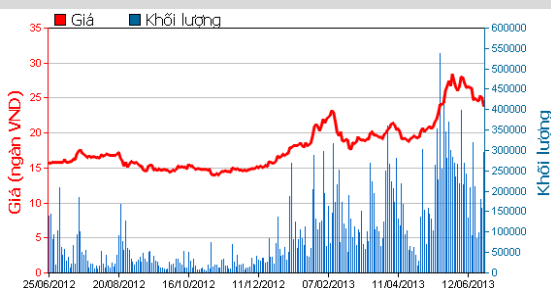


MCK: REE (HSX)**CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH****NẮM GIỮ****TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ****25.800****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 25/06/13) (VND)	23.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	29.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	12.835
Số CP đang lưu hành	244.640.638
KLGBQ/phần (1 tháng gần nhất)	2.275.770
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.822,5
Trailing P/E (2012) (x)	8,8x
Forward P/E (2013) (x)	7,4x
P/BV (BV 25/06/13) (x)	1,56x

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2011	2012	1Q2013	2013F
DT	1.810,4	2.395,6	512,8	2.461,5
LNTT	631,8	796,7	143,3	968,4
LNST	513,6	656,8	110,2	779,9
VBL	2.466,4	2.446,4	2.446,4	2.446,4
TTS	5.297,3	6.574,4	6.776,2	6.907,6
VCSH	3.866,4	4.215,7	3.912,7	4.600,1
Net Margin (%)	28,3%	27,4%	21,5%	31,7%
ROE (%)	15,2%	16,2%	n/a	17%
ROA (%)	10,0%	11,1%	n/a	11,3%
EPS (VND)	2.464	2.704	450,4	3.188
GTSS (VND)	15.804	17.232	15.993	18.803
Cổ tức (%)	16%	16%	n/a	16%

Nguồn: BCTC REECorp, *Rong Viet securities tổng hợp

CÔNG NGHIỆP – BẤT ĐỘNG SẢN

Đây là bản cập nhật lần thứ hai của Báo cáo phân tích cổ phiếu CTCP Cơ Điện Lạnh – REE, do Rong Viet Securities phát hành ngày 16/03/2012. Với báo cáo này, chúng tôi nâng mức định giá đối với cổ phiếu REE lên **25.800 đồng/cp** với khuyến nghị **Nắm giữ**. Việc nâng mức định giá và đưa ra khuyến nghị trên được dựa trên những cơ sở sau:

Hiệu quả hoạt động có sự cải thiện trong quý 1. Quý 1 2013, dù doanh thu thuần chỉ tăng nhẹ 0,6% so với cùng kỳ, đạt 512,8 tỷ đồng, REE ghi nhận sự cải thiện khá tích cực của biên lợi nhuận gộp, lên 27,6% từ mức 24,3% trong Q1 2012. Theo đánh giá của chúng tôi, đây là kết quả của những nỗ lực tái cơ cấu của Công ty trong các mảng hoạt động chính. Tuy nhiên, do chưa có sự đóng góp từ hoạt động đầu tư nên lợi nhuận trước và sau thuế quý 1 giảm lần lượt 42,7% và 43,1% còn 143,3 tỷ đồng và 110,2 tỷ đồng. Cùng kỳ năm trước, REE ghi nhận khoản lợi nhuận lên đến 279,2 tỷ đồng từ việc thanh lý hơn 42 triệu cổ phiếu STB. Quý 1 năm nay, Công ty cũng chưa hợp nhất lợi nhuận từ các công ty liên kết.

Các mảng kinh doanh cốt lõi vẫn ổn định trong bối cảnh kinh tế khó khăn: (1) Giá trị hợp đồng M&E từ năm 2012 chuyển sang còn khá lớn và các dự án do REE thực hiện hầu như đều theo sát tiến độ kế hoạch. (2) Việc tiêu thụ các sản phẩm điện lạnh Reetech vẫn gặp khó khăn nhưng biên lợi nhuận hoạt động có nhiều cải thiện nhờ những nỗ lực tái cơ cấu. (3) Mảng cho thuê văn phòng vẫn đem lại nguồn thu ổn định cho REE dù khả năng tăng trưởng trong ngắn hạn bị hạn chế bởi tỷ lệ lấp đầy cao và sự thiếu vắng các dự án mới.

Hoạt động đầu tư tài chính sẽ là điểm sáng trong kết quả kinh doanh năm 2013. Tính đến ngày 31/03/2013, giá trị các khoản đầu tư dài hạn vào các công ty liên doanh liên kết lên đến 2.076,8 tỷ đồng, chủ yếu là ở những doanh nghiệp trong lĩnh vực hạ tầng, điện nước và than vốn là những ngành còn tiềm năng phát triển rất lớn trong trung và dài hạn. Trong đó, cổ phần tại CTCP Nhiệt Điện Phả Lại (PPC) và Nhà máy nước B.O.O Thủ Đức được đánh giá là nguồn 2 lợi nhuận trọng yếu. Nếu tỷ giá đồng yên tiếp tục diễn biến có lợi, PPC có thể đóng góp khoảng 256 tỷ đồng vào thu nhập từ hoạt động đầu tư tài chính của REE. Theo ước tính, khoản đóng góp từ nhà máy nước B.O.O Thủ Đức cũng có thể lên đến 46 tỷ đồng. Theo kế hoạch, REE sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ các công ty liên kết từ quý 2 này. Ước tính chung cả năm, lợi nhuận hợp nhất từ các công ty liên kết có thể lên đến 388,1 tỷ, tăng gấp 2,8 lần so với năm trước.

Nguồn tiền mặt khá dồi dào. Đến hết quý 1, số dư tiền và các khoản tương đương tiền của REE còn khoảng 1.084,9 tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ. Ngoài ra, Công ty hiện còn khoảng 179,8 tỷ đồng tiền gửi với kỳ hạn trên 3 tháng và 241 tỷ đồng gửi tại EVN Finance, dự kiến sẽ đáo hạn trong quý 2. Bên cạnh đó, cổ tức từ các công ty liên kết cũng góp phần gia tăng nguồn tiền mặt cho REE trong năm nay, ước tính khoảng 173,5 tỷ đồng. Trong quý 2, REE đã nhận cổ tức bằng tiền lên đến 70,8 tỷ đồng từ PPC và 3,3 tỷ đồng từ TDN.

Nguồn tiền mặt dồi dào là cơ sở tốt cho hoạt động đầu tư tài chính trong năm nay cũng như các năm sắp tới.

REE hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch. Công ty đặt kế hoạch năm 2013 xấp xỉ năm ngoái với doanh thu là 2.400 tỷ đồng (+0,2% yoy), LNST là 650 tỷ

đồng (-1% yoy). Trên cơ sở nhận định các mảng kinh doanh chính sẽ ít biến động trong năm nay, trong khi công ty liên kết – PPC có kết quả kinh doanh tốt đột biến, chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt khoảng 2.461,5 tỷ đồng, tăng 2,37% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 779,9 tỷ đồng tăng 18,7%, vượt 20% so với kế hoạch đặt ra.

REE đang giao dịch tại các mức P/E và P/B khá hợp lý. Với dự phóng lợi nhuận như trên, EPS năm 2013 của REE vào khoảng 3.188 đồng/cp, tương ứng với forward P/E và P/B lần lượt là 7,5x và 1,5x tương đương với bình quân tổng hợp nhóm các cổ phiếu ngành bất động sản – xây dựng (có nguồn thu ổn định) và ngành điện.

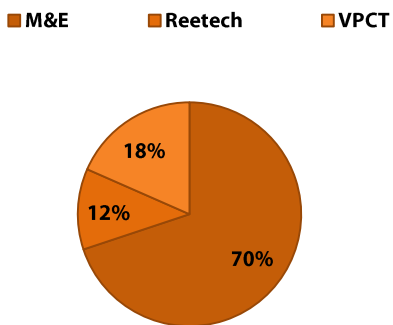
Rủi ro

Giá trị đầu tư vào các công ty liên kết chiếm đến 30,6% tổng giá trị tài sản của Công ty. Đồng thời, lợi nhuận từ hoạt động đầu tư cũng đóng góp đến 51% LNST năm 2012 và dự kiến sẽ đóng góp khoảng 44% LNST năm 2013. Do đó, nếu hoạt động của các công ty liên kết không đạt hiệu quả như mong đợi (đặc biệt là KQKD của PPC chịu tác động lớn từ diễn biến tỷ giá JPY/VND) hoặc thị trường chứng khoán diễn biến tiêu cực, giá trị các khoản đầu tư cũng như lợi nhuận từ hoạt động đầu tư của REE sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.

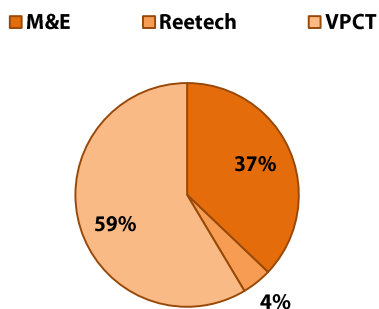
Ngoài ra, 577,8 tỷ đồng trái phiếu phát hành cho Platinum Victory có khả năng chuyển đổi thành ~26,3 triệu cổ phiếu cuối năm 2013 hoặc đầu năm 2014 sẽ gây ra lo ngại pha loãng lợi ích của các cổ đông hiện hữu.

PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG

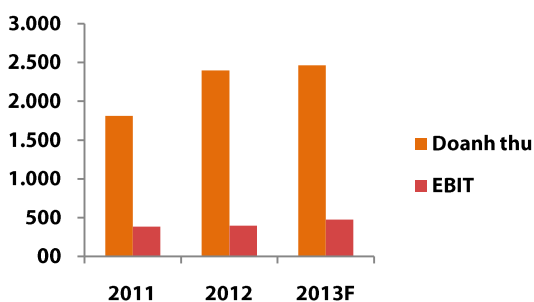
Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu năm 2012



Biểu đồ 2: Cơ cấu EBIT năm 2012



Biểu đồ 3: Doanh thu và EBIT giai đoạn 2011-2013



Bảng 1: Giá trị hợp đồng M&E qua các năm (Đvt: tỷ đồng)

Năm	2011	2012	2013F
Đầu kỳ	1.608	2.275	3.008
Hợp đồng mới	1.522	1.978	1.200
Doanh thu thực hiện	855	1.245	1.222
Cuối kỳ	2.275	3.008	2.986

Mảng sản xuất và kinh doanh các sản phẩm mang thương hiệu Reetech

Trong năm 2012, việc tiêu thụ các sản phẩm máy điều hòa Reetech hiện đang gặp một số khó khăn từ sự cạnh tranh ngày càng gay gắt với các nhãn hiệu điện lạnh ngoại nhập trong khi nhu cầu tiêu dùng ngày càng thu hẹp và thị trường nhà ở vẫn còn trầm lắng. Nhìn nhận vấn đề này, ngay từ đầu năm 2013, REE đã có kế hoạch tái cơ cấu nhằm cải thiện hiệu quả của mảng kinh doanh này. Nội dung chính của tái cơ cấu bao gồm việc tinh gọn bộ máy quản lý, cắt giảm chi phí đầu vào và phát triển các nhãn hàng mới. Chúng tôi đánh giá bước đi này của REE này là khá hợp lý vì trong bối cảnh nhu cầu suy giảm, định hướng cải thiện biên lợi nhuận sẽ thực tế hơn việc tăng sản lượng tiêu thụ.

Một tín hiệu tốt đối với REE là mùa khô năm 2013 sẽ nóng hơn các năm trước, dẫn tới nhu cầu máy điều hòa cũng sẽ tăng. Với xu hướng tiết kiệm chi tiêu, người tiêu dùng sẽ có khuynh hướng lựa chọn những sản phẩm có giá cả phải chăng, vốn là một thế mạnh Reetech so với nhiều nhãn hiệu khác.

Dựa trên tình hình tiêu thụ của mảng Reetech, chúng tôi đưa ra dự phóng cho quý 2 với doanh thu đạt khoảng 100,2 tỷ đồng, lợi nhuận hoạt động (EBIT) đạt khoảng 7,3 tỷ đồng. Cần lưu ý thêm là từ Q3/2012, các sản phẩm điện lạnh bán cho các dự án được chuyển qua hạch toán ở mảng cơ điện lạnh công trình thay vì mảng sản xuất thương mại như trước đây. Do đó, để đảm bảo tính thống nhất, số liệu dự phóng của quý 2 cũng dựa trên nguyên tắc hạch toán này.

Doanh thu và EBIT của cả năm 2013 của mảng Reetech có thể đạt 406,9 tỷ đồng, và 27,8 tỷ đồng, lần lượt tăng 45,2% và 62,0% so với năm 2012.

Mảng lắp đặt hệ thống cơ điện lạnh công trình (M&E)

Là một nhà thầu lớn với nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực cơ điện công trình, REE thường có lợi thế so với những công ty cùng ngành trong việc tìm kiếm các hợp đồng có giá trị lớn. Tuy nhiên, đánh giá tình hình thị trường bất động sản và hoạt động xây dựng trong năm 2013, ban lãnh đạo của REE thể hiện mức độ thận trọng cao trong việc ký kết các hợp đồng mới nhằm hạn chế rủi ro về nợ xấu. Theo kế hoạch kinh doanh năm 2013 của Công ty, tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm có thể đạt hơn 1.200 tỷ đồng (+39,9% yoy). 5 tháng đầu năm, giá trị hợp đồng mới ước đạt khoảng 500 tỷ đồng.

Một số dự án M&E lớn mà REE đang thực hiện có thể kể đến như dự án Nhà Ga T2 sân bay Nội Bài (giá trị gói thầu 900 tỷ đồng), dự án Vietcombank Tower (320 tỷ đồng), tòa nhà Vietinbank – HCM (300 tỷ đồng). Hiện tại, trừ cao ốc M&C (giá trị gói thầu 710 tỷ đồng) tiến độ hoàn thành của các dự án M&E do REE đảm nhiệm đều theo sát kế hoạch. Với năng lực thực hiện từ 1.000 đến 1.500 tỷ đồng doanh thu/năm, chúng tôi cho rằng REE sẽ không gặp khó khăn trong việc ghi nhận doanh thu từ mảng M&E trong năm nay.

Dựa vào các yếu tố trên, chúng tôi dự phóng doanh thu của mảng này vào khoảng 1.572 tỷ đồng giảm 6% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, EBIT được dự phóng ở mức 172 tỷ đồng tăng 17% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sự cải thiện của biên lợi nhuận lên 11% từ mức 8% trong năm 2012. Riêng quý 2, doanh thu và EBIT từ mảng M&E có thể đạt lần lượt là 365 tỷ đồng và 40 tỷ đồng.

Hoạt động cho thuê văn phòng

Trước mắt, mảng kinh doanh này vẫn tạo ra nguồn thu ổn định cho REE. Tuy

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)	Tỷ lệ lấp đầy
Etown 1 Cộng Hoà Q.TB	29.000	17	100%
Etown 2	27.000	17	98%
Etown 3	15.310	17	98%
Etown 4	10.200	17	98%
Etown ew	4.300	17	100%
IDC 163 Hai Bà Trưng Building Q.3	2.004	17	97%
Maison Building 180 Pasteur Q.1	1.353	17	98%
Reecorp 366 Nguyễn Trãi Q.5	3.120	17	98%
Ree office building 61 Ba Hom	1.912	17	98%
Ree Tower Đoàn Văn Bơ Q.4	20.167	21	99%
Tổng	110.512		

Bảng 3: Đầu tư tại các công ty liên kết (tải 31/03/2013)

Đầu tư dài hạn	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đầu tư	Hoạt động kinh doanh
Nhiệt điện Phả Lại	21.70%	712.6	Điện lực
BOO Nước Thủ Đức	42.10%	399.1	Nước
Thủy điện Thác Mơ	35.48%	331.2	Điện lực
Thủy điện Thác Bà	23.97%	230.8	Điện lực
Đầu tư hạ tầng và BĐS Việt Nam	46.37%	126.4	BĐS
Nhiệt điện Ninh Bình	28.04%	67.7	Điện lực
Địa ốc Sài Gòn	27.96%	59.2	BĐS
CTCP Than Đèo Nai	23.00%	43.3	SX Than
CTCP Than Núi Béo	20.07%	42.4	SX Than
Đầu tư và Kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	30.00%	37.0	Nước
CT Cơ Điện Đoàn Nhất	35.00%	22.4	Cơ điện
CT Cơ Điện Chất lượng	35.00%	2.4	Cơ điện
CT Cơ Điện Hợp Phát	35.00%	2.0	Cơ điện
Tổng		2,076.6	

nhiên, khả năng tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận trong ngắn hạn là khá hạn chế do tỷ lệ lấp đầy tại các cao ốc văn phòng của REE đã khá cao và không có thêm dự án nào được đưa vào khai thác. REE hiện có một dự án văn phòng cho thuê với diện tích khoảng 5.000 m² tại Quận 4, Tp.HCM. Tuy nhiên, dự án vẫn còn trong giai đoạn xin cấp giấy phép và chưa triển khai xây dựng nên chỉ có thể đưa vào khai thác sớm nhất là năm 2016.

Hiện tại, tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà văn phòng cho thuê do REE sở hữu đã ở mức khá cao, từ 97-100% (bảng dưới). Theo báo cáo thị trường bất động sản quý 1 của CBRE, Knight Frank, Savills và DTZ, giá cho thuê của các tòa nhà văn phòng Hạng B hiện nay dao động trong khoảng 20-22 USD/m²/tháng. Như vậy, trừ REE Tower có giá thuê trung bình là 21USD/m²/tháng, các cao ốc khác của REE đang được thuê với giá khá thấp. Dù vậy, đại diện doanh nghiệp cho biết khả năng tăng giá cho thuê trong năm nay là rất khó.

Với việc nâng cao tỷ lệ lấp đầy tại REE Tower – Đoàn Văn Bơ, Tp. HCM, doanh thu và EBIT của hoạt động cho thuê văn phòng được dự phóng tăng lần lượt là 9% và 19% so với cùng kỳ, đạt 482,3 tỷ đồng và 278 tỷ đồng (giả định tỷ giá đô la Mỹ trung bình trong năm 2013 khoảng VND21.020/USD). Riêng trong quý 2, doanh thu từ mảng này có thể đạt 120,7 tỷ đồng, tăng 10,7%, EBIT đạt 76,2 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ.

Hoạt động đầu tư tài chính

Đây là mảng hoạt động hứa hẹn sẽ đem lại cho REE khoản lợi nhuận lớn trong năm 2013 và là động lực tăng trưởng cho các năm tiếp theo. Hiện tổng giá trị danh mục đầu tư dài hạn REE đang sở hữu đã lên đến 2.891 tỷ đồng (trong đó 2.076 tỷ đồng là đầu tư tại các công ty liên doanh, liên kết) và vẫn không ngừng tăng lên. Trong quý 1, REE đã nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) lên 21,7%. Ngoài ra, REE cũng đang sở hữu 22,34% vốn điều lệ của CTCP Than Đèo Nai (TDN) và 20,7% của CTCP Than Núi Béo (NBC) và liên tục tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Than Hà Tu (THT) từ đầu quý 2 đến nay. Cũng từ quý 2, REE sẽ hạch toán lợi nhuận từ các công ty liên kết hằng quý thay vì 6 tháng/lần như trước đây.

Với chiến lược chuyển dần sang đầu tư dưới hình thức công ty liên kết, lãnh đạo REE cho biết Công ty sẽ cân nhắc thoái vốn hoặc tăng tỷ lệ sở hữu tại các doanh nghiệp mà tỷ lệ sở hữu của Công ty chưa đạt mức 20%, trong đó có 9,7% cổ phần của REE tại CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh.

Năm 2013, PPC được kỳ vọng sẽ có đóng góp lớn vào lợi nhuận từ các công ty liên kết của REE. Tuy nhiên, lợi nhuận thực tế của PPC sẽ phụ thuộc nhiều vào sự biến động tỷ giá đồng yên Nhật. Trong quý 1, PPC ghi nhận 552 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện. Với dự phóng LNST của PPC đạt 1.180 tỷ đồng (giả định tỷ giá JPY đạt mức VND234/JPY vào cuối năm), phần lợi nhuận được hợp nhất vào REE có thể đạt 256 tỷ đồng. Tính chung toàn bộ, hoạt động đầu tư có thể đem lại cho REE khoảng 344,7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2013, tăng 2% so với năm trước (giả định Công ty không thanh lý khoản đầu tư nào trong năm).

Thu nhập từ cổ tức

Do hầu hết các công ty liên kết của REE đều duy trì mức trả cổ tức khá cao trong năm nay nên, cùng với sự gia tăng sự đóng góp từ Nhiệt điện Phả Lại, thu nhập từ cổ tức dự kiến cũng sẽ tăng đáng kể, khoảng 87% so với năm 2012, đạt 173,5 tỷ đồng. Trong quý 2, REE được nhận khoảng 70,8 tỷ đồng từ cổ tức PPC và 3,3 tỷ đồng từ TDN. Thu nhập từ cổ tức được kỳ vọng sẽ tạo ra nguồn tiền dồi dào dành

Bảng 4: Một số chỉ tiêu về khả năng sinh lợi

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F
LN gộp / Doanh thu	30,8%	29,9%	24,4%	25,0%
LNTT/ Doanh thu	24,7%	34,9%	33,3%	39,3%
LNST/ Doanh thu	18,9%	28,7%	27,4%	31,7%
ROA	7,0%	9,8%	10,0%	11,3%
ROE	12,0%	13,4%	15,6%	17,0%

Bảng 5: Một số chỉ tiêu về cấu trúc tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F
Tổng nợ/ Vốn CSH	69,4%	37,0%	55,9%	50,2%
Tổng nợ / Tổng tài sản	40,7%	27,0%	35,9%	33,4%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	7,5%	3,9%	2,0%	2,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	29,1%	2,6%	16,4%	15,0%

cho REE không chỉ trong năm nay mà còn trong các năm sắp tới.

Tình hình tài chính

Tháng 11 năm 2012, REE phát hành số trái phiếu chuyển đổi trị giá 577,8 tỷ đồng cho công ty TNHH Platinum Victory. Số trái phiếu này có thể chuyển đổi thành cổ phiếu với giá 22.000 đồng/cp. Cùng với việc chuyển đổi trái phiếu, Công ty dự kiến tăng vốn điều lệ lên 2.700 tỷ đồng trong năm nay. Theo đó, từ ngày 03/12/2012, UBCKNN đã thực hiện điều chỉnh tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu REE từ 49% xuống còn 43,7%. Tuy nhiên, dựa trên điều khoản chuyển đổi của trái phiếu, chúng tôi cho rằng việc tăng vốn điều lệ nhiều khả năng chỉ được thực hiện vào đầu năm 2014. Mặt khác, số trái phiếu trên sẽ làm tăng chi phí lãi vay của REE thêm khoảng 33 tỷ đồng, đạt 60,5 tỷ đồng, tăng khoảng 60% so với năm 2012.

Dự phóng

Trên cơ sở phân tích các mảng hoạt động kinh doanh chính, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2013 ở mức 2.462 tỷ đồng, tăng 2,7% so với năm 2012. Trong đó, doanh thu mảng M&E dự kiến sẽ đóng góp 11%, doanh thu từ các sản phẩm Reetech 7,2% và doanh thu từ hoạt động cho thuê văn phòng 57,6%. LNST năm 2013 cũng được dự phóng ở mức 799 tỷ đồng, tăng 22% so với năm trước và tương ứng với mức EPS là 3.188/cp.

Định giá

Đối với cổ phiếu REE, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh và phương pháp chiết khấu dòng tiền. Vì REE là một doanh nghiệp có nhiều lĩnh vực hoạt động nên gần như không có đối tượng so sánh phù hợp. Do đó, chúng tôi áp dụng tỷ trọng tương đối thấp cho kết quả định giá của phương pháp so sánh.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Trong phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của REE là 8%, chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 18,2% cho giai đoạn 2013-2017 và 15,2% cho giai đoạn từ 2017 trở đi.

Bảng 4: Kết quả định giá bằng phương pháp DCF (ĐVT: tỷ đồng)

Dự phóng dòng tiền	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2017->
Lợi nhuận sau thuế	780	728	798	872	948	
+ Khấu hao	57	67	70	74	74	
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	(46)	(65)	(66)	(67)	(75)	
- Khoản lời/(+lỗ) hoạt động đầu tư tài chính	(163)	(172)	(181)	(191)	(201)	
- Khoản lời/(+lỗ) từ liên doanh liên kết	(215)	(150)	(182)	(200)	(237)	
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	413	408	439	488	508	
Thay đổi vốn lưu động	(5)	15	(36)	(89)	(126)	
Chi phí đầu tư thuần	3	(61)	(61)	(62)	(2)	
FCFF	411	362	342	338	380	5.732
FCFE	380	(131)	312	319	363	2.471
	FCFF	FCFE				
Giá trị hiện tại	3.635	2.770				
- Nợ	885					

Bảng 5: P/E và P/B của một số công ty cùng trong ngành Bất động sản – Xây dựng và Năng lượng

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/06/13
BCI	1.084	6,79	0,6
NTL	823	11,62	1,08
HBC	776	4,75	0,86
CTD	1.517	7,02	0,73
PPC	7.127	4,99	1,43
VSH	2.467	12,22	1,01
TBC	1.016	8,07	1,14
Bình quân	3.275,0	7,10	1,16

+ Tiền và các tài sản tương đương Tiền	1.085	1.085
+ Giá trị đầu tư tài chính sau khi định giá*	2.871	2.871
Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phần	6.705	6.726
SCPLH	244.640.638	

Giá mỗi cổ phiếu	27.408	27.492
-------------------------	---------------	---------------

(*) Do hạn chế về thông tin, chúng tôi chỉ định giá lại các khoản đầu tư vào các cổ phiếu niêm yết. Các khoản đầu tư liên kết, liên doanh chưa niêm yết được cho giá trị tương đương với GTSS.

Phương pháp so sánh

Do tính chất của REE là một doanh nghiệp hoạt động trên nhiều lĩnh vực, trong phương pháp này, chúng tôi sử dụng rổ một số cổ phiếu tham khảo trong lĩnh vực bất động sản, xây dựng và năng lượng với mức P/E và P/B bình quân lần lượt là 7,1x và 1,16x lần. Với hoạt động kinh doanh ổn định và rủi ro tương đối thấp, đối với cổ phiếu REE, chúng tôi cho rằng mức P/E và P/B hợp lý là 7,5x và 1,2x.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	27.408	30%	8.222
FCFE	27.492	30%	8.247
P/E	23.911	20%	4.782
P/B	22.564	20%	4.513
Giá bình quân		100%	25.765

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi giữ quan điểm REE hiện là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định, sức khỏe tài chính tốt, thông tin minh bạch, đội ngũ lãnh đạo gắn bó lâu dài và có kinh nghiệm quản lý. Cùng với sự ổn định của các mảng kinh doanh cốt lõi, triển vọng tích cực đối với danh mục đầu tư của REE cũng là yếu tố đáng quan tâm. Trong kế hoạch phát triển ngành điện lực Việt Nam, từ năm 2014, thị trường điện sẽ bước vào giai đoạn thị trường bán buôn cạnh tranh và từ năm 2022 trở đi sẽ vận hành theo cơ chế thị trường. Việc nắm trong tay công suất phát điện lên đến 397,63 MW hứa hẹn khoản thu lớn dành cho REE khi các nhà máy nhiệt điện và thủy điện có liên kết với Công ty tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh. Ngoài ra, tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt trong năm 2013 nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì ở mức 16%. Hiện nay, cổ phiếu REE cũng đang được giao dịch với mức P/E Forward khá sát với kỳ vọng của chúng tôi là 7,5x. Do đó, nhà đầu tư nên **NẮM GIỮ** cổ phiếu REE trong trung hạn và cân nhắc mua vào khi giá cổ phiếu điều chỉnh phù hợp với mức sinh lời kỳ vọng.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Ngày 26/6/2013



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu thuần	1.827,4	1.810,4	2.395,6	2.461,5
Giá vốn	1.264,4	1.269,4	1.810,4	1.846,1
Lãi gộp	563,0	541,0	585,2	615,4
Chi phí bán hàng	57,7	57,4	51,8	54,2
Chi phí quản lý	172,6	98,8	135,3	135,4
Lợi nhuận từ HKKD	332,7	384,9	398,2	475,0
Lợi nhuận từ HĐTC*	109,0	202,4	350,6	271,0
Lợi nhuận khác	12,1	6,5	5,9	7,6
EBIT	460,5	703,1	834,5	1.028,9
Lợi nhuận trước thuế	451,7	631,8	796,7	968,4
Thuế TNDN	108,7	112,9	139,9	188,4
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,8)	(0,8)	(0,0)	0,0
Lợi nhuận sau thuế	344,8	519,8	656,9	780,0

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2010	2011	2012	2013F
Tăng trưởng				
Doanh thu	55,6%	-0,9%	32,3%	2,8%
Lợi nhuận HKKD	23,3%	15,7%	3,5%	19,3%
EBIT	-6,5%	52,7%	18,7%	23,3%
Lợi nhuận trước thuế	-6,7%	39,9%	26,1%	21,5%
Lợi nhuận sau thuế	-20,8%	50,7%	26,4%	18,7%
Tổng tài sản	45,2%	7,9%	24,1%	5,1%
Vốn chủ sở hữu	17,0%	34,2%	9,0%	9,1%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	7,4%	3,3%	6,3%	7,9%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	30,8%	29,9%	24,4%	25,0%
LN HKKD / Doanh thu	18,2%	21,3%	16,6%	19,3%
EBIT/ Doanh thu	25,2%	38,8%	34,8%	41,8%
LNNT/ Doanh thu	24,7%	34,9%	33,3%	39,3%
LNST/ Doanh thu	18,9%	28,7%	27,4%	31,7%
ROA	7,0%	9,8%	10,0%	11,3%
ROIC or RONA	9,0%	12,8%	13,1%	14,5%
ROE	12,0%	13,4%	15,6%	17,0%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	3,0	3,2	2,8	3,1
Vòng quay hàng tồn kho	2,4	1,9	3,6	3,6
Vòng quay khoản phải trả	1,4	1,2	1,2	1,3
Vòng quay TSCĐ	60,2	67,6	61,4	76,7
Vòng quay Tổng tài sản	0,4	0,3	0,4	0,4

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

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	69,4%	37,0%	55,9%	50,2%
Tổng nợ / Tổng tài sản	40,7%	27,0%	35,9%	33,4%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	7,5%	3,9%	2,0%	2,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	29,1%	2,6%	16,4%	15,0%

* Lợi nhuận từ hoạt động tài chính có bao gồm cổ tức từ các công ty liên doanh liên kết

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2010	2011	2012F	2013F
Tiền	1.221,1	427,3	834,7	893,4
Đầu tư tài chính ngắn hạn	773,5	883,5	883,5	954,2
Các khoản phải thu	616,6	564,8	859,0	787,7
Tồn kho	517,8	667,2	500,7	510,6
Tài sản ngắn hạn khác	22,9	47,6	44,8	46,1
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	2.561,7	2.480,4	3.122,7	3.121,3
Tài sản cố định hữu hình	15,7	14,2	22,4	16,0
Nguyên giá	42,3	43,3	54,9	52,2
Khấu hao	(26,6)	(29,1)	(32,5)	(36,2)
Tài sản cố định vô hình	14,6	12,5	16,6	16,1
Nguyên giá	17,3	16,1	22,7	23,8
Khấu hao	(2,7)	(3,6)	(6,1)	(7,7)
Xây dựng cơ bản dở dang	129,3	8,1	3,1	-
Bất động sản đầu tư	483,3	795,5	741,2	683,5
Đầu tư tài chính dài hạn	1.694,2	1.975,1	2.646,2	3.043,2
Tài sản dài hạn khác	12,0	11,5	22,1	27,6
TSCĐ và đầu tư dài hạn	2.349,2	2.817,0	3.451,7	3.786,3
TỔNG TÀI SẢN	4.910,9	5.297,3	6.574,4	6.907,6

Các khoản phải trả ngắn hạn	1.094,5	1.247,0	1.570,5	1.520,6
Tiền hàng phải trả và ứng trước	666,4	595,1	897,8	830,8
Khoản phải trả ngắn hạn khác	212,1	500,3	589,5	591,4
Vay và nợ ngắn hạn	215,9	151,6	83,2	98,5
Các khoản phải trong dài hạn	905,3	182,3	786,6	786,6
Vay và nợ dài hạn	837,5	99,0	690,3	690,3
Khoản phải trả dài hạn khác	67,8	83,3	96,3	96,3
Tổng nợ	1.999,8	1.429,3	2.357,1	2.307,2
Vốn chủ sở hữu	2.881,9	3.866,4	4.214,9	4.600,1
Vốn đầu tư của CSH	1.862,9	2.446,4	2.446,4	2.446,4
Thặng dư vốn	521,0	747,9	774,4	774,4
Cổ phiếu ngân quỹ	(0,0)	(57,8)	(0,8)	(0,8)
Lợi nhuận giữ lại	369,5	583,3	826,1	1.191,2
Quỹ đầu tư và phát triển	70,4	70,4	70,4	70,4
Quỹ dự phòng tài chính	58,2	75,2	98,8	118,5
Khác	(0,2)	1,0	(0,4)	-
Nguồn kinh phí và quỹ khác	-	1,3	1,4	-
Nguồn vốn chủ sở hữu	2.881,9	3.867,7	4.216,3	4.600,1
Lợi ích cổ đông thiểu số	29,2	0,3	0,2	0,3
TỔNG NGUỒN VỐN	4.910,9	5.297,3	6.573,7	6.907,6

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2010	2011	2012	2013F
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	186,3	244,6	244,6	244,6
Giá trị thị trường cuối năm	44.500	17.700	11.300	-
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	1.973	2.464	2.704	3.188
Giá trị sổ sách (VND)	15.470	15.804	17.229	18.804
Cổ tức (tiền mặt) VND	700	1.600	1.600	1.600
P/E (x)	22,6	7,2	4,2	7,5
P/B (x)	2,9	1,1	0,7	1,5
Dividend Yield (%)	1,6%	9,0%	14,2%	6,4%

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
01/08/2012	Cập nhật	Mua	16.500	20.000

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.**