

CTCP Cơ điện lạnh (REE)

MUA



Nguyễn Xuân Huy

Chuyên viên cao cấp

huy.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 139

Báo cáo cập nhật

Giữ nguyên KN MUA

Tăng giá mục tiêu từ 23.700 đồng lên 29.400 đồng

Giá hiện tại 24.300 đồng

Giá mục tiêu 12 tháng 29.400 đồng

TL tăng 20,9%

Lợi suất cổ tức 6,5%

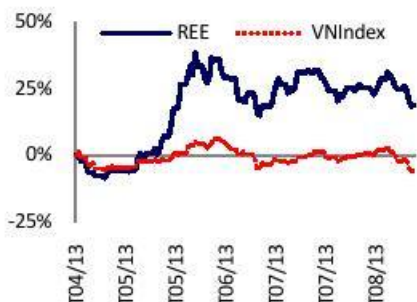
Công nghiệp

Giá trị vốn hóa 283 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành 244 triệu
Mức cao nhất 12 tháng 28.400 đồng
Mức thấp nhất 12 tháng 13.022 đồng

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua 1,8 triệu USD
Room còn lại cho khối ngoại (USD) 0 triệu USD
Sở hữu của KN / Tối đa (%) 45%/45%

Cơ cấu cổ đông

Platinum Victory 11,2%
HIFU 7,8%
Nguyễn Ngọc Hải 6,0%
Prudential 4,9%



Dòng tiền dồi dào để đầu tư

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với REE và nâng giá mục tiêu lên 29.400 đồng do giá trị danh mục đầu tư của REE đã tăng. Chúng tôi tiếp tục lạc quan về sự tăng trưởng của dòng tiền từ các hoạt động kinh doanh chủ đạo của REE, thu nhập từ tiền lãi và cổ tức từ các công ty liên kết. Tất cả các nguồn thu nhập này cho phép công ty tăng cường danh mục đầu tư của mình. Theo đánh giá của chúng tôi, giá cổ phiếu hiện tại chiết khấu danh mục đầu tư của REE 48% là chưa hợp lý.

Dòng tiền mặt dồi dào cho phép tăng cường danh mục đầu tư

Chúng tôi dự báo dòng tiền tự do hàng năm từ hoạt động kinh doanh của REE sẽ đạt mức 400 tỷ đồng từ các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, cộng thêm khoảng 200 tỷ đồng cổ tức từ các khoản đầu tư hiện tại và thu nhập từ tiền lãi, tương đương với tỷ lệ dòng tiền/cổ phiếu 2.450 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ dòng tiền/doanh thu 0,3 lần và tỷ lệ giá cả/dòng tiền 10 lần. Dòng tiền tự do ổn định cũng giúp REE duy trì cổ tức của mình, với mức lợi suất hiện tại đạt 6,5%.

Dòng tiền tự do cũng cho phép REE mở rộng danh mục đầu tư của mình vào các công ty có giá cổ phiếu thấp nhưng trả cổ tức cao, đặc biệt là trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Vừa qua, REE đã mua cổ phiếu của GDW, TDW, và VSH bên cạnh việc nắm giữ cổ phần tại PPC. Chúng tôi dự báo nhiều khả năng REE sẽ tiếp tục đầu tư vào các hoạt động kinh doanh mang lại lợi tức cao và tăng tỷ lệ cổ phần tại các công ty nằm trong danh mục đầu tư hiện tại. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng lợi nhuận ròng năm 2013 sẽ đạt 52%, nhờ thu nhập từ các công ty liên kết. Trên thực tế, thu nhập từ các công ty liên kết sẽ trở thành yếu tố chính thúc đẩy lợi nhuận trong tương lai, với các hoạt động kinh doanh cốt lõi đã bão hòa.

Bước chuyển từ rủi ro doanh nghiệp sang rủi ro thị trường

Do REE đầu tư ngày càng nhiều vào các công ty niêm yết, chúng tôi dự báo rủi ro của REE đã chuyển dần từ rủi ro doanh nghiệp (các hoạt động kinh doanh cốt lõi) sang rủi ro thị trường.

Định giá

Theo tổng kết định giá từng phần của chúng tôi, giá cổ phiếu của REE là 29.400VND/cổ phiếu. Mức giá mục tiêu mà chúng tôi đưa ra được tính theo mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền cho hoạt động kinh doanh chính (13.979 đồng), tái định giá danh mục đầu tư của công ty (14.223VND/cổ phiếu, bao gồm chiết khấu 20% giá thị trường), và giá trị ròng tài sản ngắn hạn 1.126 đồng/cổ phiếu. Khuyến nghị MUA.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	1.810	2.396	2.043	2.131	2.224
Biên LN gộp	541	585	577	604	632
Biên LN hoạt động (%)	21,3%	16,6%	20,4%	20,5%	20,6%
Biên LN ròng	28,4%	27,4%	49,3%	33,3%	32,7%
LN ròng chia cổ đông (tỷ đồng)	514	657	1.007	709	728
EPS (đồng)	2.470	2.703	4.118	2.898	2.975
Tăng trưởng EPS (%)	23,3%	9,4%	52,4%	-29,6%	2,7%
Cổ tức/CP (đồng)	1.227	1.536	1.600	1.600	1.600
Lợi suất cổ tức (%)	13,2%	9,9%	6,5%	6,5%	6,5%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	15.804	17.232	19.750	21.048	22.423
PER (lần)	4,4	5,8	6,2	8,9	8,6
PBR (lần)	0,6	0,9	1,3	1,2	1,1
ROA (%)	10,0%	11,1%	14,6%	9,6%	9,5%
ROE (%)	15,1%	16,3%	22,3%	14,2%	13,7%
Nợ/CSH (%)	6%	18%	16%	15%	14%

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh Cơ điện, cho thuê văn phòng cao ốc, điện lạnh, đầu tư tài chính
Doanh thu 114 triệu USD
Lợi nhuận ròng 31 triệu USD (2012)

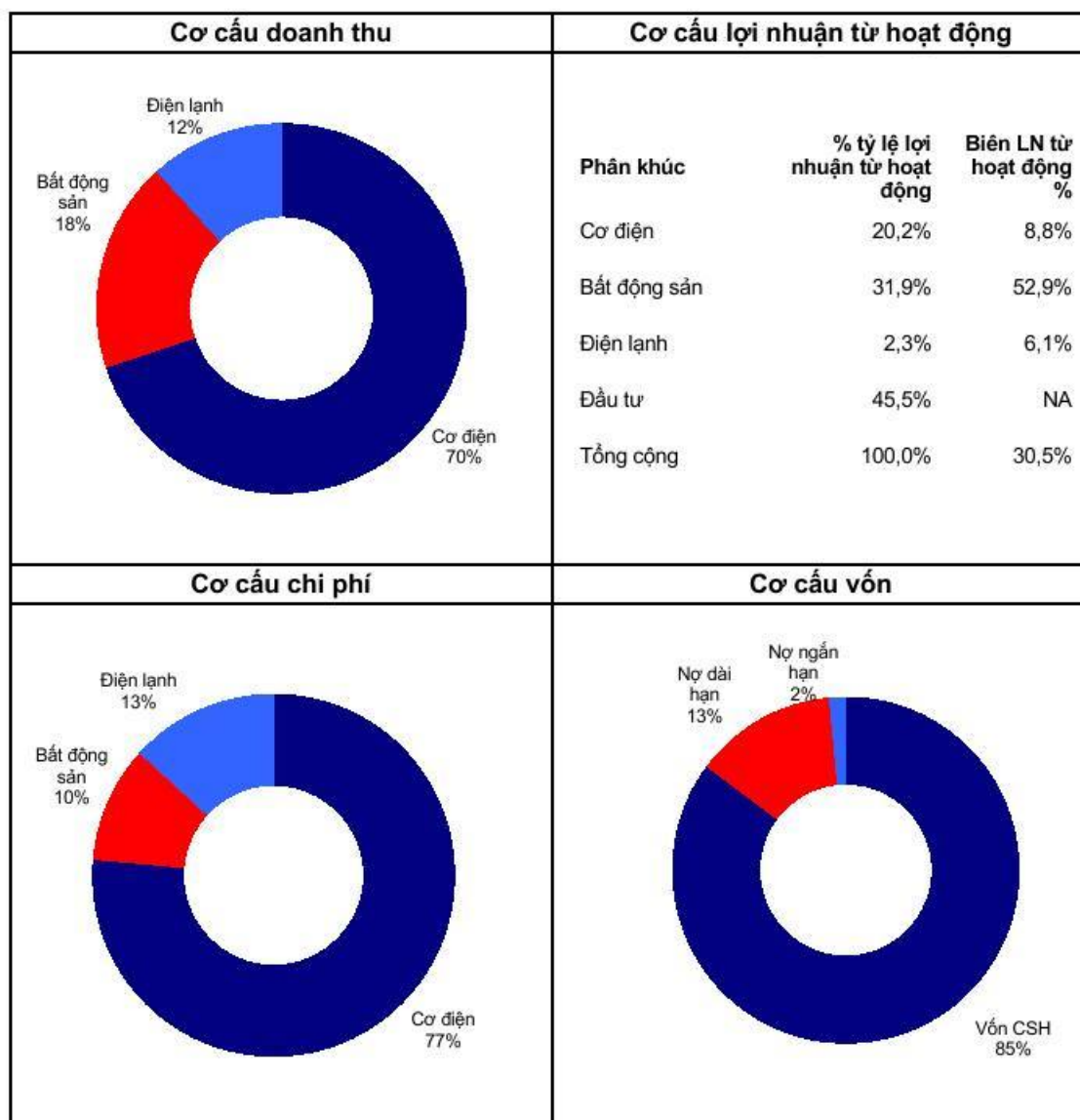
Yếu tố doanh thu chính Cơ điện
Yếu tố thu nhập chính Thu nhập từ các công ty liên kết
Yếu tố rủi ro chính Biến động thu nhập từ các công ty liên kết

Các đối thủ chính Posco, Kumho
Các khách hàng chính N/A

Lãnh đạo Bà Nguyễn Thị Mai Thanh (TGD)

Địa chỉ 364 Cộng Hòa,
Quận Tân Bình, TP.HCM

Website www.reecorp.com
Email ree@reecorp.com.vn
Điện thoại +84-8-38100017



Nguồn: REE và VCSC ước tính

Ghi nhận lợi nhuận từ các công ty liên kết trên cơ sở hàng quý thay vì nửa năm

Theo công bố của REE, từ Quý 2/2013 trở đi, công ty sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ các công ty liên kết theo từng quý thay vì 6 tháng một lần như trước đây. Đến cuối Quý 2/2013, REE đã sở hữu 14 công ty liên kết với giá trị sổ sách tổng cộng 2.478 tỷ đồng (tương đương 38% tổng tài sản). Do hoạt động kinh doanh cốt lõi đã bão hòa, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ các công ty liên kết sẽ là yếu tố tăng trưởng lợi nhuận chính của công ty. Vào Quý 2/2013, công ty báo cáo mức lợi nhuận từ các công ty liên kết là 382 tỷ đồng (gấp gần 2,4 lần lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chủ đạo), tăng lợi nhuận ròng Quý 2/2013 lên 529 tỷ đồng (tăng 256% so với cùng kỳ), giúp KQLN 6 tháng đầu năm của công ty đạt 98% mục tiêu cả năm.

Theo quan sát của chúng tôi, đến thời điểm cuối Quý 2/2013, REE ghi nhận toàn bộ lợi thế thương mại âm đạt giá trị 250 tỷ đồng, bao gồm lợi thế thương mại âm từ PPC là 344 tỷ đồng đã cải thiện đáng kể KQLN 6 tháng đầu năm. Theo đó, không có lợi thế thương mại âm được tính vào thu nhập từ các công ty liên kết của các công ty PPC, NBC và DNC từ Quý 2/2013 trở đi. Tuy nhiên, trong tương lai, sẽ không có khấu hao lợi thế thương mại trên các khoản đầu tư còn lại vào các công ty liên kết.

Bảng 1: Thu nhập từ các công ty liên kết

	Lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm 2013 lấy từ KQLN	Khấu hao lợi thế thương mại trong 6 tháng đầu năm 2013	Lợi nhuận từ các công ty liên kết trước khi khấu hao
CTCP Thủy điện Thác Bà	-7	-22	15
Công ty BOO Nước Thủ Đức	-61	-85	24
CTCP Địa ốc Sài Gòn	-4	-6	2
CTCP Hạ tầng và BĐS Việt Nam	0	0	0
CTCP Thủy điện Thác Mơ	4	-11	15
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	0	-5	5
CTCP Đầu tư Xây dựng và Kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	0	0	0
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	426	344	81
CTCP Than Núi Béo	11	23	-12
CTCP Than Đèo Nai	12	12	0
Khác	0	0	0
Tổng cộng	382	250	132

Nguồn: REE, VCSC

Nâng mức dự báo lợi nhuận từ các công ty liên kết

Với KQLN trong 6 tháng đầu năm khá cao, nhờ việc khấu hao lợi thế thương mại, đặc biệt là lợi thế thương mại âm một lần của PPC, chúng tôi điều chỉnh tăng mức dự báo cho năm 2013, nhưng giảm dự báo doanh thu do chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng của phân khúc cơ điện và điện lạnh từ mức 12% trước đây. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chủ đạo sẽ đi vào ổn định trong 6 tháng cuối năm, nhưng lợi nhuận từ các công ty liên kết sẽ giảm do các khoản lợi nhuận này được tính vào lợi thế thương mại Quý 2/2013. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng thu nhập từ các công ty liên kết 6 tháng cuối năm sẽ đạt mức cao.

Bảng 2: Dự báo của VCSC (tỷ đồng)

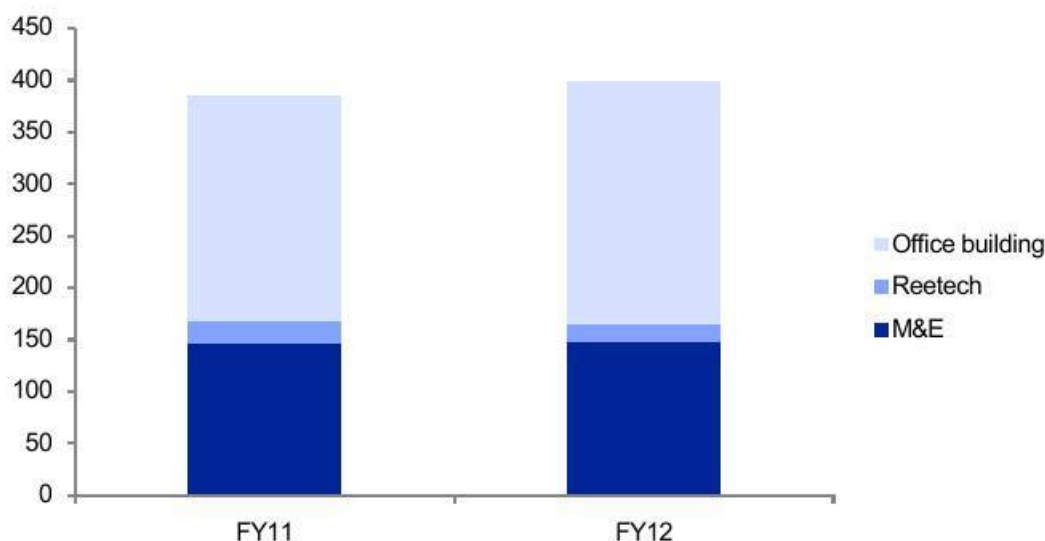
	Dự báo trước đây	Dự báo hiện nay	KQLN 6 tháng đầu năm	Dự phóng KQLN 6 tháng đầu năm
Doanh thu	2.634	2.043	1.122	55%
LN gộp	659	577	298	52%
LN thuần HĐKD	449	418	205	49%
LN trước thuế	791	1.099	697	63%
LN ròng	648	1.007	639	63%

Nguồn: REE, VCSC

Phương pháp dự báo thu nhập

Theo đánh giá của chúng tôi, hoạt động kinh doanh chủ đạo đã đi vào ổn định và không còn là yếu tố thúc đẩy lợi nhuận, do i) phân khúc cơ điện đang chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ nước ngoài, cộng với tình trạng trầm lắng của thị trường bất động sản, và ii) tỷ lệ lấp đầy của tòa nhà văn phòng. Chúng tôi dự báo mọi biến động của lĩnh vực kinh doanh cốt lõi sẽ không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận ròng của công ty. Do đó, chúng tôi cho rằng dự báo của chúng tôi về doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động kinh cốt lõi của công ty có độ chính xác cao.

Bảng 3: Lợi nhuận thuần HĐKD theo phân khúc của REE (tỷ đồng)



Nguồn: REE, VCSC

Tuy nhiên, đối với thu nhập từ các công ty liên kết, do số lượng các công ty liên kết lớn (14) và lợi nhuận các công ty này biến động rất thất thường, trong đó lợi nhuận ròng của PPC biến động đặc biệt mạnh và phụ thuộc vào tỷ giá VND/JPY, khó có thể dự báo chính xác thu nhập từ các công ty liên kết. Do đó, chúng tôi đưa ra mức dự báo lợi nhuận ròng tương đương 11% ROI, tỷ lệ trung bình năm 2011 và 2012.

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận ròng của REE (tỷ đồng)

	2013	2014	2015	2016	2016
Doanh thu	2.043	2.131	2.224	2.321	2.423
- Giá vốn hàng bán	(1.466)	(1.528)	(1.592)	(1.660)	(1.731)
LN gộp	577	604	632	661	692
- Chi phí bán hàng và tiếp thị	(44)	(46)	(48)	(50)	(52)
- Chi phí quản lý DN	(115)	(120)	(126)	(131)	(137)
LN thuần HĐKD	418	437	458	480	503
- Tăng trưởng ngoại hối	1	1	1	1	1
Lợi nhuận từ các HĐ khác	833	416	416	416	416
EBIT	1.251	854	875	897	919
- Chi phí lãi vay	(52)	(49)	(46)	(43)	(41)
Lợi nhuận trước thuế	1.199	805	829	853	879
- Thuế TNDN	211	141	145	150	154
LN ròng	989	664	683	703	725

Nguồn: VCSC

Mô hình kinh doanh sản sinh lượng tiền mặt dồi dào

REE là một trong số các công ty sở hữu lượng tiền mặt dồi dào nhất. Ngoài dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, đạt tổng cộng 692 tỷ đồng vào năm 2012, REE còn nhận được nhiều cổ tức từ các khoản đầu tư và thu nhập từ tiền lãi, ước tính khoảng 102 tỷ đồng - 212 tỷ đồng trong giai đoạn 2010-2012. Trong 6 tháng đầu năm 2012, REE đã thu về tổng cộng 140 tỷ đồng. Riêng cổ tức, chưa tính đến tỷ lệ tăng của danh mục đầu tư, đã là nguồn thu nhập tốt để công ty liên tục đầu tư vào các cổ phiếu có giá trị thấp nhưng trả cổ tức cao.

Bảng 5: Thu nhập từ cổ tức của REE

	2010	2011	2012	6 tháng đầu năm 2013
Cổ tức và lợi suất (tỷ đồng)	102	212	186	140

Nguồn: REE, VCSC

Bảng 6: Tỷ lệ trả cổ tức năm 2012 của các công ty liên kết đã niêm yết của REE

Công ty	Mã	LN ròng (đồng)	Tỷ lệ trả cổ tức *	Cổ tức 2013***
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	128	47%	10,5%
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	146	39%	NA
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	505	1%**	8%
CTCP Than Núi Béo	NBC	52	42%	10%
CTCP Than Đèo Nai	TDN	33	73%	10%

Nguồn: Bloomberg, VCSC

*: tỷ lệ trả cổ tức được tính toán dựa trên cổ tức thanh toán thực tế trong năm tài chính

** : cổ tức trả bằng tiền mặt thấp trong năm 2012 do lợi nhuận thấp trong năm 2011. Tỷ lệ trả cổ tức năm 2013 sẽ cao hơn nhiều

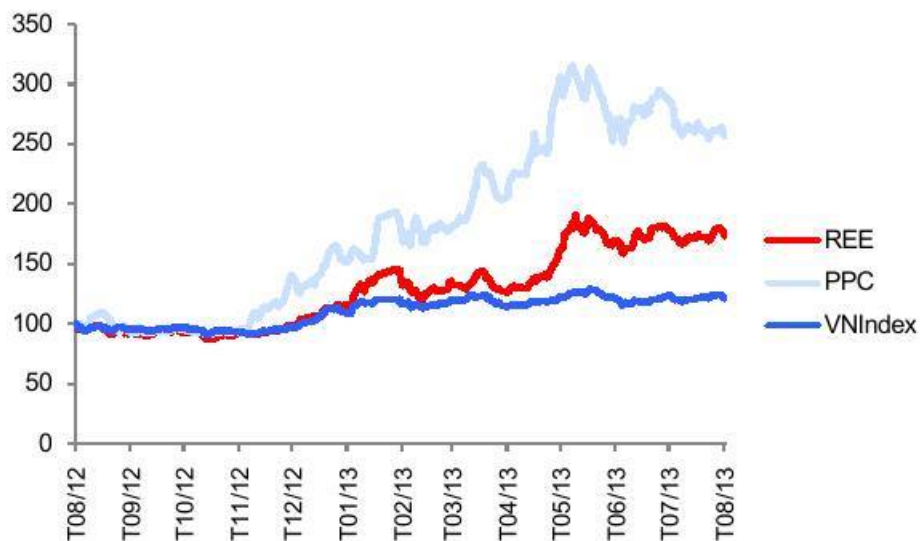
***: Cổ tức 2013 là cổ tức đã được ĐHCĐ thông qua. Tỷ lệ trả cổ tức dựa trên vốn điều lệ và không bảo đảm cổ tức bằng tiền mặt.

Dù các khoản đầu tư của REE mang lại cổ tức cao, chúng tôi không áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) để đánh giá các khoản đầu tư này, do DDM không tính đến tỷ lệ tăng trưởng giá trị đầu tư, và lợi nhuận dao động dẫn đến cổ tức dao động.

Rủi ro hệ thống tăng

Xem xét độ phát triển và bền vững của hoạt động kinh doanh cốt lõi, chúng tôi nhận thấy rủi ro từ hoạt động này khá ít, và nếu có cũng không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận ròng của công ty. Mặt khác, rủi ro của REE phần lớn liên quan đến danh mục đầu tư của công ty, tức diễn biến giá cả cổ phiếu của các công ty được niêm yết thuộc danh mục đầu tư, đặc biệt là khoản đầu tư mạnh vào PPC. Trên thực tế, chúng tôi nhận thấy có sự tương đồng lớn giữa giá cổ REE và PPC. Chúng tôi dự báo rủi ro của REE đang chuyển dịch dần về hướng rủi ro hệ thống hơn là rủi ro không có hệ thống.

Bảng 7: Diễn biến giá cổ phiếu REE và PPC so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Định giá

Chúng tôi quyết định thay thế mô hình DCF bằng mô hình tổng kết định giá từng phần (SoTP) để phản ánh chân thực hơn biến động của cổ tức bằng tiền mặt từ các công ty liên kết cũng như thu nhập phi tiền mặt từ các công ty liên kết. Phương pháp SoTP bao gồm giá trị hợp lý của các hoạt động kinh doanh cốt lõi, giá trị thị trường của các khoản đầu tư và giá trị ròng tài sản ngắn hạn.

Định giá các hoạt động kinh doanh chủ đạo

Căn cứ theo độ ổn định của các hoạt động kinh doanh cốt lõi (cơ điện, điện lạnh, cao ốc văn phòng), chúng tôi định giá các hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty theo mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ các hoạt động kinh doanh chủ đạo sẽ tăng trưởng danh nghĩa.

Bảng 8: Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chủ đạo (tỷ đồng)

	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	2.043	2.131	2.224	2.321	2.423
LN từ hoạt động	418	437	458	480	503

Nguồn: VCSC

Bảng 9: Dòng tiền tự do từ hoạt động kinh doanh chủ đạo (tỷ đồng)

	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT	418	437	458	480	503
- Thuế suất	73	77	80	84	88
+ Khấu hao lũy kế	62	64	65	66	68
- Đầu tư xây dựng cơ bản	8	10	11	12	13
- Thay đổi vốn lưu động	0	0	0	0	0
= Dòng tiền tự do không tính lãi vay	399	415	432	450	469
/ Yếu tố giảm giá trị	1,15	1,32	1,52	1,75	2,02
= Hiện giá của dòng tiền tự do	346	313	284	257	233

Nguồn: VCSC

Bảng 10: Bảng tổng kết

Chi phí CSH	16%
Chi phí nợ	12%
WACC	15%
Nợ/Vốn CSH	16%
Hiện giá của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	1.433
Dòng tiền cuối kỳ dự phóng (tỷ đồng)	4.006
Hiện giá của dòng tiền cuối kỳ dự phóng (tỷ đồng)	1.987
Tổng hiện giá của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	3.420
SL cổ phiếu lưu hành	244.640.638
Giá trị hoạt động kinh doanh chủ đạo/cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	13.979

Nguồn: VCSC

Định giá danh mục đầu tư

Để định giá danh mục đầu tư, chúng tôi tái định giá giá trị danh mục dựa trên giá cổ phiếu hiện tại. Đối với các khoản đầu tư vào công ty tư nhân, chúng tôi không có đủ thông tin cần thiết để tái định giá, ngoại trừ dữ liệu giao dịch trước đây của Công ty BOO Nước Thủ Đức. Sau khi tính toán giá trị hợp lý, chúng tôi trừ đi 20% rủi ro thoái vốn, chúng tôi tin mức 20% là hợp lý do i) so sánh mức chiết khấu của giá cổ phiếu so với tài sản ròng của các quỹ đầu tư niêm yết và ii) độ hấp dẫn của danh mục đầu tư, bao gồm các khoản đầu tư thuộc lĩnh vực thượng nguồn và hạ nguồn vào cung cấp nguồn điện và nước.

Bảng 11: Đầu tư dài hạn của REE tính đến thời điểm cuối Quý 2/2013

Công ty	Mô tả	Vốn cổ phần	Lượng cổ phiếu	Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	Giá cổ phiếu trung bình	Giá hợp lý	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
Đầu tư dài hạn							
Công ty BOO Nước Thủ Đức	Chưa niêm yết	42,1%	-	338	-	-	688
CTCP Hạ tầng và Bất động sản Việt Nam	Chưa niêm yết	46,4%	-	127	-	-	127
CTCP Địa ốc Sài Gòn	Chưa niêm yết	28,9%	-	58	-	-	58
CTCP Cơ điện Đoàn Nhất	Chưa niêm yết	35,0%	-	23	-	-	23
CTCP Cơ điện Chất Lượng	Chưa niêm yết	35,6%	-	3	-	-	3
CTCP Cơ điện Hợp Nhất	Chưa niêm yết	35,0%	-	2	-	-	2
CTCP Thủy điện Thác Bà	Niêm yết	24,0%	15.220.950	224	14.724	16.100	245
CTCP Thủy điện Thác Mơ	Niêm yết	35,5%	24.836.000	335	13.493	14.100	350
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	Niêm yết	29,4%	3.787.603	68	17.867	13.900	53
CTCP Đầu tư Xây dựng và Kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	Chưa niêm yết	30,0%	-	46	-	-	46
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	Niêm yết	22,3%	72.619.911	1.138	15.676	20.100	1.460
CTCP Than Núi Béo	Niêm yết	22,6%	6.327.946	62	9.735	9.100	58
CTCP Than Đèo Nai	Niêm yết	23,2%	3.718.400	56	15.108	8.200	30
Tổng cộng				2.479			3.141
Đầu tư ngắn hạn							
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	Chưa niêm yết	9,3%	42.085.353	470	11.183	-	470
CTCP Sonadezi Châu Đức	Chưa niêm yết	14,9%	10.463.500	183	17.573	-	183
Khác			7.034.800	81	11.509	-	81
CTCP Chế biến Thủy sản Út Xi	OTC	5,0%	1.491.176	60	40.513	-	60
CTCP Dịch vụ Bưu chính Viễn thông Sài Gòn	OTC	0,8%	1.078.845	48	44.492	-	48
CTCP DV Vận tải Dầu khí Cửu Long	NA	NA	1.511.260	11	7.432	-	11
REE Power JSC	NA	NA	781.599	8	10.000	-	8
Mang Canh JSC	NA	NA	500.000	5	10.000	-	5
Khác	NA	NA	11.253.698	137	12.147	-	137
Dự phòng				-88			-88
Tổng cộng				915			915
Ủy thác đầu tư				58			58
Tiền gửi ngắn hạn				235			235
Tổng cộng				3.687			4.349

Nguồn: REE, VCSC

Bảng 12: Giá trị đầu tư/cổ phiếu

(+) Giảm/(-) tăng danh mục đầu tư	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)
+30%	3.045	12.445
+20%	3.479	14.223
+10%	3.914	16.001
+0%	4.349	17.779
-10%	4.784	19.556
-20%	5.219	21.334
-30%	5.654	23.112

Nguồn: REE, VCSC

Bảng sau (bảng 13) trình bày PER và P/B, cùng với mức chiết khấu 20% mà chúng tôi áp dụng cho các khoản đầu tư niêm yết của REE. Chúng tôi cũng khuyến cáo rằng phần chiết khấu chỉ áp dụng cho rủi ro thanh lý, không liên quan đến giá trị hợp lý các khoản đầu tư niêm yết của REE.



Hình 13: PER đầu tư niềm yết

	PER 12 tháng qua	P/B 12 tháng qua	PER chiết khấu	PB chiết khấu
CTCP Thủy điện Thác Bà	6,5	1,2	5,4	1,0
CTCP Thủy điện Thác Mơ	6,3	1,2	5,3	1,0
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	12,9	0,8	10,8	0,7
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	3,7	1,3	3,1	1,0
CTCP Than Núi Béo	14,8	0,9	12,3	0,7
CTCP Than Đèo Nai	NA	0,6	NA	0,5

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Tổng kết giá cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 29.400 đồng/cổ phiếu tính theo mô hình tổng kết định giá từng phần.

Bảng 13: Tổng kết giá mục tiêu

Hoạt động kinh doanh chủ đạo/cổ phiếu	13.979
Danh mục đầu tư/cổ phiếu	14.223
Tỷ lệ tài sản ngắn hạn ròng/cổ phiếu	1.183
Giá trị đầu tư/cổ phiếu	29.385
Giá cổ phiếu hiện tại	24.300
Tăng/giảm	21%

Nguồn: REE, VCSC



Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	513	610	NA	NA	1.123
LN gộp	141	158	NA	NA	299
LN biên gộp (%)	27,6%	25,8%	NA	NA	26,6%
LN từ hoạt động	111	94	NA	NA	205
Biên LN hoạt động (%)	21,6%	15,4%	NA	NA	18,2%
LN ròng	110	529	NA	NA	640
Biên LN ròng (%)	21,5%	86,7%	NA	NA	57,0%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	509	674	552	660	2.396
LN gộp	124	152	148	163	587
LN biên gộp (%)	24,3%	22,6%	26,9%	24,7%	24,5%
LN từ hoạt động	94	118	105	82	399
Biên LN hoạt động (%)	18,4%	17,5%	19,0%	12,5%	16,7%
LN ròng	256	149	77	177	658
Biên LN ròng (%)	50,2%	22,0%	13,9%	26,8%	27,5%

2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	399	456	440	516	1.810
LN gộp	136	155	136	149	575
Biên LN gộp (%)	34,1%	34,0%	30,8%	28,9%	31,8%
LN từ hoạt động	98	107	93	87	385
Biên LN hoạt động (%)	24,6%	23,4%	21,1%	16,9%	21,3%
LN ròng	92	79	147	196	514
Biên LN ròng (%)	23,1%	17,3%	33,4%	38,0%	28,4%

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012
KQLN				
Doanh thu	1.174	1.808	1.810	2.396
- Giá vốn hàng bán	-765	-1.313	-1.269	-1.810
LN gộp	409	495	541	585
- Chi phí bán hàng	-49	-56	-57	-52
- Chi phí quản lí DN	-90	-104	-99	-135
LN từ hoạt động	270	335	385	398
- Lỗ/lãi tỷ giá	-6	-7	0	1
- Lợi nhuận khác	229	176	319	436
EBIT	492	504	703	835
- Chi phí lãi vay	-8	-36	-71	-38
Lợi nhuận trước thuế	484	468	632	797
- Thuế TNDN	-50	-107	-119	-140
LNST	434	361	513	657
- Lợi ích CĐTS	-2	2	1	0
LNST cổ đông CT Mẹ	432	362	514	657
EBITDA	492	504	707	839
Số CP lưu hành (triệu)	81	186	245	245
EPS	2.426	2.003	2.470	2.703

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu %	1,7	54,0	0,1	32,3
Tăng trưởng LN HĐKD %	40,0	24,1	15,0	3,5
Tăng trưởng EBIT %	-497,0	2,3	39,6	18,7
Tăng trưởng EPS %	-379,2	-17,4	23,3	9,4

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp %	34,8	27,4	29,9	24,4
Tỷ suất LNST %	36,9	19,9	28,3	27,4
ROE %	18,9	13,3	15,1	16,3
ROA %	14,5	8,6	10,0	11,1

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	198,9	186,8	217,6	146,9
Số ngày phải thu	65,3	50,1	55,5	53,5
Số ngày phải trả	50,2	50,6	52,6	31,7
TG luân chuyển tiền	214,0	186,3	220,5	168,7

Chỉ số TK/dồn bẫy TC				
CS thanh toán hiện hành	1,78	1,36	1,99	1,99
CS thanh toán nhanh	1,15	0,93	1,45	1,48
CS thanh toán tiền mặt	0,31	0,60	0,34	0,53
Nợ / Tài sản	0,07	0,21	0,05	0,12
Nợ/Vốn sử dụng	0,09	0,26	0,06	0,16
Nợ/Vốn CSH	0,09	0,36	0,06	0,18
Nợ ngắn hạn/Vốn CSH	60,75	14,02	9,86	22,08

Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012
Bảng cân đối kế toán				
Tiền và tương đương	244	1.172	427	835
Đầu tư TC ngắn hạn	325	289	774	884
Các khoản phải thu	225	272	279	424
Hàng tồn kho	498	846	667	790
Tài sản ngắn hạn khác	116	75	334	190
Tổng tài sản ngắn hạn	1.408	2.654	2.480	3.123
Tài sản dài hạn	632	667	857	809
+ Khấu hao lũy kế	-24	-27	-29	-32
Tài sản dài hạn	608	640	828	777
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	1.398
Tài sản dài hạn khác	1.366	1.668	1.989	1.277
Tổng tài sản dài hạn	1.974	2.308	2.817	3.452
Tổng Tài sản	3.382	4.962	5.297	6.574
Phải trả ngắn hạn	142	222	144	171
Vay và nợ ngắn hạn	148	1.035	152	83
Phải trả ngắn hạn khác	502	690	953	1.318
Nợ ngắn hạn	792	1.947	1.248	1.572
Vay và nợ dài hạn	86	18	99	690
Phải trả dài hạn	17	68	83	96
Nợ dài hạn	103	86	182	787
Tổng nợ	895	2.033	1.431	2.358
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư	1.315	521	748	774
Vốn điều lệ	810	1.863	2.446	2.446
LN chưa phân phối	336	516	672	995
Lợi ích cổ đông thiểu số	25	29	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.487	2.929	3.867	4.216
Tổng cộng nguồn vốn	3.382	4.962	5.297	6.574

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	359	244	1.172	427
Lợi nhuận sau thuế	432	362	514	657
Khấu hao lũy kế	0	0	41	61
Thay đổi vốn lưu động	36	-25	-110	-250
Điều chỉnh	81	-174	-118	224
Tiền từ hoạt động KD	549	163	326	692
Chi mua sắm TSCĐ	-82	-75	-210	-29
Đầu tư khác	-515	-149	-512	-486
Tiền từ đầu tư	-597	-224	-722	-514
Cổ tức đã trả	-57	0	-300	-376
Tặng (giảm) vốn	0	96	0	84
Tặng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	54	819	-803	523
Tiền từ hoạt động TC	-67	988	-348	230
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-115	927	-744	407
Tiền cuối năm	244	1.172	427	835

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Xuân Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giá định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trưởng phòng cao cấp
Tôn Minh Phương, ext 146
phuong.ton@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM +84
8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Tri Định, ext 149

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.