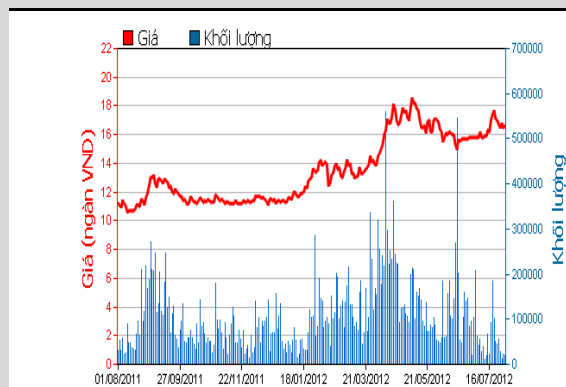


MCK: REE (HSX)**CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH****CÔNG NGHIỆP - BẤT ĐỘNG SẢN****MUA TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ 20.000****Chuyên viên: Võ Thu Thủy****Email: thuy.vt@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (31/07/2012)	16.600
Giá cao nhất (52 tuần)	18.600
Giá thấp nhất (52 tuần)	9.400
Số CP đang lưu hành	244.642.052
KLGDBQ (10 phiên gần nhất)	526.245
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4.061
P/E 2011 (x)	6,7
Forward P/E 2012 (x)	6,9
P/BV (31/03/2012)	1,0

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2011	6T/12*	2012P	2011F
DT	1.810,4	114,8	2.284,0	2.150,5
LNTT	631,8	138,3	730,0	778,7
LNST	519,7	114,4	592,0	584,0
VĐL	2.446,4	2.446,4		2.446,4
TTS	5.297,3	4.200,0		4.056,1
VCSH	3.866,4	3.809,5		5.695,8
ROA	9,8%			10,3%
ROE	13,4%			14,4%
EPS (VND)	2.464			2.387
GTSS (VND)	15.804			16.580
Cổ tức	16%			16%

*Công ty mẹ

Nguồn: REE, RONGVIET SECURITIES ước tính

Đây là bản cập nhật báo cáo phân tích REE phát hành ngày 16/03/2011 của VDSC. Ở báo cáo này, căn cứ vào tình hình kinh doanh năm 2011 cũng như những kết quả kinh doanh mới nhất của Công ty trong 6 tháng đầu năm 2012, chúng tôi nâng mức giá định giá của REE lên mức 20.000 đồng/cp, tăng 12% so với giá tại báo cáo ngày 16/03/2011. Việc nâng giá định giá được dựa trên các luận điểm như sau:

Kết quả kinh doanh năm 2011 khả quan hơn dự báo, LNST cao hơn 29% so với kỳ vọng của chúng tôi. Cụ thể, REE đạt được mức doanh thu thuần là 1.807 tỷ đồng và LNST là 515 tỷ đồng. So với năm 2010, LNST của REE đã tăng 49%, và so với kế hoạch thì LNST thực hiện cao hơn 14%. Kết quả kinh doanh khả quan trên của REE là kết quả của việc phần lớn các mảng kinh doanh của Công ty (trừ Reetech) trong năm nay đều tăng trưởng hơn năm ngoái, đồng thời tỉ suất LNG cũng được cải thiện từ 30% lên 33%. Đặc biệt sự tăng mạnh của khoản mục cổ tức được chia và lãi thanh lý một số khoản đầu tư đã khiến cho lợi nhuận tài chính của Công ty năm nay cao hơn gấp hai lần năm 2010.

Hoạt động M&E được dự báo tăng trưởng tốt trong năm 2012. Mảng M&E trong năm qua có tổng giá trị hợp đồng ký mới cao nhất từ trước đến nay (đạt 1.522 tỷ đồng, tăng 140% so với năm 2010). Năm 2012, Công ty dự kiến mức tăng trưởng ~29% cho hoạt động M&E, tương ứng với 1.100 tỷ đồng doanh thu và 80 tỷ đồng LNST. Chúng tôi cho rằng khả năng đạt được mức kế hoạch trên là khả thi dựa trên cơ sở: (1) Giá trị hợp đồng gởi đầu từ năm 2011 chuyển qua năm 2012 hiện ít nhất khoảng 1.400 tỷ; (2) Năng lực thực hiện tối đa của REE cho mảng hoạt động này dao động từ 1.000 đến 1.500 tỷ doanh thu/năm; (3) Các dự án M&E mà REE đang thực hiện không gặp trục trặc về vấn đề tiến độ.

Hoạt động cho thuê văn phòng vẫn duy trì nguồn thu ổn định bất chấp sự sụt giảm chung của thị trường bất động sản, đặc biệt ở phân khúc này. Việc đưa cao ốc Đoàn Văn Bơ vào khai thác năm 2011 đã nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê của REE tại TPHCM lên mức 110.066 m² và đưa Doanh thu và LNST của mảng này năm 2011 lần lượt đạt 368 tỷ đồng và 178 tỷ đồng, tăng 8,5% so với năm 2010. Về cơ bản trong năm vừa qua các tòa văn phòng cho thuê của REE vẫn duy trì được tỉ lệ lấp đầy ở mức 95%-98% với giá cho thuê dao động từ 16-17USD/m²/tháng tương tự như năm 2010. Riêng cao ốc REE Đoàn Văn Bơ hiện đã lấp đầy được 85% với mức giá cho thuê khoảng 20 USD/m².

6 tháng đầu năm 2012, Công ty mẹ của REE hoàn thành 64% kế hoạch lợi nhuận ròng. Cụ thể, kết quả kinh doanh của Công ty mẹ đạt 227 tỷ đồng doanh thu và 380 tỷ đồng LNST. Kết quả kinh doanh ngoạn mục trong 6 tháng đầu năm là do trong quý 1 vừa qua REE đã ghi nhận phần lợi nhuận của khoản chuyển nhượng cổ phiếu STB. Trong quý 1/2012 REE đã thoái vốn thành công 42,139 triệu cổ phiếu STB, và thu về khoản lãi ước tính ~279 tỷ đồng.

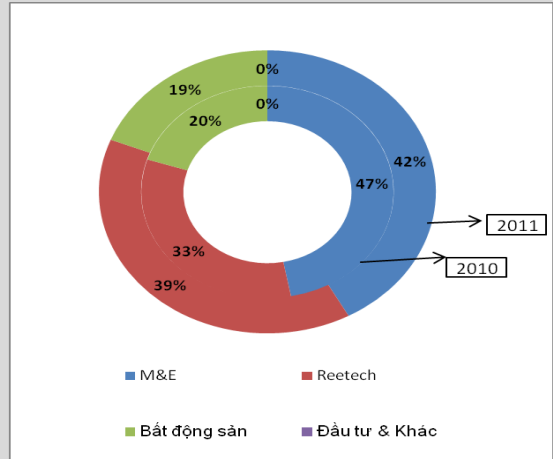
Lợi nhuận ròng năm 2012 được kỳ vọng tăng 12,30% so với năm 2011. Dựa vào những phân tích của chúng tôi, ước tính năm 2012 REE sẽ đạt được mức doanh thu thuần là 2.150 tỷ đồng và LNST là 584 tỷ đồng, lần lượt tăng 18,78% và 12,30% so với năm 2011. Mức EPS dự phóng tương ứng là 2.387 đồng/CP tính trên số lượng cổ phiếu 244.643.400 CP.

Rủi ro:

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.

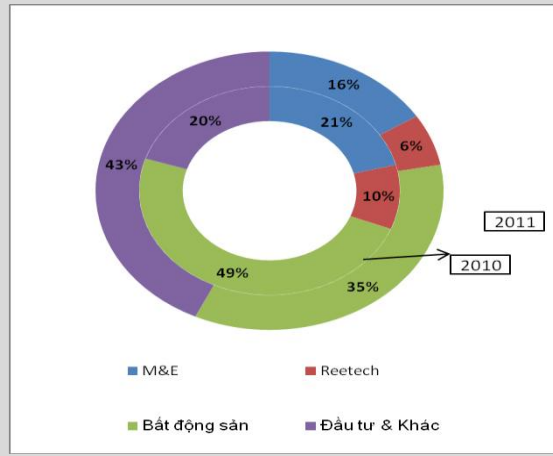
Rủi ro đầu tư tài chính. Gần 37% tài sản của REE dưới hình thức đầu tư góp vốn mua cổ phần. Lãi đầu tư tài chính góp phần không nhỏ trong cơ cấu lợi nhuận ròng. Vì vậy, sự sụt giảm thị trường chứng khoán sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kế hoạch lợi nhuận của Công ty.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu của REE 2010-2011



Nguồn: REE

Biểu đồ 2: Cơ cấu LNST của REE 2010-2011



Nguồn: REE

Bảng 1: Một số hợp đồng M&E đang thực hiện

Dự án	Giá trị hợp đồng (triệu đồng)	Thời gian hoàn thành dự kiến
M&C Tower	710	01/03/2012
Vietcombank Tower	319	01/07/2014
Thảo Điền Pearl	231	01/08/2013
Lim Tower	46	01/11/2012

Nguồn: RONGVIET SECURITIES tổng hợp

I. PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG

Năm 2011, REE đạt được mức doanh thu thuần là 1.807 tỷ đồng và LNST là 515 tỷ đồng. Trong đó, đóng góp nhiều nhất vào LNST của REE trong năm qua là mảng đầu tư tài chính (~216 tỷ đồng), tiếp theo là hoạt động cho thuê văn phòng (~178 tỷ), M&E (~80 tỷ) và Reetech (~32 tỷ). Nhìn chung, cơ cấu đóng góp vào doanh thu và LNG của các mảng hoạt động không có nhiều thay đổi so với năm 2010.

So với năm 2010, LNST của REE đã tăng 49%, và so với kế hoạch thì LNST thực hiện cao hơn 14%. Kết quả kinh doanh khả quan trên của REE là kết quả của việc phần lớn các mảng kinh doanh của Công ty (trừ Reetech) trong năm nay đều tăng trưởng hơn năm ngoài, đồng thời tỉ suất LNG cũng được cải thiện từ 30% lên 33%. Cụ thể, mảng M&E trong năm qua có tổng giá trị hợp đồng ký mới cao nhất từ trước đến nay (đạt 1.522 tỷ đồng, tăng 140% so với năm 2010); trong khi đó hoạt động cho thuê văn phòng trong năm 2011 cũng đóng góp nhiều hơn vào doanh thu và lợi nhuận do có thêm nguồn thu từ cao ốc REE Tower Đoàn Văn Bơ. Đặc biệt sự tăng mạnh của khoản mục cổ tức được chia và lãi thanh lý một số khoản đầu tư đã khiến cho lợi nhuận tài chính của Công ty năm nay cao hơn gấp hai lần năm 2010. Đối với mảng Reetech, hoạt động kinh doanh năm nay có kém hơn năm ngoài do nhu cầu về máy điều hòa không khí trong năm 2011 sụt giảm dưới ảnh hưởng của lạm phát tăng cao.

Như vậy, so với báo cáo phân tích phát hành ngày 16/03/2011, kết quả kinh doanh năm 2011 của REE rõ ràng có sự tăng trưởng khả quan hơn dự báo của chúng tôi. Tuy mức doanh thu thấp hơn 11% nhưng LNST lại cao hơn 29% so với mức kỳ vọng của chúng tôi.

6T2012, REE công bố kết quả kinh doanh của Công ty mẹ với 227 tỷ đồng doanh thu và 380 tỷ đồng LNST, hoàn thành 64% kế hoạch lợi nhuận ròng của năm.

Kết quả kinh doanh ngoại mục trong 6 tháng đầu năm là do trong quý 1 vừa qua REE đã ghi nhận phần lợi nhuận của khoản chuyển nhượng cổ phiếu STB. Cụ thể, trong quý 1/2012 REE đã thoái vốn thành công 42,139 triệu cổ phiếu STB, và thu về khoản lãi ước tính ~279 tỷ đồng.

Năm 2012, REE đặt kế hoạch doanh thu 2.284 tỷ đồng và LNST 592 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 26% và 15% so với năm 2011. Theo đánh giá của chúng tôi, khả năng năm nay kết quả kinh doanh của REE sẽ tăng trưởng hơn so với năm 2011 nhưng ở mức khiêm tốn hơn một chút so với kế hoạch đề ra của Công ty.

Doanh thu và lợi nhuận gộp

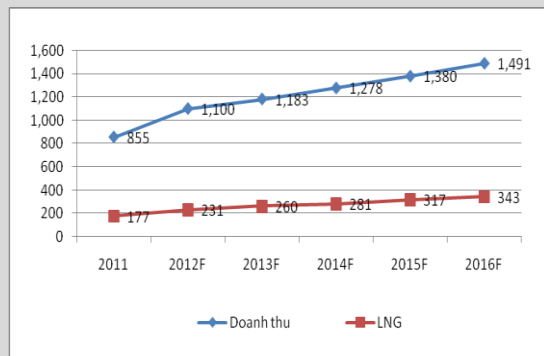
M&E – lắp đặt hệ thống cơ điện lạnh công trình

Năm 2011, hoạt động M&E có sự tăng trưởng mạnh khi tổng giá trị hợp đồng ký mới đạt 1.522 tỷ đồng, tăng 140% so với năm 2010 và là cao nhất từ trước đến nay. Doanh thu và LNST năm 2011 được ghi nhận ở mức 855 tỷ đồng và 80 tỷ đồng, tăng lần lượt 12,6% và 6,6% so với năm 2010. Phần lớn doanh thu ghi nhận trong năm dựa trên giá trị dự án năm 2010 chuyển sang năm 2011.

Qua phân tích cho thấy tỷ suất lợi nhuận trước thuế của mảng hoạt động này vẫn được duy trì ở mức 12%, và khó có thể được cải thiện trong trung hạn do sự cạnh tranh gay gắt với các nhà thầu nước ngoài như Kumho hay Hyundai.

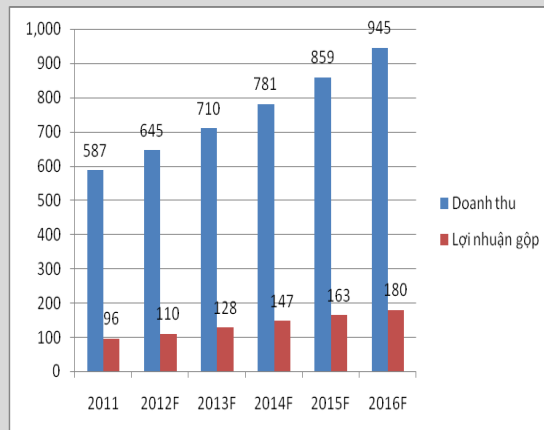
Năm 2012, Công ty dự kiến mức tăng trưởng ~29% cho hoạt động M&E, tương ứng với 1.100 tỷ đồng doanh thu và 80 tỷ đồng LNST. Chúng tôi cho rằng khả năng đạt được mức kế hoạch trên là khả thi dựa trên cơ sở: (1) Giá trị hợp đồng gởi đầu từ năm 2011 chuyển qua năm 2012 hiện ít nhất khoảng 1.400 tỷ; (2) Năng

Biểu đồ 3: Doanh thu và LNG dự phóng của mảng M&E giai đoạn 2012-2016



Nguồn: RONGVIET SECURITIES ước tính

Biểu đồ 4: Doanh thu và LNG dự phóng của mảng Reetech giai đoạn 2012-2016



Nguồn: RONGVIET SECURITIES ước tính

lực thực hiện tối đa của REE cho mảng hoạt động này dao động từ 1.000 đến 1.500 tỷ doanh thu/năm; (3) Các dự án M&E mà REE đang thực hiện không gặp trục trặc về vấn đề tiến độ.

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. Về dài hạn, với tốc độ phát triển của nền kinh tế chúng tôi đánh giá nhu cầu về xây dựng dân dụng và công nghiệp vẫn gia tăng, do đó mảng M&E của REE vẫn sẽ có sự tăng trưởng mặc dù tốc độ sẽ chậm hơn do hạn chế về năng lực thực hiện. Vì thế, để có thể duy trì đà tăng trưởng trong lĩnh vực này bên cạnh việc nỗ lực tìm kiếm các hợp đồng mới REE cũng cần xây dựng chiến lược nâng cao năng lực thực hiện, đặc biệt là đội ngũ nhân sự.

Doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng M&E được dự phóng như trong biểu đồ 3.

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

Trong năm 2011, hoạt động kinh doanh ở mảng này kém hiệu quả hơn khi doanh thu và LNST đều sụt giảm so với năm 2010 lần lượt là 17,3% và 11,1%. Số lượng máy điều hòa tiêu thụ trong năm là 47.026 bộ, giảm 12,4% so với mức 53.712 bộ của năm 2010. Phía REE cho biết nguyên nhân mảng hoạt động Reetech của REE năm nay kém hơn năm ngoái là do (1) thời tiết năm 2011 mát mẻ, (2) thị trường bất động sản kém sôi động, và (3) thu nhập bình quân của người dân trong năm nay giảm do ảnh hưởng của lạm phát và lãi suất cao.

Năm 2012, REE đặt mục tiêu kinh doanh cho mảng hoạt động này đạt 750 tỷ đồng doanh thu và 45 tỷ đồng LNST. Cơ sở của việc tăng trưởng được Công ty dựa vào việc đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm và cải thiện tỷ suất sinh lời. Tuy nhiên, qua nghiên cứu của chúng tôi, nhu cầu tiêu thụ hàng điện tử và tiêu dùng trong năm nay là không khả quan, vì thế chúng tôi chỉ dự phóng mức doanh thu là 645 tỷ đồng và 110 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho lĩnh vực này.

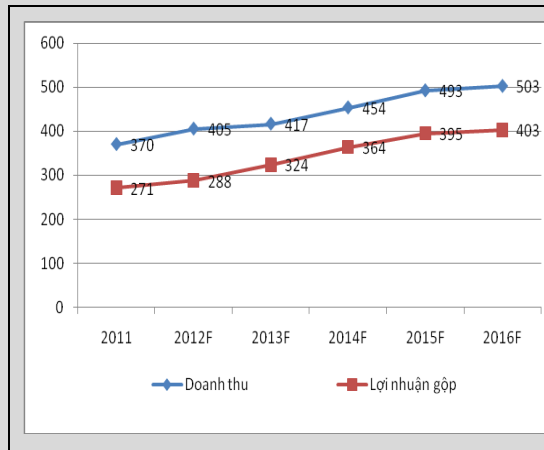
Về dài hạn, hiện REE đang nắm khoảng 8%-9% thị phần máy điều hòa và thiết bị điện tử cả nước. 70% các sản phẩm của REE phục vụ trong lĩnh vực công nghiệp; 30% còn lại là được sử dụng ở lĩnh vực dân dụng. Theo đánh giá của chúng tôi, tuy sự cạnh tranh với các thương hiệu nổi tiếng như Panasonic, Sanyo... là rất mạnh mẽ nhưng tiềm năng tăng trưởng ở mảng hoạt động này vẫn còn lớn. Theo xu thế, nhu cầu sử dụng máy điều hòa và các thiết bị điện tử trong gia đình ngày càng trở nên thiết yếu đi kèm với tốc độ phát triển của nền kinh tế và sự gia tăng số hộ gia đình.

Doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng Reetech được dự phóng như trong biểu đồ 4.

Bất động sản - Hoạt động cho thuê văn phòng

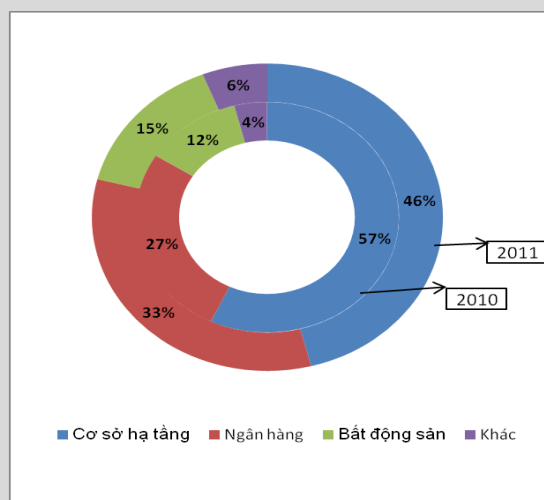
Việc đưa cao ốc Đoàn Văn Bơ vào khai thác năm 2011 đã nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê của REE tại TPHCM lên mức 110.066 m² và đưa Doanh thu và LNST của mảng này năm 2011 lần lượt đạt 368 tỷ đồng và 178 tỷ đồng, tăng 8,5% so với năm 2010. Về cơ bản trong năm vừa qua các tòa văn phòng cho thuê của REE vẫn duy trì được tỉ lệ lấp đầy ở mức 95%-98% với giá cho thuê dao động từ 16-17USD/m²/tháng tương tự như năm 2010.

Biểu đồ 5: Doanh thu và LNG dự phóng của mảng Bất động sản giai đoạn 2012-2016



Nguồn: RONGVIET SECURITIES ước tính

Biểu đồ 6: Cơ cấu danh mục đầu tư của REE 2010-2011



Nguồn: REE BCTN 2011

Bảng 2: Tình hình hoạt động của các văn phòng cho thuê của REE

Tòa nhà văn phòng cho thuê	Diện tích cho thuê (m ²)	Giá (USD)	Tỉ lệ lấp đầy
Etown 1 Cộng Hoà Q.TB	29.000	16	98%
Etown 2	27.000	16	98%
Etown 3	15.310	16	95%
Etown 4	10.200	16	95%
IDC 163 Hai Bà Trưng Building Q.3	2.004	17	95%
Maison Building 180 Pasteur Q.1	1.353	17	95%
Reecorp 366 Nguyễn Trãi Q.5	3.120	16	95%
Ree office building 61 Ba Hom	1.912	16	95%
Ree Tower Đoàn Văn Bơ Q.4	20.167	20	85%
Tổng	110.066		

Nguồn: RONGVIET SECURITIES ước tính

Tính đến hết quý 2 năm 2012, doanh thu từ hoạt động cho thuê văn phòng của REE là khoảng 108 tỷ đồng. Công ty dự kiến sẽ đẩy doanh thu mảng này lên 368 tỷ đồng và LNST dự kiến là 178 tỷ đồng trong năm nay. Qua tính toán của chúng tôi, nếu Công ty duy trì được tỉ lệ lấp đầy hiện tại ở 9 tòa văn phòng cho thuê (như mô tả trong Bảng 2) cũng như việc tỉ giá được giữ ổn định ở mức 20.800 đồng/USD thì REE có thể lạc quan với mức dự kiến doanh thu lợi nhuận như trên.

Doanh thu và lợi nhuận gộp ước tính của chúng tôi cho mảng hoạt động này được mô tả theo Biểu đồ 5.

Như vậy, tổng doanh thu và lợi nhuận gộp ước tính của REE trong năm 2012 theo phân tích của chúng tôi sẽ ở mức 2.150 tỷ đồng, và 656 tỷ đồng, lần lượt tăng 19% và 21% so với năm trước. Tỉ suất lợi nhuận gộp được cải thiện nhẹ từ mức 29,88% lên 30,50%.

Chi phí hoạt động

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của năm 2011 là 8,6% trên tổng doanh thu. Chúng tôi ước tính chi phí hoạt động trong năm nay sẽ ở mức 9%, và có sự tăng nhẹ trong các năm sau.

Bảng 3: Dự phóng chi phí hoạt động của REE giai đoạn 2012-2016

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
CPBH	57	65	69	75	82	88
CPQL	99	129	139	158	181	204
CPHD/DT	8,6%	9,0%	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%

Nguồn: RONGVIET SECURITIES ước tính

Doanh thu và chi phí tài chính

Đầu tư tài chính

Tổng giá trị đầu tư tài chính tính đến cuối tháng 3 năm 2012 đạt 2.367 tỷ đồng, chiếm ~43,8% tổng tài sản; trong đó, chủ yếu vẫn là các khoản đầu tư dài hạn vào các công ty liên kết và công ty đồng kiểm soát.

Cơ cấu danh mục đầu tư của REE trong 2 năm 2010 và 2011 được mô tả theo Biểu đồ 6. Trong thời gian tới, định hướng của REE đối với hoạt động này là (1) chú trọng vào 2 lĩnh vực là Điện và Nước; (2) chuyển sang dạng liên doanh, liên kết

bằng việc thanh lý tất cả các khoản đầu tư mà công ty sở hữu dưới 20%.

Bảng 4: Danh mục đầu tư tài chính của REE (tính đến 31/03/2012)

		Hoạt động kinh doanh		Giá trị đầu tư	Giá ngày 31/07/12	Giá trị thị trường	Chênh lệch
Đầu tư ngắn hạn			Giá	SL	397		
ACB		Ngân hàng	57.895	5.322.141	308	25.700	137 (171)
Khác					283		283 0
Tiền gửi có kỳ hạn trên 3 tháng					72		72 0
Dự phòng					(266)		(266) 0
Đầu tư dài hạn			Giá	SL	1.970		0
BOO Nước Thủ Đức	42,10	Nước	182.422	2.105.000	384		384 0
Đầu tư hạ tầng và BĐS Việt Nam	46,37	BDS			131		131 0
Địa ốc Sài Gòn	22,78	BDS			45		45 0
CT Cơ Điện Đoàn Nhất	35,00	Cơ điện			12		12 0
CT Cơ Điện Chất lượng	35,00	Cơ điện			1		1 0
CT Cơ Điện Minh Thành	35,00	Cơ điện			1		1 0
CT Cơ Điện Hợp Phát	35,00	Cơ điện			2		2 0
Thủy điện Thác Bà (TBC-HSX)	23,97	Điện	14.979	15.220.950	228	11.700	178 (50)
Thủy điện Thác Mơ (TMP-HSX)	35,48	Điện	12.240	24.836.000	304	10.800	268 (36)
Nhiệt điện Ninh Bình (NBP-HNX)	28,04	Điện	17.740	3.607.486	64	14.900	54 (10)
Đầu tư & Kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	30,00	Nước	10.555	1.800.000	19		19 0
LD 41B Lý Thái Tổ - HN	40,00	BDS			0		0 0
Khác					854		854 0
Nhiệt điện Quảng Ninh		Điện	11.191	42.085.353	471		471 0
Sonadezi Châu Đức		KCN	17.584	10.463.500	184		184 0
Khác					200		200 0
Dự phòng					(74)		(74) 0
Tổng					2.367	2.100	(267)

Nguồn: REE, RONGVIET SECURITIES ước tính

Bảng 5: Một số chỉ tiêu tài chính của CTCP Thủy điện Thác Bà

	TBC	
Chỉ tiêu	2010	2011
Tỉ lệ khấu hao TSCĐ	63,02%	58,87%
Tổng nợ/TTS	9,79%	4,79%
Nợ vay/TTS	3,18%	2,12%
Cổ tức	6,00%	9,50%

Nguồn: BCTC TBC

Bảng 6: Một số chỉ tiêu tài chính của CTCP Thủy điện Thác Mơ

	TMP	
Chỉ tiêu	2010	2011
Tỉ lệ khấu hao TSCĐ	53,57%	60,07%
Tổng nợ/TTS	40,85%	38,71%
Nợ vay/TTS	37,33%	31,39%
Cổ tức	12,00%	8,00%

Tính đến cuối quý 1/2012, giá trị đánh giá lại của các khoản đầu tư tài chính của REE là 2.100 tỷ đồng. Trong đó, các khoản đầu tư lớn tập trung ở ngành Điện như Thủy điện Thác Bà (chiếm 9,6% tổng vốn đầu tư tài chính), Thác Mơ (12,8%), Nhiệt điện Ninh Bình (2,7%) và khoản đầu tư vào BOO Nước Thủ Đức (16,2%).

Chúng tôi đánh giá các khoản đầu tư vào ngành điện của REE là rất có tiềm năng vì các lý do sau¹:

Thứ nhất, ngành điện là một ngành rất có tiềm năng do sản lượng điện sản xuất hiện nay chưa đủ cung ứng cho nhu cầu của nền kinh tế do vậy hoạt động của các công ty sản xuất điện sẽ không đáng lo ngại về đầu ra trong thời gian dài. Bên cạnh đó, việc chủ trương vận hành ngành điện theo hình thức cạnh tranh sẽ là điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp sản xuất điện có điều kiện tăng doanh thu và lợi nhuận trong dài hạn.

Thứ hai, đặc điểm của 3 công ty REE lựa chọn đầu tư:

- Đã đi vào hoạt động, vận hành ổn định và đã niêm yết trên thị trường chứng khoán.
- Tỷ lệ khấu hao Tài sản cố định ở mức cao, hiện thấp nhất là 58,87% (TBC) và cao nhất là 91,49% (NBP). Đối với các nhà máy điện đặc biệt là thủy

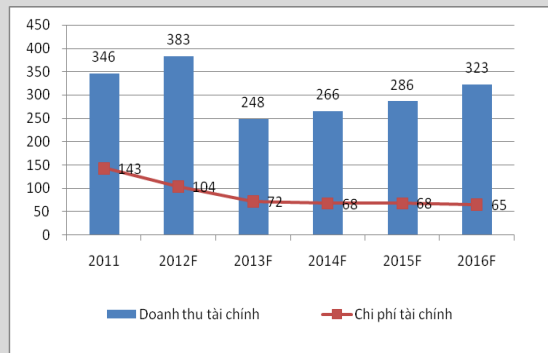
Nguồn: BCTC TMP

Bảng 7: Một số chỉ tiêu tài chính của CTCP Nhiệt điện Ninh Bình

Chỉ tiêu	NBP	
	2010	2011
Tỉ lệ khấu hao TSCĐ	92,97%	91,49%
Tổng nợ/TTS	30,69%	36,69%
Nợ vay/TTS	0,10%	0,05%
Cổ tức	27,00%	13,00%

Nguồn: BCTC NBP

Biểu đồ 6: Doanh thu và chi phí tài chính dự phóng giai đoạn 2012-2016



Nguồn: RONGVIET SECURITIES ước tính

điện chi phí khấu hao là chi phí lớn nhất cấu thành giá vốn của hàng hóa. Do vậy đây là điều kiện khá thuận lợi để giảm giá vốn qua đó tăng lợi nhuận trong những năm tiếp theo của doanh nghiệp.

- Ít sử dụng nợ vay. Việc các công ty được lựa chọn đầu tư có tỷ lệ vay và nợ thấp được đánh giá có tính an toàn về mặt tài chính cao và theo đó rủi ro đối với hoạt động đầu tư của REE sẽ ở mức thấp. Hơn nữa, việc sử dụng ít nợ vay cũng đồng nghĩa với việc lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ thuộc về cổ đông nhiều hơn.
- Lịch sử chia cổ tức ở mức khá tốt.

Tham khảo thêm về một số chỉ tiêu tài chính của TBC, TMP, NBP tại Bảng 5, 6, và 7.

Như vậy, có thể thấy quyết định đầu tư tài chính chiến lược vào ngành điện, cụ thể là đầu tư vào TBC, TMP, NBP của REE là rất có triển vọng trong dài hạn².

Đối với khoản đầu tư vào BOO Nước Thủ Đức, chúng tôi cũng đánh giá là rất có tiềm năng. Trong năm vừa qua, một trong những cổ đông của CTCP BOO Nước Thủ Đức là CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp. Hồ Chí Minh (CIH – HSX) đã thoái vốn thành công cho một đối tác Philippines (Ayala) với mức giá bán cao hơn 75% so với giá vốn.

Dự phóng

Doanh thu tài chính của REE 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.

Trong quý 1/2012 vừa qua REE đã thoái vốn thành công 42,139 triệu cổ phiếu STB và thu về khoản lãi thanh lý là ~279 tỷ đồng.

Chúng tôi ước tính doanh thu tài chính trong năm nay sẽ khoảng 383 tỷ đồng và chi phí tài chính là 104 tỷ đồng.

Lợi nhuận sau thuế

Dựa vào những phân tích của chúng tôi, ước tính năm 2012 REE sẽ đạt được mức doanh thu thuần là 2.150 tỷ đồng và LNST là 584 tỷ đồng, lần lượt tăng 18,78% và 12,30% so với năm 2011. Mức EPS dự phóng tương ứng là 2.387 đồng/CP tính trên số lượng cổ phiếu 244.643.400 CP.

I. ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Người phân tích giả định tiềm năng tăng trưởng dài hạn (g) đối với REE là 6,4%, tỷ lệ chiết khấu (WACC) giai đoạn năm 2012 – 2016 là 20,4% và từ năm 2016 trở đi là 16,7%.

Đv: tỷ VND

Dự phóng dòng tiền	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2016->
Lợi nhuận sau thuế	584	482	554	612	680	
+ Khấu hao	65	73	73	73	73	
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	(24)	(46)	(44)	(41)	(53)	
- Khoản lời/(+lỗ) hoạt động đầu tư tài chính	(319)	(166)	(189)	(213)	(237)	
Dòng tiền trước thay đổi vốn	306	344	394	431	464	

^{1,2} <http://s.cafef.vn/ree-88066/ree-va-chien-luoc-dau-tu-vao-nganh-dien.chn>

Bảng 8: P/E, P/B ngành Bất động sản

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/03/12
BCI	1.662	19,0	0,9
DIG	2.287	22,2	0,9
HAG	15.691	18,3	1,7
IJC	3.263	9,8	1,0
NBB	661	10,8	0,7
NTL	1.458	25,1	1,8
TDC	1.040	5,3	0,8
Bình quân		17,3	1,4

Nguồn: Stox, ngày 15/06/2012

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

lưu động						
Thay đổi vốn lưu động	2	(91)	(51)	(102)	(117)	
Chi phí đầu tư thuần	(211)	(1)	(2)	(1)	(2)	
FCFF	97	252	341	328	345	3.560
FCFE	232	225	329	322	342	2.053

	FCFF	FCFE
Giá trị hiện tại	2.149	1.986
- Nợ	334	
+ Tiềm và các tài sản tương đương Tiềm	427	427
+ Giá trị đầu tư tài chính sau khi định giá*	2.100	2.100
Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phần	4.342	4.513
SLCPLH	244.643.385	
Giá mỗi cổ phiếu (VND)	17.748	18.448

(*) 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.

Phương pháp so sánh

Mức P/E và P/B trung bình một số doanh nghiệp trong ngành bất động sản hiện xoay quanh mức 17,3x và 1,4x. Người phân tích cho rằng mức P/E và P/B hợp lý đối với REE lần lượt là 10,4x và 1,3x.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	17.748	30%	5.324
FCFE	18.448	30%	5.535
P/E	24.781	20%	4.956
P/B	20.891	20%	4.178
Giá bình quân		100%	19.993

I. TỔNG QUAN CÔNG TY

REE thành lập năm 1977 với tên gọi ban đầu là 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. Hiện REE đang hoạt động với mức vốn điều lệ là 2.446 tỷ đồng.

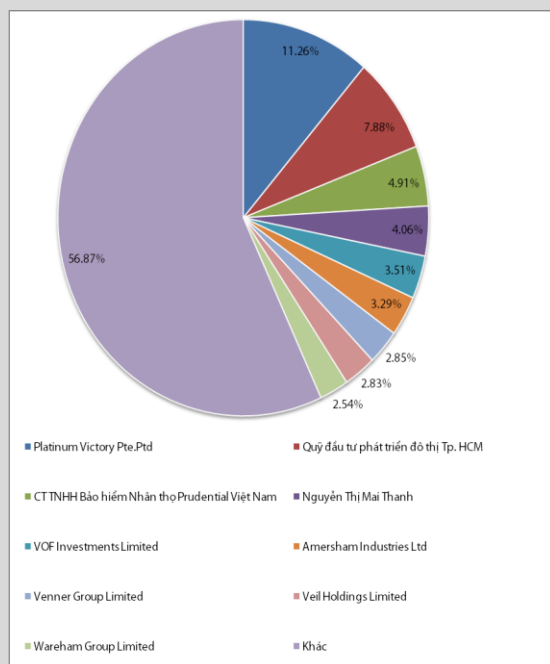
Một số cổ đông lớn của REE như Quỹ Platinum Victory Pte Ltd (nắm 11,26% tỉ lệ sở hữu), Quỹ đầu tư phát triển đô thị Tp. Hồ Chí Minh (7,88%), Prudential Việt Nam 94,91%)... Trong đó, Platinum Victory PTE Ltd là công ty thuộc Jardine Cycle & Carriage (JC&C), công ty hàng đầu của Singapore trong lĩnh vực phân phối Ô tô tại khu vực Đông Nam Á với các công ty thành viên tại Singapore, Malaysia, Indonesia và Việt Nam. JC&C cũng đang là cổ đông sở hữu 32% vốn của Ô tô Trường Hải. Ngoài ra, JC&C còn sở hữu 50,1% của Astra, một tập đoàn lớn tại Indonesia hoạt động trong 6 lĩnh vực gồm: Phân phối ô tô, Dịch vụ tài chính, Hạ tầng và logistic, Kinh doanh nông nghiệp, Công nghệ thông tin, Khai khoáng.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Hoạt động sản xuất kinh doanh của REE tập trung ở 4 mảng chính là: M&E-dịch vụ

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	99,8
CTCP BĐS REE	99,9

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: Cafef.vn, ngày 31/07/2012

cơ điện lạnh công trình, Reetech-kinh doanh máy điều hòa, thiết bị điện tử mang thương hiệu Reetech, bất động sản - cho thuê văn phòng, đầu tư & khác. Trong đó, hai mảng M&E và Reetech chiếm phần lớn tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu, nhưng tỷ trọng lợi nhuận của REE lại tập trung ở hai mảng còn lại là bất động sản và đầu tư & khác.

Hoạt động M&E - dịch vụ cơ điện lạnh công trình

REE M&E là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại Việt Nam với kinh nghiệm thi công công trình M&E trong các lĩnh vực cơ sở hạ tầng, thương mại và công nghiệp.

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.

Năm 2012, REE M&E có giá trị hợp đồng gởi đầu từ năm 2011 chuyển qua năm 2012 khoảng 1.400 tỷ và năng lực thực hiện tối đa của REE cho mảng hoạt động này dao động từ 1.000 đến 1.500 tỷ doanh thu/năm. Về dài hạn, để có thể duy trì đà tăng trưởng trong lĩnh vực này bên cạnh việc nỗ lực tìm kiếm các hợp đồng mới REE cũng cần xây dựng chiến lược nâng cao năng lực thực hiện, đặc biệt là đội ngũ nhân sự. Bên cạnh đó, nguyên vật liệu đầu vào của mảng hoạt động này phần lớn đều là nhập khẩu nên chịu sự tác động của những biến động tỉ giá.

Hoạt động Reetech – sản xuất, lắp ráp và kinh doanh cách sản phẩm thương hiệu Reetech.

Sản phẩm của REE hiện chiếm khoảng 6% thị phần tại phía nam, sụt giảm so với trước đây (năm 2009 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 tập trung phân khúc thị trường trung cấp, cạnh tranh bằng chất lượng và thời gian bảo hành dài.

Mảng hoạt động này cũng chịu tác động từ rủi ro tỷ giá khi chi phí nguyên vật liệu chiếm 70-80% tổng giá vốn và phần lớn nguyên vật liệu cho mảng này phải nhập khẩu từ Nhật và Trung Quốc. Các sản phẩm Reetech chủ yếu được REE phân phối thông qua các kênh bán sỉ ở thị trường trong nước, đặc biệt là khu vực phía Nam. Bên cạnh đó, trong vài năm gần đây các sản phẩm này cũng được REE xuất khẩu ra thị trường quốc tế (Mỹ) với tổng kim ngạch xuất khẩu khoảng 3 – 4 triệu USD/ năm.

Bất động sản – cho thuê văn phòng

Hiện REE đang sở hữu và quản lý 9 tòa văn phòng cho thuê với diện tích là 110.066 m2. Giá cho thuê các văn phòng của REE dao động ở mức 16-17 USD/m2 và tỉ lệ lấp đầy hiện được duy trì ở mức 95%. Riêng cao ốc REE Đoàn Văn Bơ vừa đưa vào khai thác năm 2011 nên có tỉ lệ lấp đầy hiện khoảng 85% với giá cho thuê là khoảng 20 USD/m2. Mức giá cho thuê văn phòng của REE được đánh giá là rất cạnh tranh so với các văn phòng cho thuê khác ở khu vực lân cận.

Hoạt động đầu tư

Tổng giá trị đầu tư tài chính tính đến cuối tháng 3 năm 2012 đạt 2.367 tỷ đồng, chiếm ~43,8% tổng tài sản; trong đó, chủ yếu vẫn là các khoản đầu tư dài hạn vào các công ty liên kết và công ty đồng kiểm soát.

Cơ cấu danh mục đầu tư của REE trong 2 năm 2010 và 2011 đang có sự thay đổi với định hướng chiến lược là (1) chú trọng vào 2 lĩnh vực là Điện và Nước; (2) chuyển sang dạng liên doanh, liên kết bằng việc thanh lý tất cả các khoản đầu tư

mà công ty sở hữu dưới 20%.

Vị thế công ty

Lợi thế kinh doanh lớn của REE chính là nguồn vốn đầu tư dồi dào. Kết thúc năm 2011 lượng tiền và các khoản tương đương tiền đạt 427 tỷ đồng, giúp REE có thể chủ động trong các hoạt động kinh doanh của mình. Với bề dày kinh nghiệm hơn 35 năm, hoạt động M&E của REE luôn duy trì ưu thế dẫn đầu trong thị trường cơ điện công trình.

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 37% 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 ròng. Vì vậy, sự sụt giảm thị trường chứng khoán sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kế hoạch lợi nhuận của Công ty.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 15/06/2012	DT 2011	LNST 2011	EPS 4 quý	BV 31/03/12	Trailing P/E	P/BV 31/03/12	3T/2012			
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	Doanh thu	%KH	LNST	%KH
DIG	2.287,4	851,8	103,8	816	19.160	22,2	0,9	189,8	27,2	24,4	21,2
HAG	15.691,2	3.150,2	1.167,9	1.594	17.653	18,3	1,7	871,3	-	78,4	-
NBB	660,8	412,7	69,5	3.418	56.623	10,8	0,7	110,5	14,1	10,6	4,9
NTL	1.457,7	573,4	95,9	951	13.629	25,1	1,8	363,1	32,4	11,9	-
QCG	1.275,9	397,4	-39,8	-	18.304	-	0,6	88,3	9,9	0,0	-
SJS	3.852,7	139,5	-82,4	-	18.624	-	2,1	24,7	0,7	5,2	-
TDC	1.040,0	1.786,7	189,3	1.970	12.614	5,3	0,8	180,5	6,2	4,3	2,0
TDH	655,9	532,9	44,6	-	34.789	-	0,5	66,9	9,3	2,9	4,9
VIC	57.788,1	2.313,7	821,2	2.465	12.653	33,4	6,5	1.882,7	15,2	712,3	23,3

Nguồn: Stox, RONGVIET SECURITIES tổng hợp

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2009	2010	2011A	2012E
Doanh thu thuần	1.174,2	1.827,4	1.810,4	2.150,5
Giá vốn	765,3	1.264,4	1.269,4	1.494,6
Lãi gộp	408,9	563,0	541,0	655,9
Chi phí bán hàng	49,0	57,7	57,4	64,5
Chi phí quản lý	90,1	172,6	98,8	129,1
Lợi nhuận từ HKKD	269,8	332,7	384,9	462,3
Lợi nhuận từ HĐTC	208,8	109,0	202,4	278,5
Lợi nhuận khác	6,0	12,1	6,5	-
EBIT	492,3	460,5	703,1	810,3
Lợi nhuận trước thuế	484,2	451,7	631,8	778,7
Thuế TNDN	50,4	108,7	112,9	194,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,6	(1,8)	(0,8)	-
Lợi nhuận sau thuế	432,2	344,8	519,8	584,0

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009	2010	2011A	2012E
Tăng trưởng				
Doanh thu	1,7%	55,6%	-0,9%	18,8%
Lợi nhuận HKKD	40,0%	23,3%	15,7%	20,1%
EBIT	-497,0%	-6,5%	52,7%	15,2%
Lợi nhuận trước thuế	-441,8%	-6,7%	39,9%	23,2%
Lợi nhuận sau thuế	-381,1%	-20,2%	50,7%	12,4%
Tổng tài sản	29,7%	45,2%	7,9%	7,5%
Vốn chủ sở hữu	18,0%	17,0%	34,2%	4,9%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	15,3%	1,6%	3,3%	4,7%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	34,8%	30,8%	29,9%	30,5%
LN HKKD / Doanh thu	23,0%	18,2%	21,3%	21,5%
EBIT/ Doanh thu	41,9%	25,2%	38,8%	37,7%
LNNT/ Doanh thu	41,2%	24,7%	34,9%	36,2%
LNST/ Doanh thu	36,8%	18,9%	28,7%	27,2%
ROA	12,8%	7,0%	9,8%	10,3%
ROIC or RONA	16,7%	9,0%	12,8%	13,5%
ROE	17,5%	12,0%	13,4%	14,4%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	2,0	3,0	3,2	3,1
Vòng quay hàng tồn kho	3,2	2,4	1,9	2,4
Vòng quay khoản phải trả	1,2	1,4	1,2	1,3
Vòng quay TSCĐ	36,4	60,2	67,6	84,9
Vòng quay Tổng tài sản	0,3	0,4	0,3	0,4

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,8	2,3	2,0	1,9
Nhanh	1,5	1,9	1,5	1,4
Tiền mặt	0,7	1,3	1,0	0,6

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	36,3%	69,4%	37,0%	40,4%
Tổng nợ / Tổng tài sản	26,4%	40,7%	27,0%	28,8%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	6,0%	7,5%	3,9%	4,8%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,9%	29,1%	2,2%	4,9%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2009	2010	2011A	2012E
Tiền	244,4	1.221,1	427,3	826,6
Đầu tư tài chính ngắn hạn	325,4	183,2	773,5	386,8
Các khoản phải thu	575,1	616,6	564,8	688,2
Tồn kho	242,9	517,8	667,2	612,8
Tài sản ngắn hạn khác	20,4	22,9	47,6	56,5
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.408,2	2.561,7	2.480,4	2.570,8
Tài sản cố định hữu hình	17,9	15,7	14,2	13,2
Nguyên giá	41,5	42,3	43,3	45,6
Khấu hao	(23,6)	(26,6)	(29,1)	(32,4)
Tài sản cố định vô hình	14,4	14,6	12,5	12,2
Nguyên giá	15,8	17,3	16,1	16,9
Khấu hao	(1,5)	(2,7)	(3,6)	(4,7)
Xây dựng cơ bản dở dang	57,4	129,3	8,1	-
Bất động sản đầu tư	521,9	483,3	795,5	912,7
Đầu tư tài chính dài hạn	1.356,9	1.694,2	1.975,1	2.172,6
Tài sản dài hạn khác	5,3	12,0	11,5	14,3
TSCĐ và đầu tư dài hạn	1.973,7	2.349,2	2.817,0	3.125,0
TỔNG TÀI SẢN	3.381,9	4.910,9	5.297,3	5.695,8

Các khoản phải trả ngắn hạn	791,1	1.094,5	1.247,0	1.369,3
Tiền hàng phải trả và ứng trước	531,9	666,4	595,1	672,6
Khoản phải trả ngắn hạn khác	110,7	212,1	500,3	503,2
Vay và nợ ngắn hạn	148,5	215,9	151,6	193,5
Các khoản phải trả dài hạn	102,7	905,3	182,3	270,0
Vay và nợ dài hạn	22,7	837,5	83,3	200,0
Khoản phải trả dài hạn khác	80,1	67,8	99,0	70,0
Tổng nợ	893,8	1.999,8	1.429,3	1.639,3
Vốn chủ sở hữu	2.462,2	2.881,9	3.866,4	4.056,1
Vốn đầu tư của CSH	810,4	1.862,9	2.446,4	2.446,4
Thặng dư vốn	1.315,4	521,0	747,9	747,9
Cổ phiếu ngân quỹ	(0,0)	(0,0)	(57,8)	(57,8)
Lợi nhuận giữ lại	217,4	369,5	583,3	758,4
Quỹ đầu tư và phát triển	70,4	70,4	70,4	70,4
Quỹ dự phòng tài chính	48,5	58,2	75,2	90,8
Khác	0,0	(0,2)	1,0	-
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1,2	-	1,3	-
Nguồn vốn chủ sở hữu	2.463,4	2.881,9	3.867,7	4.056,1
Lợi ích cổ đông thiểu số	24,7	29,2	0,3	0,3
TỔNG NGUỒN VỐN	3.381,9	4.910,9	5.297,3	5.695,8

CHỈ SỐ CƠ BẢN				
SLCPDLH cuối năm (triệu CP)	81,0	186,3	244,6	244,6
Giá thị trường cuối năm	44.500	17.700	11.300	-
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	5.333	1.973	2.464	2.387
Giá trị sổ sách (VND)	30.381	15.470	15.804	16.580
Cổ tức (tiền mặt) VND	700	1.600	1.600	1.600
P/E (x)	8,3	9,0	4,6	-
P/B (x)	1,5	1,1	0,7	-
Dividend Yield (%)	1,6%	9,0%	14,2%	-

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
16/03/2011	Lần đầu	Mua	13.400	17.800

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 Rồng 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. Rong Viet 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, Rong Viet 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, Rong Viet 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.vdsc.com.vn

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – HN

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

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