



CTCP KỸ NGHỆ LẠNH (SRF- HSX)

Cơ hội từ tăng trưởng ngành

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY16	Q1-FY16	+/- qoq	Q2-FY15	+/- yoy
Doanh thu thuần	305,3	156,8	95%	297,4	3%
Lợi nhuận sau thuế	18,3	7,0	162%	16,0	14%
EBIT	26,6	12,3	115%	22,9	16%
Tỷ suất EBIT	8,7%	7,9%	84bps	7,7%	103bps

Nguồn: RongViet Research

- Là một trong những doanh nghiệp nội địa hàng đầu trong lĩnh vực M&E tại Việt Nam
- Lạnh công nghiệp: Chưa có đối thủ tương xứng
- Tình hình tài chính ổn định với hiệu quả sử dụng vốn vượt trội và số dư tiền mặt lớn

Quan điểm và định giá

Là doanh nghiệp hàng đầu ở cả hai mảng hoạt động là cơ điện công trình (M&E) và lạnh công nghiệp (LCN), SRF đang được hưởng lợi đáng kể từ sự sôi động của hoạt động xây dựng và lĩnh vực chế biến thực phẩm. Với khối lượng công việc dồi dào, tốc độ ký mới hợp đồng đúng với kỳ vọng, năm 2016 sẽ là năm tăng trưởng mạnh đối với hoạt động thi công Cơ điện của SRF. Đối với mảng Lạnh công nghiệp, việc giành được những hợp đồng xuất khẩu cho hệ thống cấp đông truyền thống và khai thác thêm những nhánh mới trong mảng bảo quản lạnh ở thị trường nội địa giúp củng cố vị thế đầu ngành của SRF. Bên cạnh hoạt động kinh doanh cốt lõi tập trung và ổn định, SRF có sức khỏe tài chính lành mạnh với tiền mặt lớn, vòng quay vốn lưu động cao, tỷ lệ nợ hợp lý.

Sử dụng phương pháp FCFF và P/E chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của SRF vào khoảng 32.100 đồng/cp, cao hơn 25,1% so với giá đóng cửa ngày 03/08/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LUỸ** cổ phiếu SRF trong **DÀI HẠN**. Chính sách cổ tức tiền mặt rất đều đặn với tỷ suất hấp dẫn đối là một điểm cộng đáng lưu ý đối với SRF.

Rủi ro đối với một trong những HỖKD chính của SRF là tính chu kỳ của ngành xây dựng. Hiện tại hoạt động xây dựng nội địa vẫn đang diễn ra sôi động nhờ thị trường BĐS ấm lại, tuy vậy, khó có thể khẳng định xu hướng này sẽ tiếp tục mạnh mẽ trong các năm tới.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ)	FY2014	FY2015	6T2016	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	837,3	1.044,3	462,2	1.503,8	1.684,2
% tăng trưởng	48,0%	24,7%	20,1%	44,0%	12,0%
Lợi nhuận sau thuế	65,4	64,6	25,3	83,7	93,6
% tăng trưởng	81,5%	-1,2%	45,0%	29,4%	11,9%
Tỷ suất LNST (%)	7,8%	6,2%	5,5%	5,6%	5,6%
ROA (%)	7,9%	6,4%		7,1%	7,3%
ROE (%)	17,4%	16,1%		19,4%	20,0%
EPS (VND)	2.659	2.423		3.433	3.841
EPS điều chỉnh	2.659	2.423		3.433	3.841
Giá trị sổ sách (VND)	15.859	16.989		18.172	19.780
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.800	1.200		2.000	2.000
P/E (x)	9,7	10,6		8,1	7,3
P/BV (x)	1,6	1,5		1,5	1,4

Nguồn: BCTC SRF, RongViet Research tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 03/08/2016

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

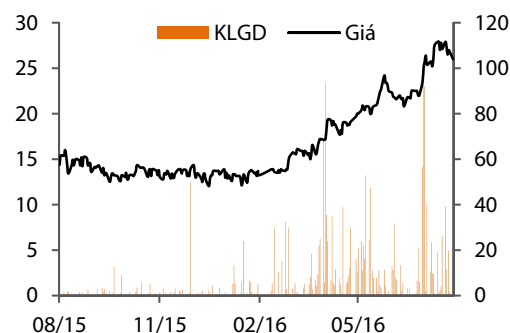
TÍCH LUỸ

Giá thị trường (VND)	26.700
Giá mục tiêu (VND)	32.100

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Xây dựng & Vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	633,4
SLCPDLH	24.361.876
Beta	0,08
Free Float (%)	39,6
Giá cao nhất 52 tuần	27900
Giá thấp nhất 52 tuần	12035
KLGD bình quân 20 phiên	16.360



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
SRF	40	85	294
XD&VL	14	36	N/A
VN30 Index	3	-3	13
VN-Index	5	5	27

Cổ đông lớn (%)

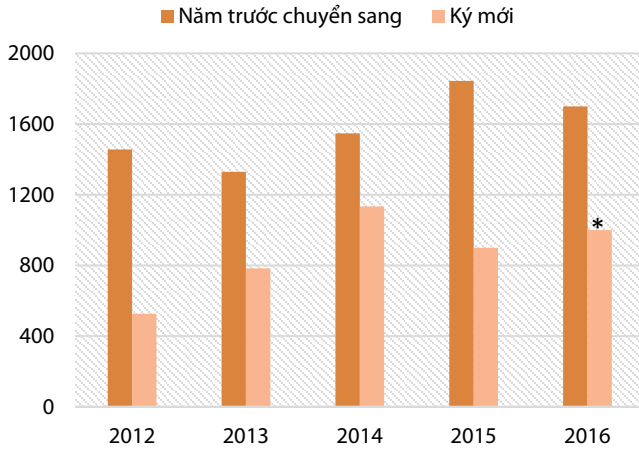
CTCP Taisei Oncho	24,93
CTCP Sao Phương Nam	24,20
TCT Thủy sản Việt Nam	12,79
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	20,57

Nguyễn Hà Trinh

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1331

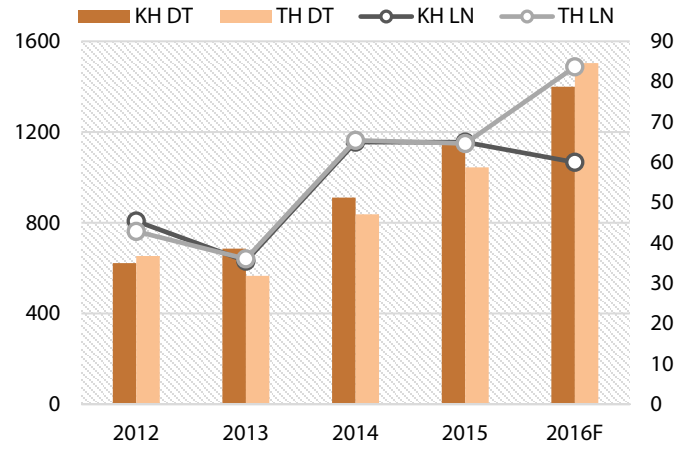
trinh.nh@vdsc.com.vn

Hình 1: Khối lượng công việc gói thầu và giá trị HĐ ký mới



Nguồn: SRF, RongViet Research ước tính.
*Lượng HĐ ký mới tính tới tháng 6/2016

Hình 2: Kế hoạch và Thực hiện DT & LNST



Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

SRF là một trong những doanh nghiệp nội địa hàng đầu trong lĩnh vực M&E tại Việt Nam

Tăng tốc để tiến lên ngôi đầu

Cùng với REE, SRF là một trong hai công ty M&E nổi bật trên sàn niêm yết có năng lực đảm nhận các gói thầu M&E lớn. SRF và REE đều là hai cái tên quen thuộc trong danh sách lựa chọn cuối cùng của các chủ đầu tư (CĐT) lớn như VinGroup, Novaland, Sun Group, vv. Tương tự như các nhà thầu lớn khác như CTD, REE, HBC, năng lực thi công của SRF trải rộng ở nhiều phân khúc từ cơ điện công nghiệp (CN), trung tâm thương mại (TTTM), văn phòng (VP) cho tới chung cư cao cấp (CC) và resort.

Nhờ quan hệ rộng, REE thường xuyên luôn giữ vị trí số 1 trong lĩnh vực M&E tại Việt Nam. Tuy nhiên, trong 2 năm qua, SRF đã có sự tăng tốc vượt bậc. Trong khi REE đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu gộp trong mảng M&E từ 2011 đến 2015 là 13%, SRF đạt mức tăng trưởng đến 17%. Nếu năm 2012, doanh thu của SRF chỉ bằng 47% của REE thì dự kiến năm 2016, doanh thu M&E của SRF sẽ tương đương 86% của đối thủ. Như vậy, khoảng cách giữa SRF với ngôi đầu trên thị trường M&E đã thu hẹp đáng kể.

Trong khi REE khá thận trọng trong việc lựa chọn công trình và đang cho thấy tăng trưởng chậm lại trong mảng M&E thì SRF đang có sự tăng trưởng vượt bậc về doanh thu thi công cũng như giá trị hợp đồng ký mới (Hình 1). Là một trong 2 nhà thầu M&E nội địa lớn nhất hiện nay, SRF được đánh giá sẽ hưởng lợi nhiều từ sự tăng trưởng nhu cầu xây dựng trên cả nước.

Bảng 1: Một số dự án nổi bật

Dự án	Chủ đầu tư	Thời gian hoàn thành
L2 Vinhomes Central Park	VinGroup	2016
Pearl Plaza	SSG Group	2015
Gateway Thảo Điền	Hamon, Sơn Kim Land	2015
Garden Gate	Novaland	2015
Habitat Bình Dương	VSIP-Sembcorp Gateway-MC Development Asia	2015
KS Hilton Đà Nẵng	CTCP TM- DV Khách Sạn Bạch Đằng	2015
Vincom Mega Mall Thảo Điền	VinGroup	2015
Vista Verde	Capital Land	2015
Làng Pháp Bà Nà	CTCP DV Cáp treo Bà Nà	2015

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

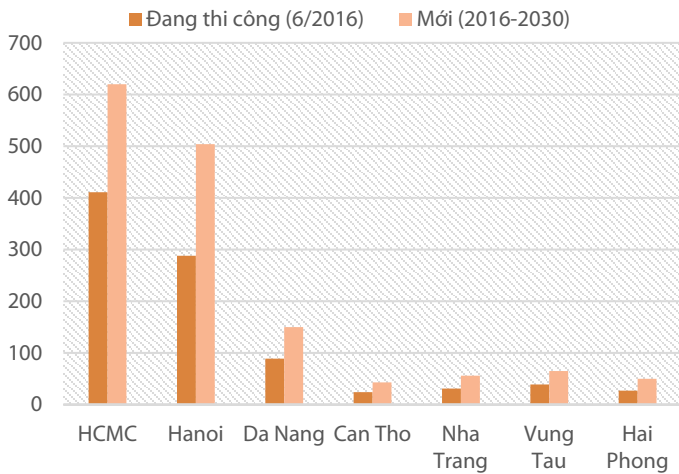
Thị trường BĐS và hoạt động xây dựng tiếp tục sôi động

Đội kỹ sư Cơ điện có năng lực, đang mở rộng về quân số và được hỗ trợ từ cổ đông chiến lược có kinh nghiệm trong ngành*, vì vậy được kì vọng tiếp tục nâng hiệu quả hoạt động xây lắp các công trình cơ điện. Tỷ lệ nội địa hoá nguyên vật liệu và linh kiện của SRF có sự cải thiện qua từng năm là tín hiệu khả quan đối với ngành M&E nội địa bởi giảm phụ thuộc vào nhập khẩu là cải thiện giá trị gia tăng cho chính doanh nghiệp. Đặc biệt SRF có khả năng tự sản xuất phần lớn các linh kiện của hệ thống nóng lạnh (trong hệ thống điều hoà không khí trung tâm), qua đó có lợi thế kiểm soát chi phí đầu vào, điều mà ít nhà thầu M&E làm được.

* Nhà thầu xây dựng Taisei Oncho là doanh nghiệp Nhật Bản hoạt động hơn 100 năm trong ngành xây dựng dân dụng, với doanh thu 2015 trên 15 tỷ USD. Sau khi nắm 25% cổ phần của SRF thông qua đợt phát hành năm 2013 đã có sự trợ giúp tích cực về mặt đào tạo đội ngũ kĩ thuật (lắp đặt điều hoà không khí và cấp thoát nước), bên cạnh hỗ trợ tiếp cận các dự án lớn. Nhờ vậy, SRF tham gia thi công nhiều công trình dân dụng lớn như Viettel Trade Centre, Pearl Plaza và Liberty Riverside.

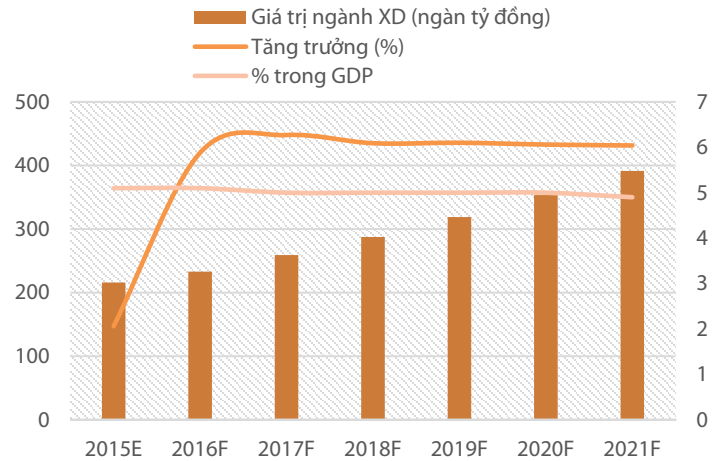
Tăng trưởng tích cực ở mảng M&E một phần không nhỏ do được hưởng lợi từ yếu tố ngành. Thị trường BĐS sôi động trở lại, nhu cầu văn phòng tăng trưởng mạnh là điều kiện thuận lợi cho các nhà thầu khi duy trì khối lượng công việc gối đầu ổn định và liên tục trúng thầu các công trình mới.

Hình 3: Số lượng dự án đang thi công và dự án mới tại một số TP lớn



Nguồn: CBRE, RongViet Research tổng hợp

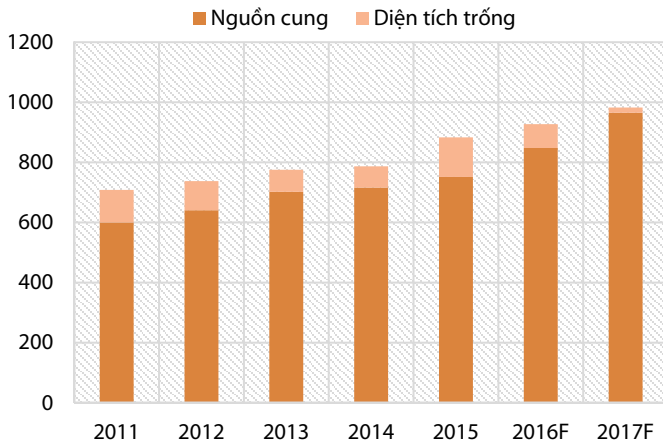
Hình 4: Dự báo giá trị xây dựng



Nguồn: BMI, RongViet Research tổng hợp

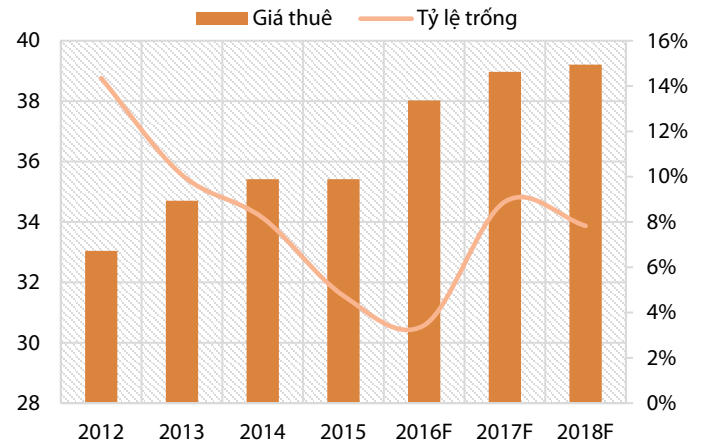
Thị trường BĐS ảm trở lại trong bối cảnh nền kinh tế đang tăng trưởng là tín hiệu tích cực cho các DN xây dựng nói chung và đặc biệt là các thầu phụ M&E bởi gia tăng nhu cầu xây dựng trong vòng 3, 4 năm tới. Trong khi dòng tiền của một gói thầu xây dựng CC phụ thuộc nhiều vào khả năng bán hàng của CĐT, đảm nhận những công trình TTTM và VP cho phép nhà thầu M&E sự ổn định trong dòng tiền cao hơn. Như đã đề cập, phần lớn các gói thầu của SRF nằm trong phân khúc TTTM, cao ốc VP hoặc Phúc hợp, được đánh giá ít rủi ro bong bóng hơn so với phân khúc nhà ở (CC và căn hộ). Nhờ vậy, tham gia nhiều dự án TTTM và VP không chỉ giúp nâng biên gộp mà còn tránh được một phần rủi ro tiềm ẩn đặc trưng của phân khúc.

Hình 5: Tình hình nguồn cung VP cho thuê tại TPHCM



Nguồn: CBRE, RongViet Research tổng hợp

Hình 6: Tình hình cho thuê VP tại TPHCM

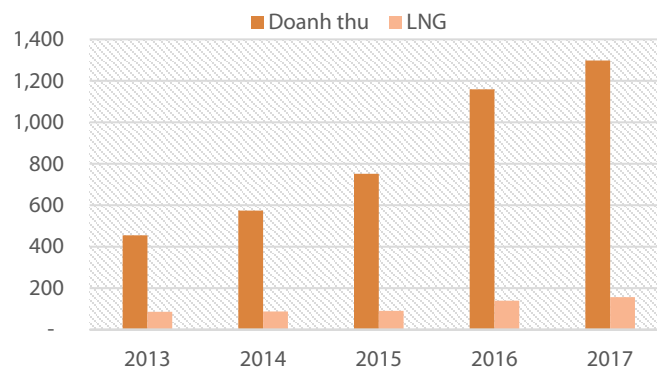


Nguồn: CBRE, RongViet Research tổng hợp

Nhìn vào nguồn cung cũng như tỉ lệ lấp đầy và giá cho thuê VP tại các TP lớn, RongViet Research cho rằng nhu cầu BĐS VP và TTTM sẽ tăng trưởng đáng kể, tạo ra lượng công việc dồi dào cho các nhà thầu XD, đặc biệt là các công ty hoạt động trong mảng Cơ điện.

Các dự phóng về ngành BĐS, nhu cầu xây dựng và hoạt động M&E đang cho thấy tăng trưởng khả quan cho toàn ngành trong ít nhất 3 năm tới. Dự báo giai đoạn 2016-2018 mức tăng trưởng giá trị thực của ngành Xây dựng vượt 6%/năm, duy trì tỉ trọng trong GDP hơn 5% và đạt gần 288 ngàn tỉ vào năm 2018. Tăng trưởng ngành song song với mức tăng GDP là cơ hội để các DN M&E đầu ngành hưởng lợi nhờ đảm nhận những gói thầu lớn và phức tạp.

Hình 7: Dự phóng DT, LNG mảng M&E (đ/v: tỷ đồng)



Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

Một động thái đáng chú ý khác từ SRF là việc mở VP đại diện tại Phú Quốc. SRF hiện đang có một số công trình tại Phú Quốc với tổng giá trị thi công khoảng 300 tỷ đồng, chiếm tỉ trọng tương đối lớn trong khối lượng công việc của DN. Bên cạnh đó, nhiều khách hàng lớn của SRF là CĐT của nhiều dự án BĐS tại Phú Quốc. Như vậy, việc mở VP không chỉ phục vụ mục đích quản lý hoạt động thi công tại công trình xa trụ sở chính mà còn có tính chiến lược khi Phú Quốc hiện đang là tâm điểm của các dự án BĐS nghỉ dưỡng, du lịch cũng như TTTM.

RongViet Research đánh giá Searefico có thể tăng trưởng vượt trung bình ngành nhờ những điểm mạnh nói trên, bên cạnh việc cải thiện sức mạnh nội tại. Việc tái cấu trúc trong quản lý công trình để phù hợp với hoạt động thi công trải rộng từ Đà Nẵng vào tới miền Nam, bao gồm đảo Phú Quốc được kỳ vọng nâng mức LNG trong dài hạn. Đối với hiện tại, nhìn vào lượng công việc gối đầu 1000 tỷ và lượng hợp đồng ký mới xấp xỉ 1000 tỷ tính tới hết Q2, có thể thấy SRF sẽ ghi nhận tăng trưởng DT tốt trong năm 2016 và 2017.

**Lạnh công nghiệp: Chưa có đối thủ tương xứng**

SRF thiết kế, thi công và lắp đặt các thiết bị và dây chuyền cấp đông, tái đông, thiết bị hấp-làm nguội dùng trong công nghiệp chế biến và bảo quản thực phẩm và dược phẩm (Hình). Các sản phẩm tiêu biểu của SRF bao gồm:

- ✓ Hệ thống lạnh, dây chuyền chế biến, các thiết bị cấp đông, kho lạnh cho các nhà máy chế biến ngành thực phẩm, trái cây, rau quả, thủy sản, sữa và nước giải khát
- ✓ Băng chuyền cấp đông siêu tốc IQF và băng chuyền Tái đông
- ✓ Tủ đông gió, tủ đông tiếp xúc
- ✓ Cối đá vảy
- ✓ Panel cách nhiệt PU
- ✓ Thiết bị hấp- làm nguội
- ✓ Dây chuyền chế biến thực phẩm, các thiết bị phụ trợ
- ✓ Dàn ngưng thép không gỉ
- ✓ Bình áp lực, tủ điện động lực
- ✓ Hệ thống theo dõi, giám sát và điều khiển, hệ thống quản lý nhà máy.

Hình 8: IQF siêu tốc lưới

Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

Hình 9: Thiết bị hấp và làm nguội

Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

Hình 10: Tủ đông tiếp xúc

Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

Hình 11: Hệ thống lạnh

Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp



SRF với kinh nghiệm hơn 30 năm, được coi là DN nội địa nổi bật nhất trong một mảng hoạt động đầy tiềm năng, thể hiện ở vị thế của SRF với cả CĐT và nhà cung cấp.

SRF có thế mạnh của mình ở năng lực thiết kế, tùy biến sản phẩm theo nhu cầu của khách hàng và điều kiện nhà xưởng, giúp DN có mức giá trúng thầu thuận lợi. Mặt khác, tỉ lệ nội địa hoá của SRF cũng đang ở mức cao nhất đối với các công ty cùng ngành, sự chủ động khi tự sản xuất phần lớn các chi tiết của hệ thống lạnh (gia công dàn lạnh, dây chuyền cấp đồng, tấm bao che thiết bị) là nhân tố quan trọng trong định vị của SRF so với các nhà thầu LCN khác, vốn chỉ mua thiết bị và lắp đặt. Biên gộp mảng LCN của SRF nhờ vậy luôn ở mức cao, cho thấy năng lực của DN hiện không có đối thủ trực tiếp.

SRF là lựa chọn hàng đầu cho các công trình LCN lớn trong nước. SRF chủ yếu thi công lắp đặt các xưởng chế biến thủy sản đông lạnh và hiện tại đã mở rộng sang các phân khúc tiềm năng như các kho lạnh trong chế biến thực phẩm, bảo quản đồ uống và dược phẩm. Một số khách hàng lớn bao gồm Coca-Cola, Vinamilk, CP Việt Nam.

Hình 12: Nhà máy Sữa Thống Nhất (Vinamilk)



Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

Hình 13: Nhà máy Coca-Cola (Campuchia)

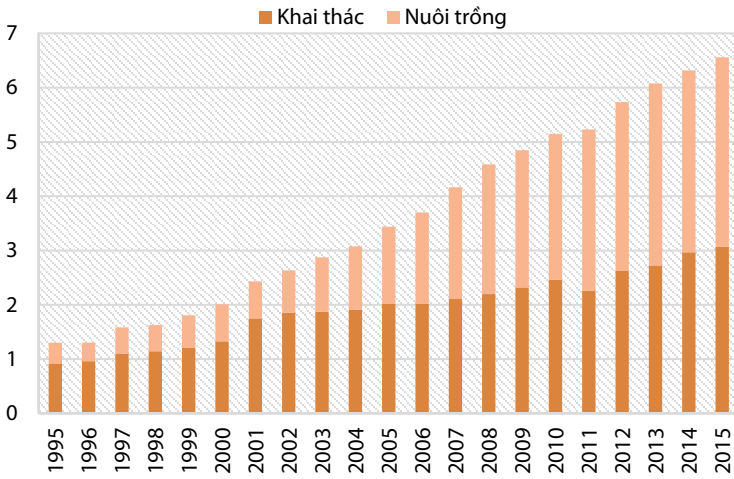


Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

SRF đang đẩy mạnh xuất khẩu sản phẩm LCN và khai thác những ứng dụng mới của ngành.

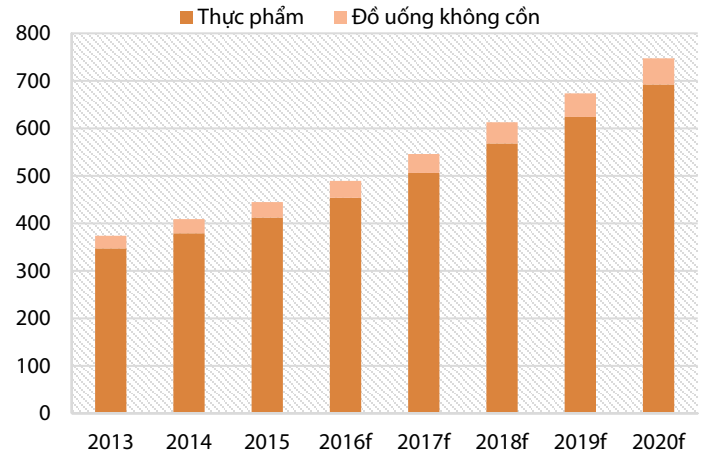
Nếu như giai đoạn cao trào về đầu tư nhà máy sản xuất thủy sản xuất khẩu là 2009-2012 đối với ngành thủy sản trong nước, thì tới thời điểm hiện tại thị trường nội địa cho thiết bị sản xuất thủy sản đông lạnh đã đạt điểm bão hòa, buộc SRF phải mở rộng phạm vi hoạt động để duy trì tăng trưởng. Ấn Độ hiện đang tăng cường đầu tư máy móc phục vụ hoạt động sản xuất-xuất khẩu thủy sản đông lạnh. Sản lượng xuất khẩu thủy sản của Ấn Độ đang tăng trưởng kép 6,3% giai đoạn 2009-2015, là điều kiện thuận lợi cho ngành CN phụ trợ về máy móc, dây chuyền và nhà xưởng. SRF đã tận dụng cơ hội để tiếp cận thị trường ngay từ năm 2014 và có những hợp đồng đầu tiên trong năm 2015, ghi nhận doanh thu khoảng 44 tỷ đồng (tương đương 2 triệu USD). Tính riêng Q1/2016, SRF đã ký mới tổng cộng 40 tỷ đồng từ thị trường này, xấp xỉ khối lượng ghi nhận cả năm 2015. Có thể xuất khẩu công nghệ và tạo ra giá trị gia tăng là tín hiệu tích cực cho mảng LCN của SRF.

Hình 14: Sản lượng sản xuất thủy, hải sản Việt Nam



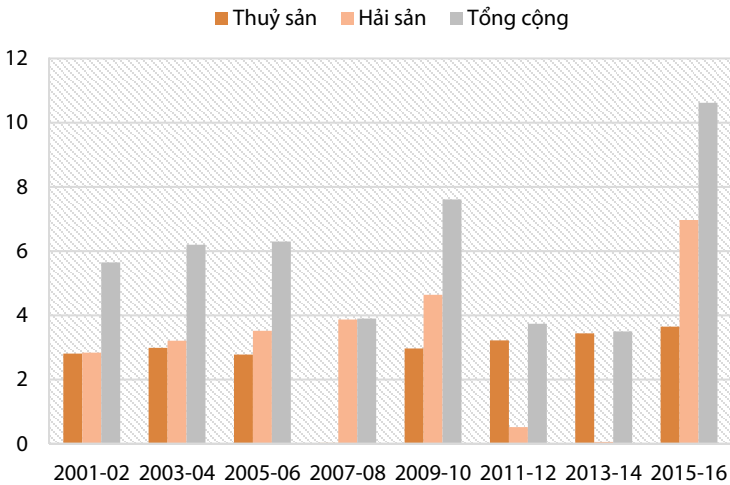
Nguồn: VASEP, RongViet Research tổng hợp

Hình 15: Giá trị ngành thực phẩm & đồ uống (đ/v: ngàn tỷ đồng)



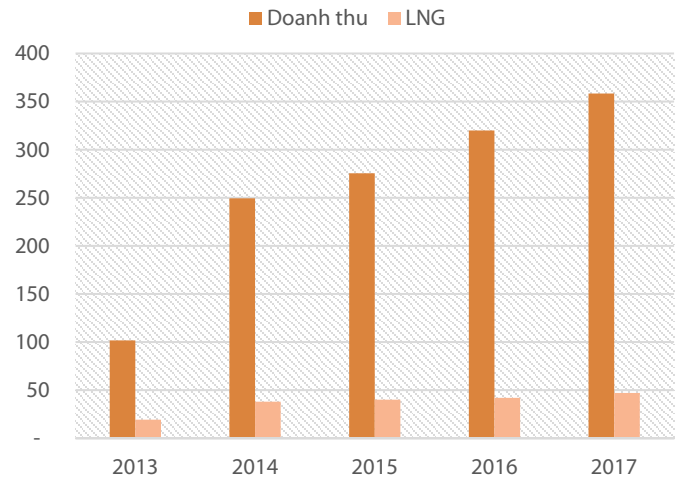
Nguồn: BMI, RongViet Research tổng hợp

Hình 16: Sản lượng sản xuất thủy hải sản ở Ấn Độ (triệu tấn)



Nguồn: MoEFCC, RongViet Research tổng hợp

Hình 17: Dự phóng DT, LNG mảng LCN



Nguồn: RongViet Research ước tính tổng hợp

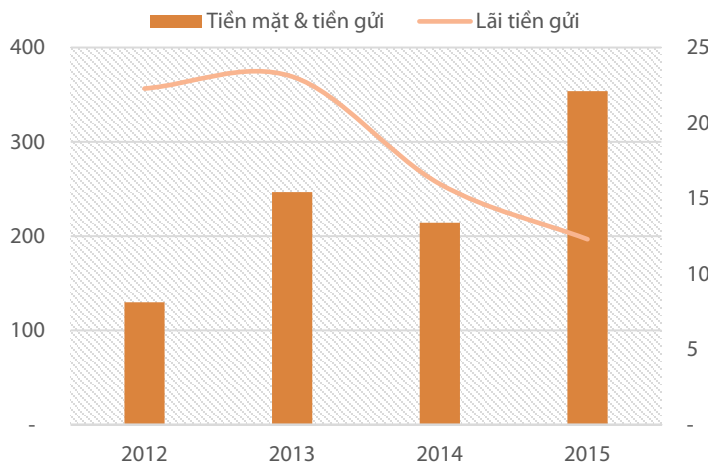
LCN là một ngành CN phụ trợ nhiều tiềm năng mà SRF đang tiếp cận khai thác ở những mảng mới. Xuất phát từ một DN gia công hệ thống cấp đông tôm, SRF đã thi công các kho lạnh, dây chuyền sản xuất thủy sản, mở rộng sang mảng thực phẩm và đồ uống với một loạt công trình nhà máy sữa, bia, nước giải khát và kho bảo quản dược phẩm. Mức tăng trưởng tiêu dùng thực phẩm và đồ uống của một thị trường có tốc độ tăng dân số ổn định và thu nhập/đầu người cải thiện ấn tượng tạo điều kiện cho tăng trưởng nhu cầu về bảo quản thực phẩm & đồ uống công nghiệp, là lĩnh vực mà SRF đang khai thác để mở rộng thị trường.

Tình hình tài chính ổn định với hiệu quả sử dụng vốn vượt trội và số dư tiền mặt lớn

Tốc độ tăng trưởng của SRF thể hiện mức tăng trưởng kép (CAGR) và DT và LNST lần lượt là 15% và 7,8% trong giai đoạn 2010-2015. Đặc biệt, trong giai đoạn khó khăn của ngành BĐS và XD (2012-2014), các khoản phải thu khó đòi và nợ xấu hầu như không đáng kể. Thực tế, số dư trích lập dự phòng thấp phải thu khó đòi của SRF khá thấp, khoảng 28 tỷ đồng trong 2012-2014 và đã thu hồi năm 2015.

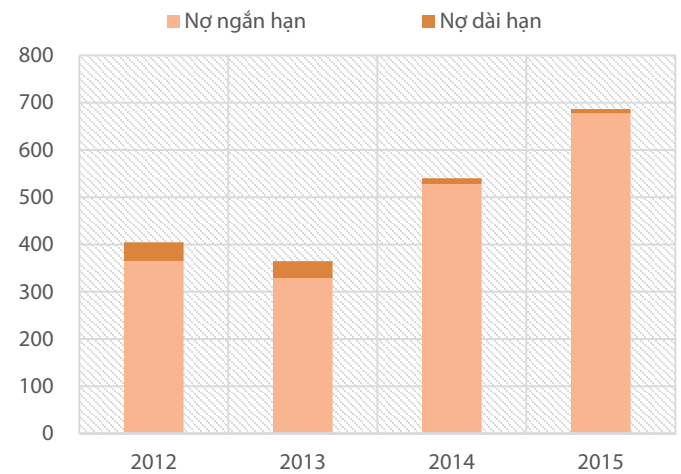
Searefico gần như không có khoản vay dài hạn nào đáng kể, phần lớn dư nợ của công ty là vay ngắn hạn ngân hàng để bổ sung vốn lưu động. Ở mảng LCN, công suất tại nhà máy Tân Tạo vẫn còn dư địa đủ để tăng thêm mà không cần đầu tư lớn. Nợ vay ngắn hạn chủ yếu phục vụ cho hoạt động thi công Cơ điện với mức lãi suất thấp hơn cả tiền gửi tiết kiệm, trung bình 4,65%/năm.

Hình 18: Tiền mặt, tiền gửi & lãi tiền gửi



Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

Hình 19: Cơ cấu nợ vay



Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

Nhờ các khoản thanh toán trước của chủ đầu tư (10-20% giá thị hợp đồng M&E) và vay ngắn hạn lãi suất thấp SRF luôn duy trì được các chỉ tiêu về khả năng thanh toán ở mức cao. Đặc biệt SRF có lượng lương tiền, tương đương tiền và tiền gửi ngắn hạn khá lớn (310 tỷ đồng đến hết Q2/2016).

Bảng 2: Các chỉ số tài chính

Chỉ tiêu (VND tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ/TTS	58,3	62,4	64,1	63,4
Tổng nợ/VCSH	139,8	165,8	178,2	173,3
Vay ngắn hạn/VCSH	64,5	85,5	67,3	62,3
Vay dài hạn/VCSH	1,7	0,6	0,6	0,7
Vòng quay Vốn lưu động (x)				
Hàng tồn kho	3,9	5,1	6,3	5,4
Khoản phải thu	3,5	3,1	3,8	3,8
Khoản phải trả	2,8	3,0	3,2	2,9
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	67,0	69,3	41,5	37,5
Khả năng thanh toán				
Khả năng chi trả lãi vay	5,1	6,1	8,1	6,6
Khả năng thanh toán hiện hành	1,6	1,9	1,4	1,3
EBITDA/Lãi vay	4,2	5,3	7,4	6,1
Phân tích Dupont				
Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)	9,9	9,0	7,7	7,6
Vòng quay tổng tài sản (x)	1,0	1,0	1,3	1,3
Hệ số đòn bẩy (x)	2,0	2,1	2,2	2,2
ROE (%)	17,4	16,1	19,4	20,0

Nguồn: SRF, RongViet Research tổng hợp

Bảng 3: So sánh các chỉ số tài chính với một số DN cùng ngành

Năm 2015	SRF	REE
Tổng nợ/VCSH (%)	165,8	46,2
Vay ngắn hạn/VCSH (%)	85,5	6,8
Vay dài hạn/VCSH (%)	0,6	8,9
Vòng quay khoản phải thu	3,5	2,2
Vòng quay khoản phải trả	2,8	1,5
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (ngày)	67,0	42,8

Nguồn: SRF, REE, RongViet Research tổng hợp

Nhìn vào hiệu quả hoạt động, so với trung bình ngành XD, SRF đang thể hiện quả khả năng sử dụng vốn vượt trội. Đặc biệt DN có thể chiếm dụng vốn và chuyển đổi tiền mặt ở tốc độ tương đối nhanh, cho thấy khả năng kiểm soát dòng tiền ổn định và hiệu quả so với hầu hết DN thi công công trình XD dân dụng khác.

Cổ tức tiền mặt đều đặn là một điểm cộng cho SRF khi tỉ lệ cổ tức tiền mặt hàng năm ít nhất 10% kể từ khi niêm yết. Việc SRF đặt mục tiêu duy trì mức tối thiểu 15% cổ tức tiền mặt hàng năm (tương đương tỷ suất cổ tức 5,6%) phù hợp với mục tiêu nắm giữ dài hạn.

Định giá

Để xác định giá hợp lý cho cổ phiếu SRF, chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh P/E tỷ lệ tương ứng là 50:50. Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, lãi suất chiết khấu sử dụng cho giai đoạn 2016-2020 là 10,72% và từ 2020 trở đi là 11,19%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF ước tính là 4,55%.

Phương pháp P/E sử dụng tham chiếu từ P/E trailing của các DN niêm yết ngành Vật liệu và Xây dựng. Mức P/E bình quân của các doanh nghiệp này là 13,14x. Tuy nhiên, chiết khấu cho mảng Cơ điện và Lạnh công nghiệp, chúng tôi sử dụng mức P/E 10x để xác định giá trị doanh nghiệp.

Kết hợp các phương pháp định giá trên, giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định tại mức **32.100 đồng/cp**, cao hơn **20,2%** so với giá đóng cửa ngày 03/08/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu SRF.

Bảng 4: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	29.979	50%	14.990
P/E	34.328	50%	17.164
Giá bình quân		100%	32.100

Nguồn: RongViet Research

Quan điểm đầu tư

Là doanh nghiệp hàng đầu ở cả hai mảng hoạt động là cơ điện công trình (M&E) và lạnh công nghiệp (LCN), SRF đang được hưởng lợi đáng kể từ sự sôi động của hoạt động xây dựng và lĩnh vực chế biến thực phẩm. Với khối lượng công việc dồi dào, tốc độ ký mới hợp đồng đúng với kỳ vọng, năm 2016 sẽ là năm tăng trưởng mạnh đối với hoạt động thi công Cơ điện của SRF. Đối với mảng Lạnh công nghiệp, việc giành được những hợp đồng xuất khẩu cho hệ thống cấp đông truyền thống và khai thác thêm những nhánh mới trong mảng bảo quản lạnh ở thị trường nội địa giúp củng cố vị thế đầu ngành của SRF. Bên cạnh hoạt động kinh doanh cốt lõi tập trung và ổn định, SRF có sức khoẻ tài chính lành mạnh với tiền mặt lớn, vòng quay vốn lưu động cao, tỷ lệ nợ hợp lý.

Sử dụng phương pháp FCFF và P/E chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của SRF vào khoảng 32.100 đồng/cp, cao hơn 25,1% so với giá đóng cửa ngày 03/08/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LUỸ** cổ phiếu SRF trong **DÀI HẠN**. Chính sách cổ tức tiền mặt rất đều đặn với tỷ suất hấp dẫn đối là một điểm cộng đáng lưu ý đối với SRF.

Rủi ro đối với một trong những HĐKD chính của SRF là tính chu kỳ của ngành xây dựng. Hiện tại hoạt động xây dựng nội địa vẫn đang diễn ra sôi động nhờ thị trường BĐS ấm lại, tuy vậy, khó có thể khẳng định xu hướng này sẽ tiếp tục mạnh mẽ trong các năm tới.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	837,3	1.044,3	1.503,8	1.684,2
Giá vốn	709,7	907,2	1.306,4	1.465,3
Lãi gộp	127,6	137,1	197,4	218,9
Chi phí bán hàng	1,8	0,0	0,1	0,1
Chi phí quản lý	86,1	93,4	121,1	134,3
Thu nhập từ HĐTC	18,0	14,7	19,6	21,9
Chi phí tài chính	12,9	16,0	15,6	14,0
Lợi nhuận khác	0,2	19,4	-0,4	-0,4
Lợi nhuận trước thuế	72,9	79,3	102,6	114,8
Thuế TNDN	7,5	14,7	19,0	21,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	65,4	64,6	83,7	93,6
EBIT	83,1	93,6	115,8	128,1
EBITDA	76,0	86,4	130,9	144,9

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	48,0	24,7	44,0	12,0
Lợi nhuận HKKD	9,4	9,9	74,8	11,0
EBITDA	47,4	13,7	51,5	10,6
EBIT	40,2	12,5	23,8	10,6
Lợi nhuận sau thuế	81,5	-1,2	29,4	11,9
Tổng tài sản	27,1	18,8	13,0	7,0
Vốn chủ sở hữu	6,1	7,1	8,0	8,9
Tốc độ tăng trưởng nội tại	14,2	10,1	8,1	9,6
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	15,2	13,1	13,1	13,0
LN HKKD / Doanh thu	4,7	4,2	5,1	5,0
EBITDA/ Doanh thu	9,1	8,3	8,7	8,6
EBIT/ Doanh thu	9,9	9,0	7,7	7,6
LNST/ Doanh thu	7,8	6,2	5,6	5,6
ROA	7,9	6,4	7,1	7,3
ROIC or RONA	20,8	22,8	26,3	26,9
ROE	17,4	16,1	19,4	20,0
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	3,5	3,1	3,8	3,8
Vòng quay hàng tồn kho	3,9	5,1	6,3	5,4
Vòng quay khoản phải trả	2,8	3,0	3,2	2,9
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,4	1,3	1,3	1,3
Nhanh	1,1	1,1	1,0	1,0
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	139,8	165,8	178,2	173,3
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	64,5	85,5	67,3	62,3
Vay dài hạn/ Vốn CSH	1,7	0,6	0,6	0,7

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền	214	168	324	318
Đầu tư tài chính ngắn hạn	15	187	0	0
Các khoản phải thu	304	377	421	472
Tồn kho	189	165	248	293
Tài sản ngắn hạn khác	23	6	12	14
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	746	903	1.005	1.097
Tài sản cố định hữu hình	63	58	54	53
Tài sản cố định vô hình	5	1	50	49
Xây dựng cơ bản dở dang	0	5	2	0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	72	94	94	94
Tài sản dài hạn khác	40	39	38	38
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	181	197	238	234
TỔNG TÀI SẢN	927	1.101	1.244	1.330
Tiền hàng phải trả và ứng trước	166	209	314	337
Khoản phải trả ngắn hạn khác	112	114	173	194
Vay và nợ ngắn hạn	249	354	301	303
Vay và nợ dài hạn	6	3	3	3
Khoản phải trả dài hạn khác	6	7	7	7
Tổng nợ	540	687	797	844
Vốn chủ sở hữu	387	414	443	482
Vốn đầu tư của CSH	244	244	244	244
Lợi nhuận giữ lại	57	82	105	135
Các quỹ	43	46	53	61
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	4	5
Nguồn vốn chủ sở hữu	387	414	447	487
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	927	1.101	1.244	1.330
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
LNTT	72,9	79,3	102,6	114,8
Khấu hao	7,2	7,2	15,1	16,8
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>83,0</i>	<i>-43,1</i>	<i>24,1</i>	<i>9,3</i>
Thay đổi vốn lưu động	-164,5	-1,8	-15,7	-105,1
Tiền thuần từ HĐKD	-1,4	41,6	126,2	35,8
Thay đổi TSCĐ	-1,0	11,1	-57,7	-12,0
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-62,4	-181,3	6,0	3,9
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	24,5	10,4	10,4	10,4
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-39,4	-159,8	-41,3	2,3
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	146,8	100,8	-70,1	2,7
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-71,6	-29,2	141,6	-46,8
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	75,2	71,6	71,5	-44,1
Tiền thuần trong kỳ	34,3	-46,6	156,3	-6,0
Tiền đầu năm	246,7	214,2	167,7	324,1
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,1	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	214,2	167,7	324,1	318,1

BÁO CÁO 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 nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rông 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. VDSC 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, VDSC 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, VDSC 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 Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

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, 2016.**