếm từ 25% - 30% thị phần trong nước. Tổng giá trị hợp đồng dự kiến cuối năm 2009 theo thông tin từ phía Công ty ước đạt 2,000 tỷ đồng, sẽ được ghi nhận doanh thu vào các năm 2009, 2010 và 2011.



- Sản phẩm máy điều hòa nhiệt độ, thiết bị điện tử mang thương hiệu Reetech vẫn tập trung vào phân khúc thị trường trung cấp, cạnh tranh bằng chất lượng tốt, giá cả trung bình, thời hạn bảo hành kéo dài đến 5 năm, chiếm khoảng 6% thị phần trong nước, chủ yếu là thị trường phía Nam. Đóng góp của hoạt động này vào tổng doanh thu khá ổn định và có xu hướng tăng, trung bình vào khoảng 30% mỗi năm. 9 tháng đầu năm, hoạt động này mang lại 287.21 tỷ đồng doanh thu (chiếm 38% tổng doanh thu) với LNTT là 31.7 tỷ đồng. REE hiện đang chuyển hướng xuất khẩu các sản phẩm Reetech ra thị trường quốc tế. Từ quý IV/2008, REE đã ký được hợp đồng xuất khẩu mỗi tháng 1 container máy điều hòa nhiệt độ vào thị trường Mỹ. Tổng kim ngạch xuất khẩu từ đầu năm đến nay theo chúng tôi tìm hiểu được vào khoảng 2 - 3 triệu USD.



- Mảng đầu tư hạ tầng của REE lần đầu được công bố trong ĐHCĐ năm 2007, nay đã phát triển mạnh. Nhìn chung, các mảng đầu tư hạ tầng của REE đều có thời gian thu hồi vốn dài, mang lại lợi nhuận ổn định song không có tính đột biến. Hiện REE đang quản lý 6 tòa nhà văn phòng cho thuê tại Tp. HCM với tổng diện tích cho thuê lên tới gần 80,000 m<sup>2</sup>, giá thuê trung bình ở mức 16-17USD/m<sup>2</sup>, khá cạnh tranh so với các tòa nhà khác. 9 tháng đầu năm, hoạt động cho thuê văn phòng mang lại cho REE 229.78 tỷ đồng doanh thu (chiếm 30% tổng doanh thu)



- Hoạt động đầu tư tài chính của REE cũng được đẩy mạnh và thu nhập từ hoạt động này góp phần đáng kể vào lợi nhuận ròng của Công ty. Năm 2008, với sự sụt giảm của nền kinh tế cũng như thị trường chứng khoán, REE buộc phải trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán cho các khoản đầu tư trên cả thị trường niêm yết lẫn thị trường không chính thức (OTC) với tổng số tiền là 467 tỷ đồng, nâng tổng số đã trích dự phòng cho các khoản đầu tư tài chính ngắn và dài hạn lên 520.7 tỷ đồng, là nguyên nhân của việc lỗ trong năm. Ngoài danh mục đầu tư lớn vào cổ phiếu, REE cũng tham gia đầu tư chiến lược vào các công ty liên doanh, liên kết và đang mở rộng mạnh ra lĩnh vực điện. Hiện REE nắm giữ 10% vốn điều lệ TBC, đồng thời giam gia góp 50% vốn vào một dự án thủy điện 180 MW tại Lào, góp vốn 20% tham gia dự án Nhiệt điện Vũng Áng (vốn điều lệ 40 triệu USD). Dự án điện mới nhất của REE đang trong quá trình đàm phán là tại một tỉnh phía Bắc.

### Tác động từ phía cung

Hoạt động sản xuất, kinh doanh đều được lên kế hoạch trước nên REE thường chủ động trong công tác tìm kiếm nguồn cung ứng nguyên vật liệu. Công ty sử dụng nguồn nguyên vật liệu đầu vào từ các nhà cung ứng trong nước và nhập khẩu từ nước ngoài. Trong đó hơn 60% nguyên vật liệu phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh có nguồn gốc từ nhập khẩu. Các nhà cung cấp chính cho REE như Hitachi, National (Nhật Bản), Siemens, Schneider (Đức).. Đây là các tập đoàn đa quốc gia, có uy tín lớn trên thế giới nên nguồn nguyên vật liệu cung cấp cho REE khá ổn định. Nguồn cung này chỉ bị ảnh hưởng bởi biến động của tỷ giá. Do đó, khi tỷ giá bất lợi (tỷ giá tăng, đồng Việt Nam mất giá) sẽ có ảnh hưởng gián tiếp tới lợi nhuận của REE.

Hiện Tổng quỹ đất thuộc sở hữu của REE khá lớn, lên tới hơn hơn 4.2 ha. Tuy nhiên việc thực hiện và đưa vào khai thác các dự án trong năm nay như Cao ốc tại 61-63 Bà Hom, Q.6 và cao ốc tại số 9 Đoàn Văn Bơ, Q.4 với tổng diện tích cho thuê 30,000 m<sup>2</sup> thì quỹ đất của REE đã gần hết. REE vẫn đang trong giai đoạn thăm dò, xem xét khả năng tăng quỹ đất thông qua đấu thầu, chủ động tìm kiếm đối tác với các doanh nghiệp có thế mạnh về sở hữu đất đai, hoặc mua "đất sạch"(đã đền bù, giải phóng mặt bằng) nhằm tìm kiếm, đầu tư, mở rộng danh mục dự án của mình.

Có thể nói, tác động từ phía cung đối với REE là không lớn. Hơn nữa, với những chiến lược của Công ty trong việc tìm kiếm, ổn định các đơn vị đầu vào như hiện nay thì REE hoàn toàn có thể chủ động được cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình

### Tác động từ phía cầu

Nhu cầu về mặt bằng văn phòng cho thuê tại Tp. HCM đã có dấu hiệu tăng thời gian gần đây. Trong quý 3/2009, nhu cầu thuê văn phòng đã tăng 12% so với quý trước. Tuy nhiên, diễn biến trên thực tế cho thấy dù nhu cầu thuê đang tăng, nhưng thị trường vẫn chưa thể thoát khỏi đà giảm giá. Nguồn cung tăng mạnh thời điểm cuối năm là nguyên nhân làm cho giá cho thuê văn phòng vẫn đang ở tình trạng dò dáy. Ngoài ra, việc khách hàng có nhu cầu thuê những tòa nhà có hệ thống dịch vụ hoàn thiện với mức giá rẻ trong điều kiện nguồn cung dồi dào, buộc các doanh nghiệp kinh doanh mảng văn phòng cho thuê có sự cạnh tranh mạnh cũng là nguyên nhân giảm giá. Tại Tp.HCM, nhiều tòa nhà văn phòng đã mạnh tay giảm giá tới 50%.

Theo báo cáo mới nhất về do Viện Quản Lý Đất Đô Thị tại Mỹ (ULI) và công ty PricewaterhouseCoopers thực hiện thì triển vọng phát triển bất động sản tại Thành phố Hồ Chí Minh vẫn rất khả quan, xét về tổng thể thì Thành phố Hồ Chí Minh đứng thứ 3, sau Thượng Hải và Mumbai.

Lĩnh vực bất động sản cho thuê của REE trong những năm qua luôn đạt tỷ lệ cho thuê gần 100%. Trong năm 2009, do nhiều khách hàng lớn trong nước và quốc tế gặp khó khăn nên đã giảm diện tích thuê. Với mức giá thuê trung bình khá cạnh tranh (16-17USD/m<sup>2</sup>) nên văn phòng cho thuê của REE vẫn thu hút nhiều khách thuê, tỷ lệ giảm không đáng kể. Tỷ lệ lấp đầy các văn phòng cho thuê của REE tới thời điểm hiện tại vào khoảng 98%.

Mảng hoạt động sản xuất kinh doanh máy điều hòa không khí Reetech của REE cũng gặp nhiều thuận lợi từ phía cầu. Thống kê về thị trường máy điều hòa không khí tại Việt Nam 3 năm gần nhất cho thấy nhu cầu mặt hàng này vẫn tăng trưởng ở mức cao (>30%). Theo dự báo, trong các năm tiếp theo, nhu cầu đối với mặt hàng này vẫn tăng trưởng ở mức khoảng 20%. Đời sống người dân ngày càng tăng cao, thu nhập tăng lên, các công trình xây dựng cũng được mọc lên nhiều hơn là những nhân tố làm tăng lực cầu đối với mặt hàng này

## VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

### Một số công trình M&E tiêu biểu



Phi trường Tân Sơn Nhất



Trung tâm thương mại Sài Gòn



Vincom Tower

### Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

REE gặp phải sự cạnh tranh rất lớn từ các mảng hoạt động chính của mình.

- **M&E:** REE là một trong 3 đại diện nổi bật trong nước về lĩnh vực này. Trong đó, REE có thế mạnh về các gói thầu Chính phủ, Searefico có thế mạnh về thương mại và nhà ở, KTL nghiêng về các gói thầu có vốn của Nhật do có sự góp vốn của đối tác Nhật Bản. Chính vì vậy, hoạt động này không gặp nhiều cạnh tranh. Tuy nhiên nếu REE có kế hoạch mở rộng sang các gói thầu khác thì trở ngại sẽ không nhỏ. Ước tính hiện tại, REE chiếm khoảng 20 - 30% tổng giá trị phát triển của ngành Xây dựng.
- **Reetech:** Mảng hoạt động này gặp phải nhiều cạnh tranh với các thương hiệu mạnh trên thế giới như: Sanyo, Toshiba, National, Panasonic, Hitachi, LG... Thị phần hiện tại của REE trong cung cấp máy điều hòa nhiệt độ và thiết bị điện tử với thương hiệu Reetech chỉ chiếm 6% tại phía Nam (trừ máy điều hòa công suất lớn REE chiếm được thị phần 40%). Tuy nhiên, một lợi thế mà REE có sự vượt trội hơn các thương hiệu khác là sản phẩm máy điều hòa nhiệt độ Reetech của REE có đầy đủ các công suất, chủng loại đa dạng, giá thành thích hợp cho sự lựa chọn của người tiêu dùng.
- **Kinh doanh BĐS:** Dự báo thời gian tới là nguồn cung về văn phòng cho thuê trên thị trường BĐS sẽ tăng mạnh. Năm 2010, dự kiến sẽ có hơn 100,000 m<sup>2</sup> văn phòng được cung mới cho thị trường và trong năm 2011 đến 2012 sẽ có trên 375,000 m<sup>2</sup> văn phòng được hoàn thành và đưa vào sử dụng. Hiện nay, nhiều đơn vị đã cạnh tranh quyết liệt hơn để thu hút khách thuê trong những tháng cuối năm bằng việc cung cấp thêm nhiều lợi ích cho khách thuê như miễn giảm hoặc giảm tiền thuê trong thời gian đầu, điều chỉnh giá thuê, khuyến mại về trang nội thất... Phần lớn các dự án của REE là về mảng văn phòng cho thuê. Với mức giá cho thuê bình quân 16-17USD/m<sup>2</sup>, mức giá khá cạnh tranh so với các tòa nhà khác và vị trí gần sân bay, thuận tiện cho việc đi lại... REE hoàn toàn có khả năng cạnh tranh với các doanh nghiệp trên địa bàn.

### Sự đối mặt với các rào cản của thị trường

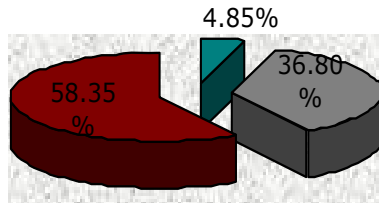
Nền kinh tế ngày càng phát triển và hội nhập thì những rào cản mà nó mang lại đối với hoạt động của các doanh nghiệp càng lớn, nhất là đối với một doanh nghiệp hoạt động trong nhiều lĩnh vực như REE.

Là một trong 2 doanh nghiệp đầu tiên niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp. HCM (nay là Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM) do thành tích kinh doanh hiệu quả cũng như thâm niên hoạt động trên thị trường, vốn điều lệ hiện tại lên tới hơn 810.4 tỷ đồng, trong đó sở hữu Nhà nước 4.85%, sở hữu quỹ đất lớn... là những nhân tố thuận lợi giúp REE không gặp phải trở ngại gì khi tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng, một trong các trở ngại lớn trên thị trường bất động sản.

Theo tìm hiểu, trên 60% nguyên liệu của REE có nguồn gốc từ nước ngoài và việc REE đang đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu sản phẩm Reetech, điều này sẽ bị ảnh hưởng rất nhiều từ các chính sách của Nhà nước đối với xuất, nhập khẩu. Đồng thời, hoạt động Reetech cũng gặp phải rào cản khiến người tiêu dùng trong nước chưa có điều kiện tiếp xúc với các sản phẩm nội địa do việc nghiên cứu và cải tiến để cho ra đời những sản phẩm này sẽ làm tăng chi phí của nhà sản xuất khiến giá bán sản phẩm cũng bị đội lên, làm giảm sức cạnh tranh so với sản phẩm cùng loại được nhập khẩu từ nước ngoài hoặc của các doanh nghiệp liên doanh.

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông  
(12/12/2009)



■ CĐ Nhà nước  
■ CĐ nước ngoài  
■ CĐ khác

### Chiến lược phát triển và triển vọng

Chiến lược lâu dài của REE M&E là tập trung vào các dự án có quy mô trung bình lớn với các tiêu chí về khả năng tài chính, điều kiện thanh toán an toàn, uy tín của ban quản lý dự án... nhằm tiếp tục phát huy thế mạnh là nhà thầu M&E chuyên nghiệp.

Phát triển thương hiệu, mở rộng kênh phân phối và phát triển sản phẩm có công nghệ cao, ít sự cạnh tranh, lợi nhuận cao là mục tiêu cơ bản của hoạt động sản xuất, lắp ráp và kinh doanh các sản phẩm mang thương hiệu Reetech.

REE định hướng phát triển mở rộng lĩnh vực kinh doanh BĐS bằng cách tìm kiếm các đối tác có thế mạnh về sở hữu đất và địa điểm thuận lợi để cùng hợp tác đầu tư. Hiện tại, REE đã tham gia liên doanh, liên kết với 7 doanh nghiệp bất động sản và hạ tầng khu công nghiệp.

Trong bối cảnh hội nhập quốc tế như hiện nay, mảng hoạt động truyền thống M&E và Reetech của REE đứng trước các cơ hội phát triển lớn khi đời sống người dân ngày càng được nâng cao và nhu cầu xây dựng cơ bản không ngừng mở rộng. Mảng kinh doanh văn phòng cho thuê cũng có những thuận lợi nhất định khi Việt Nam hội nhập với Thế giới. Sự mở rộng quy mô của các doanh nghiệp trong nước và sự tham gia của các doanh nghiệp nước ngoài sẽ tạo lực cầu lớn đối với hoạt động cho thuê văn phòng.

Từ những điều trên có thể nhận thấy được, mặc dù đã, đang và sẽ gặp nhiều trở ngại từ phía thị trường song triển vọng phát triển của REE vẫn rất lớn.

### Quan hệ với cổ đông chiến lược

Từ ngày 15/6/2009 đến 15/8/2009, hai cổ đông chiến lược của REE là Venner Group Limited và Veil Holdings Limited (hai quỹ do Dragon Capital quản lý) đã bán ra 5.339 triệu cổ phiếu REE. Đây được xem là đợt thoái vốn lớn nhất của một quỹ đầu tư nhằm vào REE. Hiện tại, hai tổ chức này có tỷ lệ nắm giữ lần lượt là 3.35% và 4.85%.

### Cơ cấu cổ đông và thành viên ban điều hành

Tiền thân là Xí nghiệp Quốc doanh Cơ điện lạnh, thành lập năm 1977 và cổ phần hóa thành Công ty cổ phần Cơ điện lạnh vào tháng 11/1993, đến nay, tỷ trọng nắm giữ của cổ đông Nhà nước đối với REE chỉ còn 4.85%. Điều này cho thấy sự chi phối của Nhà nước tới hoạt động của REE là không đáng kể.

Thành phần ban lãnh đạo của REE đều là những người giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực cơ điện lạnh, công nghiệp, tài chính và quản trị kinh doanh. Bà Nguyễn Thị Mai Thanh, chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám Đốc của REE đã đồng hành cùng Công ty từ những năm đầu thành lập, bà được đánh giá là một trong những nữ CEO giỏi nhất Việt Nam. Cùng với các thành viên trong ban điều hành, bà đã đưa REE từ một doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa đạt được những kết quả như ngày hôm nay và nhận được Huân chương lao động hạng III, bằng khen của Thủ tướng Chính phủ, của các Bộ ngành Trung ương và UBND Tp.HCM.

### Chính sách cổ tức của công ty

REE triển khai chương trình cổ phiếu thưởng nhân viên (ESOP). Niên hạn của chương trình là 5 năm, được triển khai từ năm 2004 và kết thúc vào năm 2008. Chương trình này nhằm tạo điều kiện cho cán bộ công nhân viên đóng góp nhiều hơn vào sự phát triển của Công ty thông qua việc được hưởng cổ tức từ cổ phiếu thưởng và cơ hội được sở hữu cổ phần của Công ty trong tương lai. Tổng số lượng cổ phiếu ESOP Công ty đã phát hành là 879,647 cổ phiếu, chiếm 1,09% cổ phiếu phổ thông đang lưu hành của REE. Cổ phiếu dùng để thưởng cho nhân viên trong ESOP là cổ phiếu ưu đãi được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông vào năm 2009, do đó không ảnh hưởng đến số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại của Công ty.

Mới đây, REE vừa chi trả cổ tức đợt 1/2009 với tỷ lệ 7% bằng tiền mặt. Kế hoạch năm 2009, Công ty sẽ chi trả cổ tức tối thiểu 10% bằng tiền mặt.

Tên cổ đông lớn	Số CP	Tỷ lệ %
VOF INVESTMENT LTD	4,330,249	5.34
VEIL HOLDINGS LTD	3,930,262	4.85
VENNER GROUP LTD	2,718,960	3.35
Cty TNHH Bảo hiểm Nhân thọ Prudential Việt Nam	2,168,454	2.67

Họ tên	Chức vụ
Nguyễn Thị Mai Thanh	CT HĐQT-TGD
Dominic Scriven	Phó CT HĐQT
Quách Vĩnh Bình	Thành viên HĐQT
Nguyễn Ngọc Thái Bình	Thành viên HĐQT
Lục Chánh Trường	Thành viên HĐQT

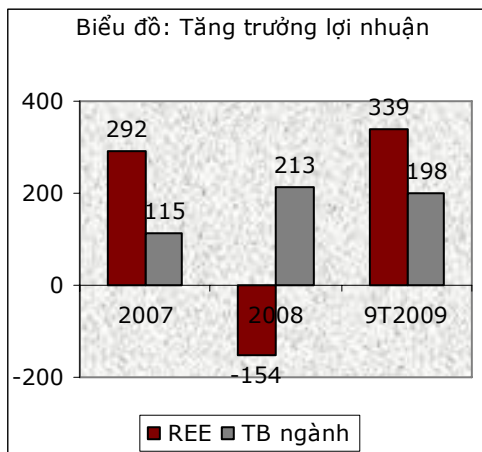
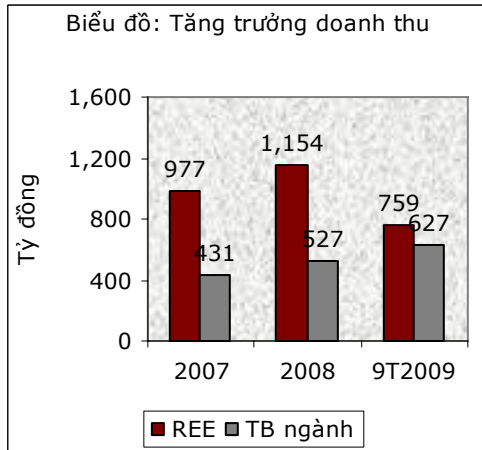
### % sở hữu trên VDL

Năm	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Hình thức
2004	13%	Tiền mặt
2005	14%	Tiền mặt
2006	16%	Tiền mặt
2007	40%	Cổ tức
2008	0	
2009	7% (Đợt 1)	Tiền mặt

Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

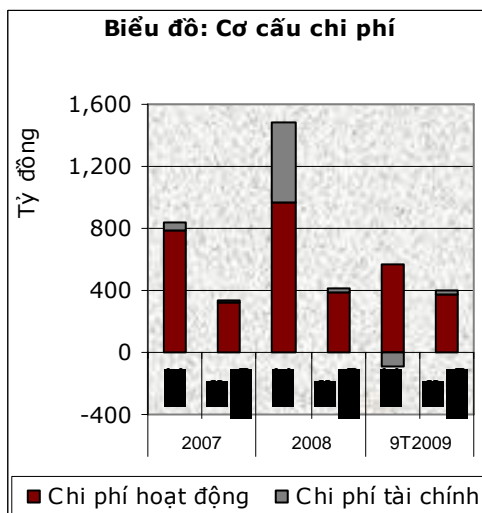
## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Doanh thu đến từ nguồn khác nhau trong đó từ M&E lớn nhất song tỷ trọng lợi nhuận từ mảng cho thuê văn phòng vẫn chiếm ưu thế



Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

Chi phí tài chính chiếm tỷ trọng khá lớn, chi phí nguyên vật liệu chịu ảnh hưởng của biến động tỷ giá



Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

### Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty

Năm 2008 là một năm tương đối khó khăn đối với REE. Mặc dù 3 hoạt động kinh doanh chính của Công ty là M&E, Reetech và kinh doanh bất động sản vẫn có sự tăng trưởng ổn định với mức DTT đạt 1,154.39 tỷ đồng, tăng 18.15% so với năm 2007, và lợi nhuận gộp tăng 10.84% so với năm 2007, song hoạt động đầu tư tài chính gặp nhiều bất lợi từ thị trường buộc REE phải trích lập dự phòng lớn. Điều này là nguyên nhân chính làm cho kết quả kinh doanh của Công ty trong năm này bị âm 153.8 tỷ đồng.

Kết thúc quý 3/2009, DTT trong quý 3/2009 đạt 286.7 tỷ đồng, giảm 12.9% so với quý 2/2009 và LNST giảm 58.48% so với quý 2/2009. Nguyên nhân chính dẫn đến doanh thu và lợi nhuận trong quý 3 của REE giảm do Công ty chưa thực hiện quyết toán công trình và do trong quý 2, REE đã thực hiện việc hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính đến 106 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng đầu năm, DTT thuần đạt 759.20 tỷ đồng, đạt 63.27% kế hoạch năm, và LNTT đạt 384.46 tỷ đồng, đạt 153.79% kế hoạch năm 2009.

Doanh thu từ hoạt động M&E chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu qua các năm, song lợi nhuận từ mảng kinh doanh BĐS lại chiếm ưu thế. Chính vì vậy, mặc dù không phải là mảng kinh doanh truyền thống song chúng tôi vẫn xếp REE vào ngành kinh doanh BĐS. So sánh với ngành này nhận thấy, mức độ hoạt động của REE tốt hơn trung bình ngành, cả doanh thu và lợi nhuận nhìn chung là đều cao hơn nhiều. Riêng trong năm 2008, như đã nói ở phần trên, doanh nghiệp trích dự phòng đầu tư tài chính quá lớn khiến lợi nhuận âm, trong khi trung bình ngành vẫn có sự tăng trưởng tốt so với năm 2007.

Theo số liệu báo cáo kết quả kinh doanh chưa hợp nhất được công bố mới đây từ công ty, tháng 11/2009, tổng doanh thu nhóm Công ty ước thực hiện 162.09 tỷ đồng, nâng tổng doanh thu lũy kế 11 tháng hơn 1,107.78 tỷ đồng. Tính riêng trong tháng 11, LNTT của REE ước đạt 11.63 tỷ đồng, lũy kế LNTT 11 tháng đầu năm 2009 đạt 482.85 tỷ đồng. Như vậy, với 11 tháng năm 2009, REE đã đạt 92.31% doanh thu và vượt 71.54% kế hoạch LNTT cả năm 2009.

### Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

Trên 60% nguyên vật liệu của REE hiện nay có nguồn gốc nhập khẩu, trong đó các nguyên liệu chính như thiết bị điều thông gió, thiết bị lạnh, điện... được nhập từ các thị trường có uy tín trên thế giới như Siemens (Đức), Hitachi, National (Nhật), Schneider (Pháp)... Do đó, chi phí hoạt động của REE cũng bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động tỷ giá.

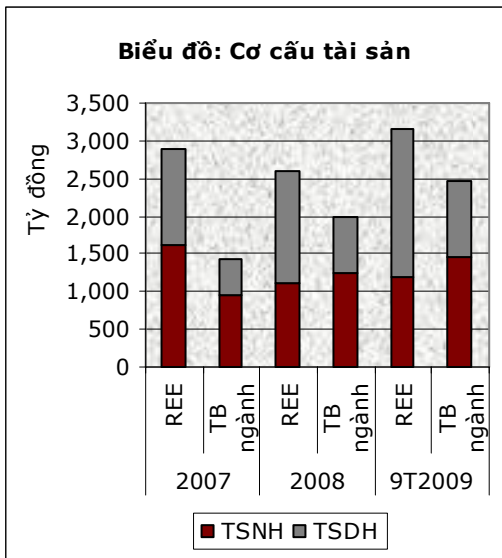
Tăng trưởng doanh thu thuần lớn hơn so với trung bình ngành nên tổng chi phí của REE cũng cao hơn là điều tất yếu. Giá vốn vẫn là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí của REE.

Đầu tư tài chính là một trong 4 lĩnh vực hoạt động chính của REE. Tổng vốn đầu tư của REE đến thời điểm 30/9/2009 lên đến hơn 1,681 tỷ đồng, trong đó lĩnh vực đầu tư lớn nhất vẫn là ngân hàng - tài chính, Điện Nước, Bất động sản và Xây dựng. Chính vì vậy, trong cơ cấu chi phí của REE, chi phí tài chính đóng góp một phần khá lớn. Đó là điểm khác biệt trong cơ cấu chi phí so với trung bình ngành. Đặc biệt trong năm 2008, việc trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư đã làm chi phí tài chính tăng đột biến trong năm này, chiếm tới 35.3% tổng chi phí. 9 tháng đầu năm 2009, REE dự phòng giảm giá các khoản đầu tư của mình 306 tỷ đồng, do đó, chi phí tài chính lũy kế 9 tháng âm.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

### Tình hình tài sản của doanh nghiệp

Quy mô tài sản lớn, cơ cấu tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn khá đồng đều và có xu hướng đầu tư nhiều hơn vào tài sản dài hạn trong những năm gần đây.



Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

REE được xếp vào một trong các doanh nghiệp có quy mô tổng tài sản lớn nhất trong ngành BĐS và có xu hướng ngày càng được mở rộng. Tổng tài sản của REE đến cuối quý 3/2009 tăng 21.1% so với đầu năm

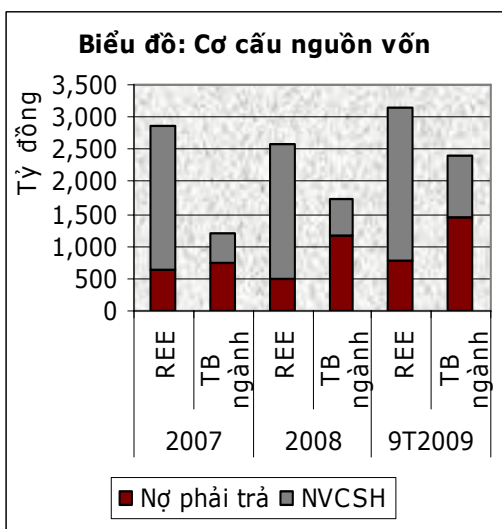
Có thể nhận thấy rằng cơ cấu tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn của REE khá đồng đều, xu hướng từ năm 2007 đến nay là giảm tỷ trọng tài sản ngắn hạn và đầu tư nhiều hơn vào tài sản dài hạn.

Xét cơ cấu tài sản ngắn hạn. Năm 2007, khi thị trường chứng khoán còn bùng nổ thì khoản đầu tư ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất (41.7%). Sang năm 2008, tình hình khó khăn buộc REE phải cơ cấu giảm danh mục đầu tư của mình, đồng thời khách hàng gặp khó khăn trong việc thanh toán nên khoản phải thu của REE ở mức cao (40.9%). 9 tháng đầu năm 2009, cùng với sự khởi sắc của thị trường chứng khoán, danh mục đầu tư ngắn hạn của REE đã có sự tăng trưởng trở lại. Tuy nhiên khoản phải thu vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất. Hàng tồn kho của REE chủ yếu là chi phí sản xuất kinh doanh dở dang từ các dự án.

Về tài sản dài hạn, khoản đầu tư tài chính dài hạn luôn chiếm tỷ trọng lớn qua các năm. REE đầu tư vào một số công ty liên doanh, liên kết, danh mục hiện tại lên tới 14 Công ty, chủ yếu về mảng hoạt động cơ điện lạnh, bất động sản, điện lực và quản lý quỹ. Tiếp đến là đầu tư vào bất động sản đầu tư và tài sản cố định. Cùng với sự tăng trưởng của tổng tài sản, các khoản mục trên cũng có xu hướng tăng lên.

### Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

REE ít huy động vốn từ nguồn nợ phải trả, tỷ trọng dưới 25% tổng nguồn vốn. Điều này đảm bảo cho REE về khả năng thanh toán cũng như khả năng tự chủ tài chính.



Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

Năm 2008, vốn chủ sở hữu của REE giảm 9.4 tỷ so với năm 2007, xuống còn 750.9 tỷ, nguyên nhân là do khoản lỗ từ các quỹ đầu tư lên tới 38.5 tỷ.

Khác với các doanh nghiệp trong ngành bất động sản, REE lựa chọn cho mình cơ cấu vốn chủ chiếm tỷ trọng lớn. Nợ phải trả chỉ chiếm dưới 25% tổng nguồn qua các năm. Tuy nhiên, ngoài hoạt động kinh doanh bất động sản, REE còn đầu tư vào nhiều mảng hoạt động khác nên có thể lý giải cho sự khác biệt này. Nhưng dù sao, điều này cho thấy được tiềm lực tài chính của REE rất mạnh.

REE có một khoản thặng dư vốn rất lớn, tới 1,315 tỷ đồng. Nguồn gốc của phần thặng dư này có được từ việc phát hành thêm 4.45 triệu cổ phần riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược trong và ngoài nước vào năm 2007. Do đó có thể hy vọng vào việc chia thưởng cho các cổ đông thời gian tới.

Năm 2008, khoản lỗ từ các quỹ đầu tư 38.5 tỷ đồng là nguyên nhân chính cho sự sụt giảm quy mô nguồn vốn so với năm 2007. Trong đó vốn chủ sở hữu giảm xuống 9.4 tỷ đồng. Việc hoàn nhập dự phòng trong 9 tháng đầu năm 2009 đã làm cho quy mô tổng tài sản của REE đến 30/9/2009 tăng lên, cao hơn cả năm 2007.

9 tháng đầu năm 2009, REE đã vay dài hạn gần 32 tỷ đồng từ NHTMCP Ngoại thương Việt Nam, chi nhánh Tp.HCM nhằm mục đích tài trợ cho việc xây dựng văn phòng cho thuê. So với năm 2007 và 2008, REE đã ít sử dụng đến nợ vay ngân hàng hơn, do đó mức độ tự chủ tài chính của REE cũng ở mức cao hơn.

## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số khả năng thanh toán

	REE			CII			SJS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Thanh toán hiện hành</b>	1.81	2.09	2.92	1.68	1.19	0.68	1.27	0.93	0.71
<b>Thanh toán nhanh</b>	1.58	1.83	2.64	1.66	1.19	0.67	1.22	0.84	0.63
<b>Thanh toán bằng tiền</b>	0.79	1.00	1.60	0.37	0.30	0.12	0.92	0.18	0.03

*Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp*

Khả năng thanh toán ngắn hạn của REE giảm dần theo thời gian. Nguyên nhân là do tốc độ tăng của nợ ngắn hạn cao hơn tốc độ tăng của tài sản ngắn hạn.

Hàng tồn kho không có nhiều thay đổi trong khi nợ ngắn hạn tăng lên khiến cho các hệ số thanh toán của Công ty giảm sút. Nhìn vào cơ cấu tài sản ngắn hạn của REE nhận thấy, hàng tồn kho chiếm tỷ trọng không lớn nên chênh lệch giữa khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán nhanh là không nhiều.

Tiền mặt ở mức thấp, có xu hướng giảm do đó khả năng thanh toán ngắn hạn bằng tiền của REE không cao. Nhìn chung vẫn cao hơn CII và SJS.

Nếu so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành nhận thấy, khả năng thanh toán của CII và SJS đều có xu hướng tăng lên. Nhìn chung là khả năng thanh toán của 3 doanh nghiệp này đều ở mức khá, nợ ngắn hạn được đảm bảo tốt bằng các tài sản có tính thanh khoản cao.

### Tỷ số năng lực hoạt động

	REE			CII			SJS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Kỳ thu tiền bình quân</b>	155.85	134.08	277.89	702.21	806.04	269.58	91.66	126.06	4,116.03
<b>Vòng quay HTK</b>	1.12	1.38	0.44	1.15	0.36	0.24	0.90	2.62	0.05
<b>Vòng quay TSCĐ</b>	3.10	4.47	2.71	0.03	0.02	0.06	0.15	0.14	0.00
<b>Vòng quay tổng tài sản</b>	0.09	0.11	0.05	0.01	0.01	0.02	0.08	0.09	0.00
<b>Vốn lưu động/DT</b>	1.85	2.00	5.88	4.26	1.96	(1.77)	1.02	(0.16)	(24.11)
<b>Nợ phải trả/DT</b>	2.66	2.14	3.78	43.47	54.52	32.03	6.13	3.41	120.06

*Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp*

Kỳ thu tiền bình quân của REE khá ổn định và ở mức thấp hơn so với CII và SJS cho thấy chính sách tín dụng thương mại của REE ổn định và thắt chặt hơn.

Trong quý 2/3009, việc ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng M&E, cho thuê văn phòng và bán sản phẩm Reetech đã nâng tổng doanh thu của Công ty lên tới 329 tỷ đồng, tăng 1.3 lần so với quý 1. Trong khi đó, hàng tồn kho, tài sản cố định và tổng tài sản tăng với tốc độ chậm hơn rất nhiều. Điều này đã làm cho các vòng quay hoạt động của REE trong quý 2 tốt hơn rất nhiều so với quý 1.

Sang quý 3, tổng doanh thu thuần giảm 12.88% so với quý 2, nguyên nhân chính là do REE chưa thực hiện quyết toán xong công trình. Vì vậy, năng lực hoạt động của REE sụt giảm. Nhưng nhìn chung vẫn tốt hơn quý 1.

## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số cơ cấu vốn

	REE			CII			SJS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Nợ phải trả/NVCSH</b>	0.32	0.30	0.25	2.31	2.88	1.79	0.92	0.45	0.44
<b>Nợ phải trả/TTS</b>	0.24	0.23	0.20	0.64	0.67	0.62	0.48	0.31	0.30

*Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp*

Nợ phải trả chỉ chiếm 24.14% trong cơ cấu nguồn vốn của REE (quý 3/2009) mặc dù đã có xu hướng tăng lên trong các năm và các quý gần đây. Với quy mô tài sản hơn 3,000 tỷ đồng, điều này cho thấy được tiềm lực tài chính của REE là rất mạnh.

Công ty sử dụng ít nợ vay, các khoản vay này chủ yếu được dùng để tài trợ cho các dự án xây dựng văn phòng cho thuê từ NHTMCP Ngoại Thương Việt Nam, chi nhánh Tp.HCM.

Theo chúng tôi, căn cứ vào khả năng sinh lời vốn chủ hiện tại, REE nên cân nhắc đến việc tăng sử dụng đòn cân nợ nhằm tạo ra hiệu quả sinh lời cao hơn nữa.

### Tỷ số khả năng sinh lời

	REE			CII			SJS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Lợi nhuận biên gộp</b>	41.85%	35.09%	61.61%	87.19%	99.48%	99.66%	82.85%	50.30%	68.92%
<b>LN biên trước thuế</b>	31.25%	65.57%	55.14%	188.05%	163.97%	113.49%	150.48%	49.34%	237.58%
<b>LN biên sau thuế</b>	24.82%	57.98%	54.00%	165.53%	145.34%	109.50%	124.31%	49.34%	237.58%
<b>ROA</b>	2.25%	6.18%	2.83%	2.43%	1.80%	2.11%	9.71%	4.48%	0.60%
<b>ROE</b>	3.00%	8.09%	3.57%	8.80%	7.67%	6.13%	18.64%	6.49%	0.86%

*Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp*

Hoạt động trong nhiều lĩnh vực nên với cơ cấu doanh thu không quá khác biệt nên kết quả kinh doanh của REE khá biến động. Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời của REE trong quý 2 có xu hướng tăng lên nhờ một phần hoàn nhập dự phòng, song sang quý 3 lại có xu hướng giảm xuống. Nếu so với CII và REE thì các chỉ tiêu này vẫn chưa thực sự hấp dẫn.

Các dự án văn phòng cho thuê hầu hết đã được đưa vào khai thác từ những năm trước nên lợi nhuận thu được từ hoạt động này không có sự tăng giảm đột biến. Hoạt động đầu tư tài chính chưa mang lại nhiều lợi nhuận do đó lợi nhuận biên trước thuế và lợi nhuận biên sau thuế của REE không được cao như CII và SJS.

Để thấy được các nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của REE, chúng ta sẽ xem xét đến các nhân tố trong phân tích Dupont sẽ được nói ở phần sau.



## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số giá trị thị trường

Giá ngày 22/12/2009  
ĐVT: '000 VND

	REE			CII			SJS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Giá trị sổ sách (cuối kỳ)</b>	29.25	29.08	26.73	22.16	17.41	20.21	35.65	29.28	28.12
<b>Trailing EPS Điều chỉnh</b>	4.35	3.60	0.44	4.91	4.08	4.08	3.78	5.06	3.20
<b>EPS điều chỉnh (Quý)</b>	0.87	2.36	0.96	1.95	1.34	1.25	6.64	1.91	0.24
<b>P/E điều chỉnh (trailing) (cuối kỳ)</b>	<b>9.19</b>			<b>11.10</b>			<b>19.69</b>		

Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

Xét về khối lượng cổ phiếu niêm yết trên hai sàn của 3 Công ty trên thì quy mô của SJS là lớn nhất, tiếp đến là REE và CII có số lượng cổ phiếu nhỏ nhất.

Giá trị sổ sách của REE đến thời điểm 30/09/2009 đã đạt 29,248 đ/CP, cao hơn so với CII song vẫn thấp hơn SJS.

Trailing EPS điều chỉnh đến quý 3/2009 của REE vẫn còn thấp hơn cả CII và SJS, một phần nguyên nhân do khoản lỗ của REE trong năm 2008. Song nhìn chung là vẫn ở mức khá cao so với mặt bằng chung của ngành kinh doanh BĐS.

Tính theo giá đóng cửa ngày 22/12/2009, P/E hiện tại của REE đang ở mức 9.19x, thấp hơn so với CII và SJS mặc dù EPS trailing 4 quý khá tương đương. Tuy nhiên, nếu so với các doanh nghiệp cùng lĩnh vực BĐS và so với mức trung bình ngành 17.43x thì mức P/E của REE hiện nay là khá hấp dẫn.

### Phân tích Dupont

	REE			CII			SJS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>ROE</b>	3.00%	8.09%	3.57%	8.80%	7.67%	6.13%	18.64%	6.49%	0.86%
<b>LNST biên</b>	24.82%	57.98%	54.00%	165.53%	145.34%	109.50%	124.31%	49.34%	237.58%
<b>Vòng quay TTS</b>	9.08%	10.66%	5.25%	1.47%	1.24%	1.93%	7.81%	9.08%	0.25%
<b>Đòn bẩy tài chính (TTS/NVCSH)</b>	133.17%	130.94%	126.19%	362.53%	427.12%	289.97%	191.97%	144.79%	143.56%

Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

Nhìn vào các nhân tố cấu thành ROE trong phân tích Dupont nhận thấy, tác động của đòn bẩy tài chính cũng như vòng quay tổng tài sản tới khả năng sinh lời vốn chủ sở hữu của REE và SJS là khá giống nhau. CII sử dụng đòn bẩy tài chính khá mạnh tay nhưng vòng quay tổng tài sản vẫn ở mức thấp.

Các hoạt động khác không mang lại nhiều doanh thu và lợi nhuận cho REE nên LNST biên chỉ ở mức 25% (quý 3). Trong khi đó, hoạt động đầu tư tài chính khá hiệu quả, mang lại lợi nhuận lớn cho CII và SJS đã làm cho chỉ tiêu LNST biên lớn hơn 1. Điều đó đã làm cho ROE của hai Công ty này ở mức hấp dẫn hơn nhiều so với REE.

## PHÂN TÍCH SWOT

### Điểm mạnh

Quỹ đất lớn, tiềm lực tài chính mạnh và kinh nghiệm lâu năm trong quản lý điều hành là những thế mạnh của REE so với các doanh nghiệp khác

- Tiềm lực tài chính mạnh (Vốn chủ sở hữu, thặng dư vốn cổ phần lớn), khả năng tự chủ tài chính tốt.
- Có bề dày kinh nghiệm trong quản lý chi phí và khả năng kiểm soát đầu vào tốt, năng lực trong việc thi công các công trình có hệ thống cơ điện đòi hỏi yêu cầu kỹ thuật cao và chất lượng tốt, có thể sánh ngang tầm vóc với các nhà thầu M&E nước ngoài.
- Thế mạnh trong lĩnh vực BĐS là REE có một quỹ đất khá lớn, được mua từ thời điểm giá vốn còn rẻ của những năm 90, đây cũng là phương tiện thế chấp đảm bảo để Công ty có thể dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn vay ngân hàng.
- Sản phẩm Reetech đa dạng về chủng loại, chất lượng tốt và hệ thống phân phối rộng rãi, dịch vụ hậu mãi, chăm sóc khách hàng tốt.

### Điểm yếu

Thị phần Reetech còn thấp, hoạt động M&E vẫn còn hạn chế về gói thầu.

- Sản phẩm Reetech dù đa dạng về chủng loại, chất lượng tốt song chưa có tên tuổi trên thị trường quốc tế, thương hiệu chưa được biết đến nhiều tại miền Bắc nên thị phần còn thấp.
- Mạng hoạt động M&E chuyên về gói thầu Chính phủ nên sẽ gặp phải cạnh tranh khi muốn mở rộng sang các gói thầu khác.

### Cơ hội

Nhu cầu xây dựng cơ bản và văn phòng cho thuê ngày càng cao, cơ hội mở rộng thị phần ra thế giới.

- Nhu cầu đầu tư xây dựng và văn phòng cho thuê dự báo vẫn còn rất lớn trong các năm tiếp theo mở ra cơ hội phát triển cho hầu hết các mảng hoạt động của REE.
- Việc xuất khẩu các lô hàng sản phẩm Reetech ra nước ngoài sẽ tạo cơ hội cho REE mở rộng thị phần ra thị trường thế giới.

### Thách thức

Sự cạnh tranh gay gắt của các thương hiệu lớn, thủ tục liên quan tới sở hữu đất đai, sự biến động của thị trường chứng khoán.. là những thách thức không nhỏ đối với REE.

- Hoạt động kinh doanh chịu sự điều chỉnh của nhiều văn bản pháp luật khác nhau, các văn bản còn thiếu sự nhất quán sẽ cản trở tới hiệu quả hoạt động của Công ty.
- Sự cạnh tranh gay gắt của các thương hiệu mạnh về sản phẩm máy điều hòa nhiệt độ trên thế giới cũng như sự cạnh tranh của các doanh nghiệp kinh doanh BĐS, nhất là ở phân khúc văn phòng cho thuê.
- Thủ tục đầu tư liên quan tới sở hữu đất đai, cấp phép đầu tư và xây dựng mất nhiều thời gian, chi phí đền bù giải tỏa mặt bằng tăng làm chậm tiến độ thi công các công trình xây dựng, đôi khi cũng ảnh hưởng đến cơ hội đầu tư trên thị trường.
- Sự giảm sút của thị trường chứng khoán trong thời gian gần đây cũng có ảnh hưởng không nhỏ tới kết quả kinh doanh của Công ty trong mảng đầu tư tài chính.

### Danh sách Công ty con của REE và tỷ lệ sở hữu tại 30/9/2009

Tên Công ty con	Tỷ lệ sở hữu (%)	Ngành nghề kinh doanh
CTCP Dịch vụ & Kỹ thuật Cơ điện lạnh R.E.E	99.99	Cơ điện lạnh
CTCP Vĩnh Thịnh	97.11	Điện máy
CT TNHH Quản lý & Khai thác Bất động sản R.E.E	100.00	Dịch vụ quản lý văn phòng
CTCP Điện máy R.E.E	99.99	Điện máy
CTCP Bất động sản R.E.E	90.00	Bất động sản
CTCP Quản lý Quỹ RNG	63.70	Quản lý quỹ

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu REE theo hai phương pháp cơ bản: Phương pháp chiết khấu luồng tiền DCF và phương pháp hệ số tương đối (P/E và P/B)

Khi lựa chọn mô hình thích hợp cho phương pháp chiết khấu luồng tiền, chúng tôi nhận thấy REE sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp và khá ổn định, ít thay đổi qua các năm nên việc ước lượng dòng tiền theo vốn chủ sở hữu là hoàn toàn có thể thực hiện được với độ chính xác tương đối. Do đó, chúng tôi đã tiến hành định giá cổ phiếu REE theo mô hình chiết khấu dòng tiền cho chủ sở hữu (FCFE) theo hai giai đoạn. Sau đây chúng tôi sẽ đưa ra hai kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp.

**Kịch bản 1:** Thể hiện lạc quan vào triển vọng phát triển nền kinh tế Việt Nam và khả năng Công ty có thể đạt được kết quả doanh thu và lợi nhuận tốt.

**Kịch bản 2:** Thể hiện sự đánh giá thận trọng hơn về khả năng phục hồi và phát triển của nền kinh tế và triển vọng tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của Công ty.

### Kịch bản lạc quan

#### Định giá theo phương pháp DCF

#### Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô trong tương lai:

- Nền kinh tế có sự hồi phục và tăng trưởng GDP với tốc độ khả quan từ 6% đến 7% trong giai đoạn 2009 - 2011. Không có dấu hiệu của lạm phát. Tỷ giá không có sự biến động mạnh.
- Thị trường BĐS trong nước ấm dần lên và có dấu hiệu khởi sắc trong năm 2010, có khả năng bùng nổ cuối năm cho đến tận đầu năm 2011.
- Gói kích cầu thứ hai phát huy được hiệu quả đối với nền kinh tế.
- Các giao dịch bất động sản trở nên chuyên nghiệp hơn, hợp pháp hóa hơn nhờ sự quản lý sát sao qua sàn giao dịch.
- Giá các nguyên liệu đầu vào ngành xây dựng như xi măng, sắt, thép... sẽ trở nên rẻ.
- Nguồn vốn FDI đầu tư vào Việt Nam mà đặc biệt là vào ngành BĐS sẽ tiếp tục tăng cao, tạo nguồn cho các doanh nghiệp BĐS.

Với các giả thiết trên, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu REE theo phương pháp FCFE 2 giai đoạn, trong đó giai đoạn đầu 5 năm tăng trưởng nhanh và từ giai đoạn từ năm 2014 trở đi hoạt động dần đi vào ổn định, tăng trưởng với tốc độ thấp hơn.

#### Bảng dự báo kết quả hoạt động kinh doanh trong 5 năm tới của REE

DVT: Triệu đồng

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Doanh thu thuần</b>	1,662,326	1,994,792	2,393,750	2,872,500	3,447,000
<b>Giá vốn hàng bán</b>	914,280	1,097,135	1,316,563	1,579,875	1,895,850
<b>Lợi nhuận gộp</b>	748,047	897,656	1,077,188	1,292,625	1,551,150
<b>LN thuần HĐSXKD</b>	540,256	648,307	777,969	933,563	1,120,275

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Doanh thu

Trong quý 3/2009, mảng cho thuê văn phòng mang lại 76.5 tỷ đồng doanh thu và 43.8 tỷ đồng LTTT, đóng góp 57.5% vào tổng LNTT từ hoạt động SXKD. Qua khảo sát, chúng tôi nhận thấy quỹ đất hiện tại của REE đã gần hết. Tuy nhiên, với định hướng phát triển mở rộng lĩnh vực bất động sản qua việc hợp tác với những đối tác có quỹ đất lớn, địa điểm thuận lợi, cộng với những hợp đồng cho thuê dài hạn đã được ký sẽ giúp cho REE hoạt động khá ổn định trong lĩnh vực này. Theo chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận từ mảng này sẽ tiếp tục ổn định trong quý 4/2009 và cho đến năm sau.

Các hoạt động khác như M&E, Reetech tiếp tục đạt được tốc độ tăng trưởng cao. REE hoàn toàn có thể đạt được doanh thu và lợi nhuận như kế hoạch đề ra.

Đầu tư tài chính thuận lợi, REE sẽ hoàn nhập thêm một phần khoản dự phòng đã trích trước đây.

Chúng tôi dự báo doanh thu trong năm 2009 sẽ ở mức 1,385 tỷ đồng và tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình cho giai đoạn này vào khoảng 20%.

### Giá vốn hàng bán

9 tháng đầu năm 2009, tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu ở mức 57.3%, thấp hơn so với năm 2008 và 2007. Nguồn nguyên liệu đầu vào của REE dù bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động tỷ giá song nguồn cung ổn định từ các đối tác có thương hiệu lớn cộng với công tác quản lý chi phí đầu vào tốt là những nhân tố quan trọng giúp REE tiếp tục cắt giảm giá vốn hàng bán trong tổng doanh thu. Chính vì vậy, trong giai đoạn này chúng tôi vẫn tin tưởng vào sự quản lý khoản chi phí này và dự báo tỷ lệ giá vốn/doanh thu thuần ở mức 55%.

### Thu nhập hoạt động tài chính

9 tháng đầu năm 2009, với sự hồi phục của thị trường chứng khoán, REE đã hoàn nhập dự phòng hơn 306 tỷ đồng cho danh mục đầu tư của mình. Với cái nhìn lạc quan vào triển vọng phát triển của thị trường chứng khoán, chúng tôi kỳ vọng các khoản đầu tư hiện tại của REE sẽ mang lại những khoản thu nhập nhất định trong tương lai từ danh mục cổ phiếu đầu tư của Công ty.

### Các khoản chi phí khác

Chúng tôi cũng tiến hành dự báo cho các khoản mục chi phí khác ngoài giá vốn, căn cứ vào tỷ trọng của mỗi loại chi phí trong tổng doanh thu thuần cũng như căn cứ vào đánh giá của chúng tôi về khả năng quản lý các khoản chi phí đó trong thời gian tới.

**Bảng dự báo dòng tiền qua các năm cho kịch bản lạc quan**

ĐV: triệu đồng	2009	2010	2011	2012	2013
<b>LNST</b>	343,790	412,548	495,057	594,069	712,883
<b>Khấu hao</b>	27,747	27,005	30,915	35,607	41,237
<b>Thay đổi VLĐR</b>	283,541	310,938	379,359	471,440	581,936
<b>Chi tiêu vốn</b>	9,674	11,082	13,299	15,958	19,150
<b>Thay đổi nợ vay</b>	142,184	153,230	183,877	220,652	264,782
<b>FCFE</b>	220,506	270,764	317,191	362,929	417,816

#### Theo kịch bản lạc quan

**Giá CP: 60,800 VND/CP**

Dựa trên tiềm lực và uy tín sẵn có của một doanh nghiệp đã có uy tín trên thị trường, chúng tôi tiến hành định giá Cổ phiếu REE theo mô hình FCFE, giả định tăng trưởng hai giai đoạn. Giai đoạn 1 tăng trưởng mạnh trong 5 năm liên tiếp, với tốc độ tăng trưởng trung bình là 13%. Giai đoạn sau đi vào phát triển ổn định hơn với tốc độ tăng trưởng trung bình là 8%. Tỷ lệ chiết khấu chung cho cả hai giai đoạn là 14%. Chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu về thời điểm cuối năm 2009, mỗi cổ phiếu REE có mức giá hợp lý là **60,800 VND**.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Kịch bản thận trọng

Kịch bản thận trọng được xây dựng với cái nhìn khá thận trọng về khả năng tăng trưởng của nền kinh tế cũng như triển vọng phát triển của ngành xây dựng cơ bản và kinh doanh bất động sản trong thời gian tới.

#### Các giả định cho kịch bản thận trọng:

- Nhu cầu xây dựng cơ bản và văn phòng cho thuê không có sự gia tăng đột biến, sự cạnh tranh trong các mảng hoạt động của REE ngày càng tăng cao.
- Thị trường chứng khoán giảm điểm, giá các cổ phiếu trong danh mục đầu tư của REE giảm sút, hoạt động tài chính không mang lại thu nhập đáng kể, thậm chí có thể phải trích lập thêm dự phòng.
- Lãi suất cơ bản sẽ tăng lên, lạm phát ở mức cao trên 2 con số. Nguồn vốn FDI đăng ký giảm sút.

Từ các giả thiết trên, chúng tôi đưa ra bảng dự báo dòng tiền cho Công ty trong 5 năm tiếp theo như sau:

ĐV: Triệu đồng	2010	2011	2012	2013	2014
<b>LNST</b>	338,060	398,911	470,715	555,443	655,423
<b>Khấu hao</b>	27,202	26,852	30,570	34,956	40,133
<b>Thay đổi VLĐR</b>	263,174	283,451	340,379	416,235	505,745
<b>Chi tiêu vốn</b>	8,674	9,808	11,573	13,656	16,114
<b>Thay đổi nợ vay</b>	94,414	135,609	160,019	188,822	222,810
<b>FCFE</b>	187,828	268,114	309,351	349,330	396,507

#### Theo kịch bản thận trọng:

**Giá CP: 59,700 VND/CP**

Năm 2010 và 2011 được dự báo sẽ có sự tăng trưởng đột biến về nguồn cung bất động sản, đặc biệt là văn phòng cho thuê và các sự án cho người có thu nhập thấp. Cộng với việc phía cầu không có sự gia tăng, nên giá cho thuê văn phòng của REE có thể sẽ giảm để có sức cạnh tranh.

Bên cạnh đó, sự sụt giảm của thị trường chứng khoán sẽ làm cho hoạt động đầu tư của REE không mang lại nhiều lợi nhuận.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng trung bình trong giai đoạn này của REE ở mức 11%, và tốc độ tăng trưởng cho giai đoạn tiếp theo là 7%

Lãi suất chiết khấu giảm xuống còn 13%.

Tổng hợp giá cổ phiếu REE cho kịch bản thận trọng là **59,700 VND/CP**.

#### Kết luận:

**Giá cổ phiếu REE theo phương pháp DCF theo mô hình hai giai đoạn cho hai kịch bản lạc quan và thận trọng tuy nhiên nếu xem xét những yếu tố tốt hỗ trợ tại thời điểm hiện tại chúng tôi cho xác suất cho hai kịch bản là 60:40 thì giá mỗi cổ phiếu REE theo DCF là xấp xỉ 60,400 VND.**

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Định giá theo phương pháp P/E và P/B

#### Theo phương pháp P/E

**Giá CP: 50,900 VND**

#### Phương pháp P/E

Cuối năm 2008, chương trình cổ phiếu thưởng nhân viên ESOP kết thúc, Công ty không có thông tin về việc phát hành cổ phiếu. Do đó số lượng cổ phiếu lưu hành đến cuối năm không thay đổi. Dựa trên những thông tin về tình hình hoạt động của REE qua các năm cũng như tiến độ các hợp đồng, dự án mà REE đang thực hiện, chúng tôi dự phóng EPS đến cuối năm 2009 cho REE ở mức 4,242 đ/CP. P/E kỳ vọng vào khoảng 12.x, thấp hơn so với trung bình ngành. Giá mỗi cổ phiếu REE theo phương pháp P/E là **50,900 VND**.

**Bảng: Thống kê chỉ tiêu của công ty và các công ty cùng ngành**

ĐVGT: VND	REE	STL	SJS	NTL	LCG	TDH	SC5	HAG	HDC
Giá hiện tại (22/12/2009)	40,000	49,300	75,500	123,000	69,000	56,500	49,000	69,000	52,500
KLCPLH hiện tại (triệu CP)	81.04	10.00	100.00	16.32	25.00	25.25	10.32	269.95	10.80
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	3,242	493	7,550	2,007	1,725	1,427	506	18,627	567
Trailing EPS Điều chỉnh	4,353	3,912	3,782	22,100	8,604	12,747	3,123	3,334	4,693
EPS điều chỉnh (Quý)	873	1,237	6,644	10,830	2,832	4,927	851	1,787	2,332
P/E điều chỉnh (trailing)	<b>9.19</b>	<b>12.60</b>	<b>19.96</b>	<b>5.57</b>	<b>8.02</b>	<b>4.43</b>	<b>15.69</b>	<b>20.70</b>	<b>11.19</b>
P/E điều chỉnh TB ngành	<b>17.43</b>								

Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

#### Phương pháp P/B

#### Theo phương pháp P/B

**Giá CP: 48,600 VND**

Giá trị sổ sách của REE tại 30/9/2009 là 29,249 VND. Theo dự phóng của chúng tôi, Book value đến hết năm sẽ có nhiều thay đổi từ nguồn lợi nhuận giữ lại đáng kể trong năm, vào khoảng 32,399 VND/CP. P/B kỳ vọng ở mức 1.5x lần. Giá mỗi cổ phiếu REE theo phương pháp P/B sẽ là **48,600 VND**.

ĐVGT: VND	REE	STL	SJS	NTL	LCG	TDH	SC5	HAG	HDC
Giá hiện tại (22/12/2009)	40,000	49,300	75,500	123,000	69,000	56,500	49,000	69,000	52,500
BVPS	29,249	15,096	35,649	21,070	31,922	48,439	19,518	25,280	22,129
P/B	<b>1.37</b>	<b>3.27</b>	<b>2.12</b>	<b>5.84</b>	<b>2.16</b>	<b>1.17</b>	<b>2.51</b>	<b>2.73</b>	<b>2.37</b>
P/B trung bình ngành	<b>2.69</b>								

Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

*Bảng thống kê số liệu trên chỉ mang tính chất tham khảo thêm với các công ty cùng ngành, không phải là dữ liệu hoàn chỉnh để tính trung bình ngành*

#### Khuyến nghị của TVSI

Cổ phần hóa từ Doanh nghiệp Nhà nước nhưng hiện tại, hoạt động của REE ít bị chi phối bởi các Cơ quan Nhà nước. Quy mô tài sản lớn, trong đó hơn 70% được đầu tư từ nguồn vốn chủ sở hữu cho thấy tiềm lực tài chính của REE là rất lớn. Các tỷ số về năng lực hoạt động, khả năng sinh lời nhìn chung là khá tốt.

Mảng hoạt động truyền thống M&E chiếm 20 - 30% thị phần cả nước và đang đứng trước các cơ hội phát triển lớn từ nhu cầu xây dựng cơ bản tăng.

Sản xuất và kinh doanh sản phẩm Reetech gặp nhiều cạnh tranh từ các thương hiệu lớn trên thế giới nên thị phần trên toàn quốc mới chỉ dừng lại ở hơn 6%, chủ yếu ở địa bàn Tp.HCM. Tuy nhiên cơ hội mở rộng thị phần đang ở phía trước khi các sản phẩm này đã được xuất ngoại từ quý IV/2008.

Quý đất lớn hơn 4.2 ha song đã sử dụng gần hết sẽ khó mang lại lợi nhuận đột biến cho REE trong thời gian tới nếu không có chiến lược đầu tư mới.

#### Nhận định giá cổ phiếu

**Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu REE theo hai phương pháp DCF và phương pháp hệ số tương đối. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn. Phương pháp P/E có thể cho thấy sự kỳ vọng vào giá cổ phiếu trong tương lai là khá lớn, bên cạnh đó phương pháp P/B cũng không thực sự chính xác khi vốn chủ sở hữu của công ty nhỏ.**

**Dựa trên những phân tích trên chúng tôi lấy xác suất cho các phương pháp DCF, P/E và P/B lần lượt là 50:30:20. Tổng hợp lại giá cổ phiếu REE vào thời điểm hiện tại là khoảng 49,300 VND.**



## Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

### Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

### Chuyên viên phân tích:

Đào Thị Thu Huyền

Email: [huyendtt@tvs.com.vn](mailto:huyendtt@tvs.com.vn)

## Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

- Báo cáo thường xuyên**
    - Thông tin cập nhật website hàng ngày
    - Morning Briefing
    - Thống kê giao dịch cuối ngày
    - Thống kê giao dịch tuần
    - Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
    - Lịch sự kiện theo tháng
  - Báo cáo phân tích**
    - Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
    - Báo cáo phân tích ngành
    - Báo cáo phân tích công ty
  - Báo cáo thông kê**
    - EPS Flash Report
    - Investment Tool
    - Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất
  - Hội thảo**
    - Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ
- Sản phẩm giao dịch trực tuyến:**
- I-trade Home
  - I-trade Pro

## Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

## Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

## Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

## Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

## Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

## Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283