

02/07/2012



Vũ Hoàng Việt
Chuyên viên phân tích
viet.vu@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 143

Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu **19,300**
Tăng **22%**

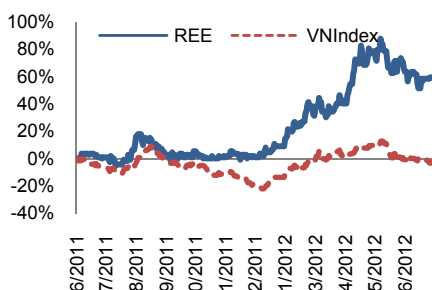
Công nghiệp

Các chỉ số chính

Giá ngày 29/06/2012	15,800
Mức thấp nhất 52 tuần	9,380
Mức cao nhất 52 tuần	18,600
GTGD bình quân 30 ngày	1,231,136
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	245
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	3,865
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	184
TL sở hữu nước ngoài	46.9%

Định giá	2011	2012F	2013F
EPS (cơ bản)	2,464	2,570	1,779
Tăng trưởng EPS	23.3%	4.3%	-30.8%
P/E (thị giá)	6.4x	6.1x	8.9x
P/B (thị giá)	0.9x	0.9x	0.9x
EV / EBITDA	3.2x	6.6x	7.9x
ROE	15.1%	15.8%	10.5%
ROA	10.0%	10.6%	6.6%
ROIC	12.7%	13.7%	8.6%
Nợ/Vốn CSH	6.5%	22.8%	22.7%
Lợi suất cổ tức	10.1%	10.1%	10.1%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối	-7.1%	56.6%	59.4%
Giá trị tương đối	-5.0%	37.4%	61.8%



Cơ cấu cổ đông

Platinum Victory Pte. Ptd	7.90%
Bà Nguyễn Thị Mai Thanh	2.43%
Venner Group Limited	2.85%
Wareham Group Limited	2.54%

Các lĩnh vực chính ổn định bên cạnh tiềm năng từ danh mục đầu tư

REE là một trong những nhà thầu về cơ điện (M&E) có quy mô và uy tín nhất trên thị trường trong nước với hơn 30 năm kinh nghiệm. Cùng với M&E, Công ty đã mở rộng sang lĩnh vực sản xuất và phân phối hệ thống điện lạnh dưới thương hiệu Reetech. Ngoài ra, Công ty cũng đang sở hữu tổng cộng 111.512m² diện tích văn phòng cho thuê hạng B tại các khu vực ngoại thành TP. HCM, hầu hết có tỷ lệ cho thuê trên 90% tại mức giá 15-19USD/m²/tháng. Cho thuê văn phòng là lĩnh vực mang lại nhiều lợi nhuận nhất, đóng góp khoảng 20% doanh thu và 35% lợi nhuận ròng trong khi lĩnh vực cơ điện đóng góp 47%/16% và lĩnh vực điện lạnh đóng góp 32%/6%. Công ty đang nắm giữ một danh mục đầu tư đa dạng, trong đó hầu hết là các công ty hạ tầng như điện nước, chiếm 37% tổng tài sản.

Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu cho REE với khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 19.300 đồng. Giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 22% so với giá hiện tại là 15.800 đồng. Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để tính cả các dòng tiền từ ba lĩnh vực chính và phần lợi nhuận từ các công ty liên kết. REE hiện đang giao dịch tại P/E dự phóng 6,1 lần với EPS 2012F là 2.570 đồng. Công ty hoạt động trên nhiều lĩnh vực nên việc so sánh với các doanh nghiệp khác khá khó khăn và định giá so sánh không có nhiều ý nghĩa. Chúng tôi xin lưu ý là các công ty cơ điện trong khu vực hiện đang giao dịch tại mức P/E là 11,6x và các công ty điện lạnh hiện đang giao dịch tại mức P/E là 13,6x.

Tỷ lệ cổ tức ổn định. Trong hai năm qua công ty luôn trả cổ tức bằng tiền mặt tại mức 1.600 đồng/cổ phiếu và dự kiến giữ nguyên mức này trong năm 2012, theo đó lợi suất sẽ là 10,5% so với mức giá hiện tại. Các lĩnh vực chính, nhất là hoạt động cho thuê văn phòng đều ổn định, trung bình sẽ đóng góp 3.050 đồng/cổ phiếu trong 5 năm tới, đảm bảo mức cổ tức này sẽ được duy trì.

Giá trị hợp đồng của lĩnh vực cơ điện được dự bán đạt 3.000 tỷ đồng, hay 2,8x doanh thu dự phóng 2012. REE giữ khoảng 10% thị phần cả nước trên một thị trường M&E tương đối phân mảnh. Dù cạnh tranh ngày càng trở nên gay gắt với sự tham gia của các công ty nước ngoài, công ty vẫn đứng vững và có lợi thế hơn khi thương lượng với các nhà cung cấp để có được những điều khoản thanh toán và giá đầu vào cạnh tranh hơn so với các công ty quy mô nhỏ hoặc ít tên tuổi hơn. Chúng tôi dự báo giá trị ký kết hợp đồng cuối năm của lĩnh vực cơ điện khoảng 3.000 tỷ đồng hay 2,8x doanh thu dự phóng 2012.

Tỷ lệ cho thuê trên 90% nhờ văn phòng hạng B và chính sách giá cả linh động. Mặt bằng văn phòng hạng B đã giúp REE tránh được áp lực giảm giá như hạng A gặp phải. REE đã duy trì thành công tỷ lệ cho thuê trên 90% với giá trung bình là 18,9USD/m²/tháng. Tăng trưởng lợi nhuận năm 2012 đến từ Cao ốc REE Tower (17.823m² diện tích cho thuê) được đưa ra thị trường vào giữa năm 2011, nâng tổng diện tích NLA của REE lên 111.512m² (+14%).

Tiềm năng trong dài hạn của những khoản đầu tư vào lĩnh vực điện và nước. Chúng tôi xem việc REE đầu tư vào các công ty điện như một bước đi trước kế hoạch tự do hóa thị trường điện năm 2022 của Chính phủ. Giá điện bán lẻ vừa tăng 5%, giá hợp đồng với EVN có thể cũng sẽ tăng. Khoản đầu tư 42,1% vào Dự án Nhà máy nước BOO Thủ Đức tương đối hấp dẫn trên cơ sở CII đã bán lại 33% cổ phần tại BOO TB cho Manila Water với giá 539 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận 73% vào năm ngoài.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu cho REE với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 19.300 đồng. Giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 22% so với giá hiện tại là 15.800 đồng. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF để tính cả các dòng tiền từ ba lĩnh vực chính của công ty và phần lợi nhuận từ các công ty liên kết trong danh mục đầu tư. REE hiện đang giao dịch tại P/E dự phóng 6,1x với EPS dự phóng 2012 là 2.570 đồng. Công ty hoạt động trên nhiều lĩnh vực nên việc so sánh với các doanh nghiệp khác trở nên khó khăn và định giá so sánh không có nhiều ý nghĩa. Nhưng chúng tôi xin lưu ý là các công ty cơ điện trong khu vực hiện đang giao dịch tại mức P/E là 11,6x và các công ty điện lạnh hiện đang giao dịch tại mức P/E là 13,6x.

Tỷ suất cổ tức ổn định. Từ trước đến nay công ty trả cổ tức bằng tiền mặt định kỳ tại mức 1.600 đồng/cổ phiếu và dự kiến giữ nguyên mức này trong năm 2012, theo đó lãi suất sẽ là 10,5% tại mức giá hiện tại. Các lĩnh vực chính, cụ thể là hoạt động cho thuê văn phòng đều ổn định, trung bình sẽ đóng góp dòng tiền khoảng 3.050 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 5 năm tới, đảm bảo mức cổ tức này sẽ được duy trì.

Giá trị hợp đồng đã ký trong lĩnh vực cơ điện được dự phóng đạt 3.000 tỷ đồng, hay 2,8x doanh thu dự phóng

Trong lĩnh vực cơ điện, REE chiếm khoảng 10% thị phần cả nước trong một thị trường tương đối phân mảnh. Dù mức độ cạnh tranh ngày càng trở nên gay gắt với sự tham gia của các công ty nước ngoài, Công ty vẫn có lợi thế khi thương lượng với các nhà cung cấp để có được những điều khoản thanh toán linh động hơn và giá đầu vào cạnh tranh hơn so với các công ty cơ điện quy mô nhỏ hơn hoặc ít tên tuổi hơn. Chúng tôi dự báo giá trị ký kết hợp đồng của lĩnh vực cơ điện vào cuối năm khoảng 3.000 tỷ đồng hay 2,8x doanh thu.

Trong số các đối thủ của REE có các công ty nước ngoài như Kumho và Kinden, bên cạnh các công ty trong nước và các công ty liên doanh nước ngoài như Searefico và Kurihara Thăng Long. Theo chúng tôi được biết, các nhà thầu nước ngoài thường trúng thầu và sau đó thuê lại các nhà thầu phụ Việt Nam. Chúng tôi tin rằng REE có khả năng tận dụng uy tín của mình để giành được những hợp đồng mới.

Quy mô và kinh nghiệm là hai yếu tố làm nên sự khác biệt. So với các công ty cùng ngành, REE nổi bật hơn với trên 30 năm kinh nghiệm và quan hệ tốt với các nhà cung cấp. Điều này đã góp phần giúp REE ký được nhiều hợp đồng lớn do REE có lợi thế hơn khi thương lượng với các nhà cung cấp để được điều kiện thanh toán linh động và giá cả cạnh tranh hơn. Vì vậy, REE có khả năng tối thiểu hoá khác biệt giữa chi phí dự toán và chi phí thực tế của các dự án cơ điện trong khi vẫn duy trì được một mức sinh lời nhất định trong bối cảnh giá cả ngày càng tăng cao.

Lĩnh vực cơ điện mang lại doanh thu ổn định trong bốn năm qua. Lĩnh vực cơ điện đóng góp 855 tỷ đồng, tương đương 47% tổng doanh thu của công ty trong năm 2011. Hầu hết doanh thu đến từ việc hoàn tất các dự án đã ký năm trong 2010. Dù biên lợi nhuận ròng năm 2011 giảm nhẹ xuống 9,4% so với 9,9% năm 2010, lĩnh vực cơ điện đã mang lại doanh thu ổn định trong vòng bốn năm qua, đóng góp khoảng 15% tổng lợi nhuận ròng của công ty.

Do mảng cơ điện thường chiếm khoảng 25%-30% giá trị một dự án xây dựng, việc thị trường xây dựng và bất động sản trầm lắng năm 2011 đã gây áp lực lên lĩnh vực cơ điện.

REE vẫn đạt được mức tăng trưởng 13%. Trong khi đó, theo thống kê của BMI, giá trị xây dựng trong phân khúc nhà ở cũng như không phải nhà ở chỉ tăng 2% năm 2011.

Kỳ vọng tăng trưởng trong 2012 nhờ giá trị ký kết hợp đồng lớn. Sau khi giảm mạnh vào năm 2010, giá trị ký kết hợp đồng tăng trưởng khoảng 140%, đạt mức cao kỷ lục 2.275 tỷ đồng vào cuối năm 2011, chủ yếu từ khu vực tư nhân. Trong Quý 1/2012, REE đã ký thêm một hợp đồng trị giá 264 tỷ đồng với Vietcombank, nâng giá trị ký kết hợp đồng lên 2.539 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng công ty có thể đạt được mục tiêu 1.100 tỷ đồng doanh thu và 80 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế năm 2012. Quý 1/2012 công ty đạt 277 tỷ đồng doanh thu (tăng 33,8% so với cùng kỳ năm ngoái) và 28 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (tăng 12%).

Hình 1: Giá trị hợp đồng M&E ký kết và Doanh thu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
Số đầu kỳ	481	355	1.021	1.734	1.608	2.275
(+) Hợp đồng ký mới	448	1.270	1.109	633	1.522	1.800
(-) Doanh thu trong kỳ	574	604	396	759	855	1.073
(=) Số cuối kỳ	355	1.021	1.734	1.608	2.275	3.002
Cuối kỳ/Doanh thu	0,6	1,7	4,4	2,1	2,7	2,8

Nguồn: REE

Hình 2: Các dự án đang thi công của REE

Dự án	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Thời gian dự kiến
M&C Tower	710	07/2008 - 03/2012
Vietcombank Tower	319	02/2012 - 07/2014
Thao Dien Pearl	231	12/2011 - 08/2013
Lim Tower	46	09/2011 - 11/2012

(*) Lưu ý: REE đã ghi nhận 37% dự án M&C Tower. Dự án này hiện thi công chậm và không đúng tiến độ ban đầu.

Tỷ lệ cho thuê các toà nhà đạt trên 90% nhờ phân khúc hạng B và chính sách linh động.

Nhờ mặt bằng văn phòng đều thuộc hạng B nên REE đã tránh được áp lực giảm giá như các cao ốc văn phòng hạng A gặp phải. REE đã duy trì thành công tỷ lệ mặt bằng cho thuê trên 90% tại mức giá trung bình là 18,90USD/m²/tháng với chính sách cho thuê linh động. Tăng trưởng lợi nhuận năm 2012 chủ yếu đến từ toà nhà REE Tower (17.823m² diện tích cho thuê) được đưa vào khai thác từ giữa năm 2011, nâng tổng diện tích cho thuê của REE lên 111.512m² (+14%). Chúng tôi dự báo đến cuối năm REE Tower sẽ đạt tỷ lệ mặt bằng cho thuê là 90% so với mức 70% như hiện tại.

Theo nghiên cứu của CBRE Vietnam, giá cho thuê trung bình dành cho các cao ốc văn phòng hạng B trong Quý 1/2012 vào khoảng 17,6USD/m²/tháng (giảm 7,3% so với cùng kỳ năm ngoái) trong khi mặt bằng văn phòng hạng A vào khoảng 31,4USD (giảm 10%). Tuy nhiên, phải nhìn nhận thành công của REE cũng một phần nhờ vào tình hình kinh tế suy thoái khiến người đi thuê chuyển sang thuê mặt bằng tại khu vực lân cận thay vì khu vực trung tâm với giá cao. Tuy nhiên, điều này cũng tiềm ẩn nguy cơ các công ty sẽ trở lại khu vực trung tâm thành phố nếu giá thuê văn phòng hạng A giảm tới một mức hấp dẫn.

Triển vọng lợi nhuận cao nhưng tăng trưởng bị hạn chế. Cho thuê mặt bằng đóng góp khoảng 20% doanh thu của REE với tốc độ tăng trưởng gộp (CAGR) khoảng 17% trong vòng 5 năm qua trong khi lợi nhuận ròng sau thuế tăng trưởng trung bình 21,2%. Biên lợi nhuận ròng của lĩnh vực này luôn duy trì trên 45% trong vòng 4 năm qua khiến hoạt động cho thuê văn phòng có tỷ suất lợi nhuận cao nhất. Năm 2011, lĩnh vực này mang lại trên 35% tổng lợi nhuận ròng của công ty.

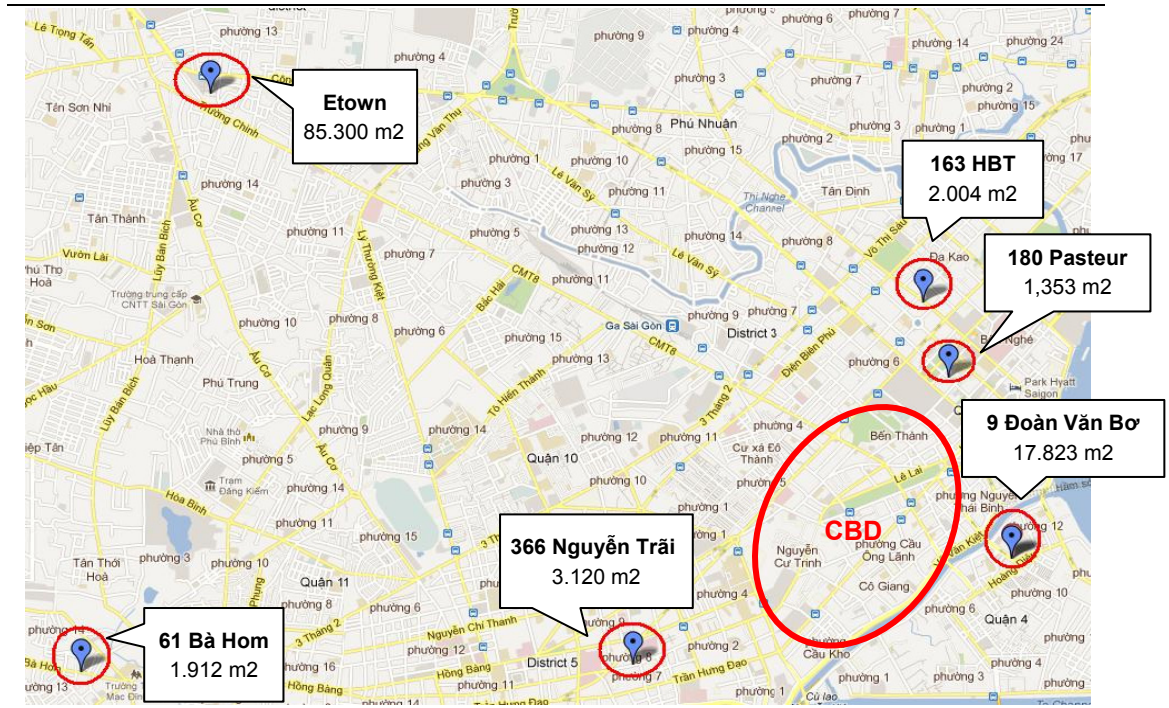
Chúng tôi lạc quan với hoạt động cho thuê văn phòng của REE do triển vọng lợi nhuận và dòng tiền ổn định. Tuy nhiên, bên cạnh tỷ lệ cho thuê tại cao ốc REE Tower có thể cao hơn, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng bị hạn chế do tỷ lệ mặt bằng đã thuê khá cao tại tất cả các cao ốc của REE – REE đang thu hút khách hàng bằng cách không thu phí thuê trong 2 hoặc 3 tháng đầu để khách hàng lắp đặt văn phòng. Chúng tôi ước tính doanh thu cả năm của cao ốc REE Tower vào khoảng 60 tỷ đồng. Yếu tố tăng trưởng khác là giá cho thuê cao hơn nhưng điều này sẽ không dễ dàng do kinh tế suy thoái và áp lực cung vượt cầu vẫn còn đó. Kết thúc Quý 1/2012, lĩnh vực cho thuê văn phòng mang lại 56 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, chậm hơn so với dự báo cả năm của chúng tôi là 240 tỷ đồng nhưng có thể giải thích được vì giá cho thuê thấp hơn và REE Tower vẫn chưa đạt tỷ lệ cho thuê 100%.

Hình 3: Mặt bằng cho thuê của REE

	Cao ốc	Địa điểm	Diện tích cho thuê (m2)	Giá (\$/m2/tháng)	TL mặt bằng cho thuê
1	IDC Tower	163 HBT	2.004	15	90%
2	Maison	180 Pasteur	1.353	15	90%
3	Reecorp	366 Nguyễn Trãi	3.120	15	90%
4	Ree office building	61 Bà Hom	1.912	15	90%
5	Etown buildings	363 Cộng Hòa	85.300		
	<i>etown 1</i>		30.000	19	95%
	<i>etown 2(3/2007)</i>		27.000	19	95%
	<i>etown 3</i>		12.000	19	95%
	<i>etown.ew</i>		4.300	19	95%
	<i>etown 4 (parking area & super market)</i>		12.000		
6	Ree Tower	Đoàn Văn Bơ	17.823	20	70%
	TỔNG CỘNG		111.512		

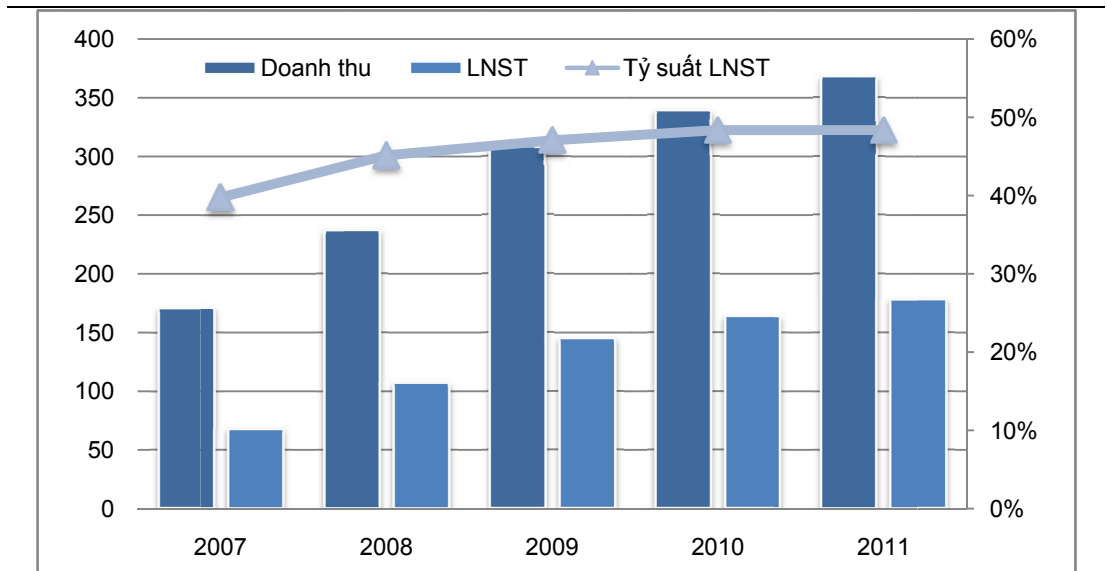
Nguồn: REE

Hình 4: Địa điểm các cao ốc văn phòng của REE



Nguồn: REE

Hình 5: Biên lợi nhuận ròng từ cho thuê văn phòng ở mức cao



Nguồn: REE

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ các khoản đầu tư vào lĩnh vực hạ tầng như điện và nước.

Bên cạnh các lĩnh vực hoạt động chính, REE luôn chủ động tìm kiếm các cơ hội đầu tư dài hạn, chủ yếu trong lĩnh vực hạ tầng điện nước. Tính đến cuối năm 2011, tổng đầu tư tài chính dài hạn của Công ty chiếm 37% tổng tài sản. Đầu tư vào hạ tầng điện nước chiếm lần lượt 54% và 20% đầu tư dài hạn.

Chúng tôi xem việc REE đầu tư vào các công ty điện như một bước đi trước kế hoạch tự do hóa thị trường điện năm 2022 của chính phủ. Giá điện bán lẻ vừa tăng 5% khiến triển vọng giá hợp đồng với EVN có thể cũng sẽ được điều chỉnh tăng cho năm 2012. Giá bán điện tăng sẽ mang lại lợi nhuận lớn hơn trực tiếp cho các công ty phát điện và gián tiếp cho REE. Khoản đầu tư 42,1% vào Dự án Nhà máy nước BOO Thủ Đức cũng đầy hứa hẹn trên cơ sở tham khảo thông tin CII, một cổ đông sáng lập khác của BOO Thủ Đức đã bán lại 33% cổ phần tại BOO TD cho Manila Water với giá 539 tỷ đồng, mang lại tỷ lệ lợi nhuận 73% năm ngoài.

Hình 6: Đầu tư tài chính của REE tại ngày 31/12/2011

	% Sở hữu	Số lượng (cổ phiếu)	Giá trị (Tỷ đồng)	Lĩnh vực
Đầu tư ngắn hạn			773	
STB (đã thanh lý vào Quý 1/2012)		42.139.266	416	Ngân hàng
ACB		5.322.141	308	Ngân hàng
Khác		5.922.085	147	
Các khoản uỷ thác & Tiền gửi ngắn hạn			179	
Dự phòng			-277	
Đầu tư dài hạn			1.974	
Đầu tư vào các công ty liên kết và cổ phần			1.162	
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	42%	2.105.000	383	Xử lý nước
Thủy điện Thác Mơ (HSX: TMP)	35%	24.836.000	304	Thủy điện
Thủy điện Thác Bà (HSX: TBC)	24%	15.220.950	228	Thủy điện
CT Đầu tư Hạ tầng và BĐS VN	39%		111	Bất động sản
Nhiệt điện Ninh Bình (HNX: NBP)	24%		57	Nhiệt điện
Địa ốc Sài Gòn	23%		45	Bất động sản
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	30%	1.800.000	19	Cung cấp nước
Cơ điện Đoàn Nhất	35%		12	Cơ điện
Cơ điện Hợp Phát	35%		2	Cơ điện
Cơ điện Chất Lượng	35%		1	Cơ điện
Cơ điện Minh Thành	35%		1	Cơ điện
Đầu tư cổ phiếu dài hạn khác			812	
Nhiệt điện Quảng Ninh	10%		471	Nhiệt điện
Sonadezi Châu Đức			184	KCN
Khác (OTC)			157	
TỔNG ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH			2.747	

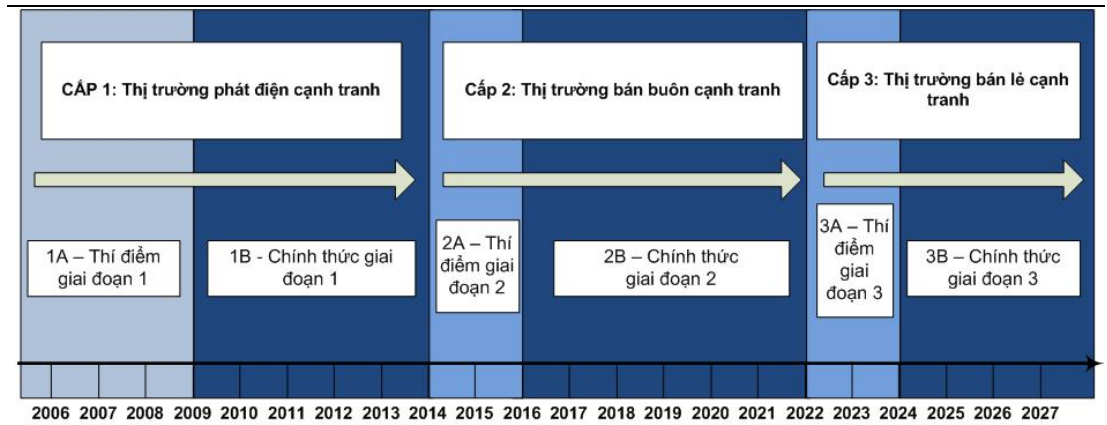
Nguồn: REE

Ngành điện – sẽ được tự do hoá trong dài hạn

Bên cạnh các hoạt động chính, REE có định hướng chiến lược đầu tư vào ngành điện Việt Nam trên cơ sở nhu cầu tiêu thụ ngày càng tăng trong bối cảnh kinh tế và dân số Việt Nam vẫn tiếp tục phát triển.

Trong năm 2006, Nguyên Thủ tướng Phan Văn Khải đã phê duyệt kế hoạch phát triển thị trường điện cạnh tranh của EVN theo Quyết định số 26.2006/QĐ-TTg. Mỗi giai đoạn của kế hoạch này sẽ được thực hiện theo hai bước: thí điểm và chính thức. Theo kế hoạch, đến cuối năm 2022, thị trường điện sẽ vận hành theo cơ chế thị trường, nghĩa là các công ty điện sẽ bán các sản phẩm của mình theo giá thị trường dựa trên nhu cầu thực tế thay vì áp dụng khung giá cố định của EVN như hiện nay.

Hình 7: Kế hoạch phát triển thị trường điện lực Việt Nam



Nguồn: EVN

Bước "thí điểm" của Giai đoạn 1 được bắt đầu từ tháng 07/2011. Giá điện hiện nay được quy định theo Thông tư số 41/2010/TT-BCT, Quyết định số 24/2011/QĐ-TTg và Thông tư số 31/2011/TT-BCT cho phép điều chỉnh giá điện ba tháng một lần mỗi khi chi phí đầu vào cơ bản tăng lên vượt quá các thông số thiết lập. Tất cả ba công ty điện trong danh mục đầu tư của REE đều có tổng công suất trên 30 MW - 5% tổng sản lượng sẽ được bán cho EVN với giá tính trên cơ sở chi phí cho mỗi giờ vận hành, trong khi 95% còn lại sẽ được bán theo giá hợp đồng với EVN.

Giá điện bán lẻ cao hơn hứa hẹn giá hợp đồng ký với EVN được sẽ được tăng

Vào cuối năm 2011, Bộ Tài chính cho biết giá bán lẻ điện sẽ được tăng lên hơn 10% nhưng không quá 15,6% của năm 2011. Giá bán lẻ tăng hứa hẹn giá hợp đồng giữa EVN và các công ty phát điện sẽ được điều chỉnh tăng, với 95% sản lượng bán theo giá hợp đồng, đây là yếu tố tích cực đối với các công ty điện và REE với phần vốn góp trong đó.

Tất cả ba công ty trong danh mục đầu tư của REE đều đã đàm phán thành công để có mức giá bán cao hơn với EVN trong năm 2011. Cụ thể, trong năm 2011, TBC bán cho EVN với giá 653 đồng/kWh (tăng 28% so với năm trước), TMP tăng giá bán lên 539 đồng/kWh (tăng 31% so với năm trước); NBP ký với giá 951 đồng/kWh (tăng 33% so với năm trước).

Tỷ suất lợi nhuận từ đầu tư có thể cao hơn. Chúng tôi tin rằng trong năm 2012, các công ty điện sẽ có thể đàm phán với EVN để được bán với giá cao hơn, dù sẽ có một độ trễ nhất định để việc tăng giá được phản ánh vào lợi nhuận thực tế, vì EVN thường chốt giá mua với các công ty điện vào cuối năm hoặc thậm chí trong năm sau.

Hình 8: Giá hợp đồng giữa EVN và một số công ty phát điện

	2010	2011	% YoY
TBC	510	653	28%
TMP	452	593	31%
NBP	716	951	33%
PPC	698	698	0%

Nguồn: REE

NBP, TBC và TMP đã hoạt động từ lâu và tương đối ổn định. REE không tham gia đầu tư từ ban đầu nên tránh được gánh nặng đầu tư vào xây dựng cơ sở hạ tầng nhưng hiện được hưởng lợi nhuận ổn định từ cổ tức hoặc phần lợi nhuận được chia từ các công ty này. Tuy nhiên, chúng tôi thừa nhận đây là những khoản đầu tư dài hạn và có thể phải đến khi thị trường điện lực được hoàn toàn tự do hóa thì mới gặt hái được thành quả thực sự.

Nhìn vào dự báo năm 2012, TBC và TMP khởi đầu tốt trong quý 1 năm 2012 với sản lượng điện thương phẩm cao hơn so với cùng kỳ. Sản lượng điện huy động của TBC trong Quý 1 là 81,3 triệu kWh (tăng 105% so với cùng kỳ năm ngoái). Sản lượng điện của TMP là 154,1 triệu kWh (tăng 103%). Nếu sản lượng huy động vẫn ổn định cho cả năm cùng với việc giá hợp đồng rất có thể sẽ tăng, doanh thu của năm 2012 có thể cao hơn năm 2011.

REE là một hướng để tiếp cận vào một ngành thiết yếu khác – Nước. REE là một cổ đông sáng lập của CTCP B.O.O Nước Thủ Đức (TD BOO) với vốn góp ban đầu là 10% vốn điều lệ. Công ty đã tăng tỷ lệ sở hữu lên 42,1% vào cuối năm 2011. TD BOO xử lý nước với tổng công suất 300.000m³ mỗi ngày. Theo ước tính của chúng tôi, REE đang nắm giữ 2.105.000 cổ phiếu với giá trung bình 182.000 đồng/cổ phiếu.

Trong năm 2011, CII, một thành viên sáng lập khác, đã bán lại 33% cổ phần tại TD BOO với giá trung bình 326.533 đồng/cổ phiếu. Xem xét khoản lợi nhuận mà CII nhận được, chắc chắn khoản đầu tư hiện tại 383 tỷ đồng của REE có lợi nhuận.

Triển vọng lợi nhuận

Hình 9: Doanh thu và lợi nhuận dự báo năm 2012

	2011	2012F	% yoy
Doanh thu	1,810	2,164	19.6%
Cơ điện	855	1,073	25.5%
Cho thuê văn phòng	368	425	15.6%
Điện lạnh	586	665	13.5%
Thương mại	293	325	10.9%
Bán lẻ	293	340	16.1%
Đơn vị đã bán	47,026	52,000	
Giá bán trung bình (triệu đồng/đơn vị)	6.2	6.5	
Lợi nhuận gộp	541	536	-0.9%
Cơ điện	214	209	-2.1%
Điện lạnh	106	93	-12.2%
Cho thuê văn phòng	221	234	6.0%
Chi phí SG&A	156	184	17.9%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	385	352	-8.5%
Lợi nhuận từ các hoạt động khác	318	486	52.9%
- Lãi tiền gửi	98	75	
- Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	38	51	
+ CTCP B.O.O Nước Thủ Đức (42.1%)	6	19	
+ Thủy điện Thác Mơ - TMP (35.5%)	30	28	
+ Thủy điện Thác Bà - TBC (24.0%)	3	3	
+ CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nước sạch Sài Gòn (30%)	1	1	
- Lợi nhuận từ cổ tức	103	63	
+ STB	50	0	
+ ACB	4	14	
+ Khác (Sonadez, Nhiệt điện Quảng Ninh, VSH, v.v)	49	49	
- Lãi từ chuyển nhượng đầu tư	137	279	
- Lỗ từ chuyển nhượng đầu tư	-16	0	
- Hoàn nhập dự phòng (đã lập)	-48	19	
- Lãi/lỗ từ chênh lệch tỷ giá	-1	0	
- Khác	6	0	
EBIT	703	838	19.3%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Chúng tôi cho rằng lĩnh vực cơ điện sẽ đạt doanh thu 1.073 tỷ đồng (tăng 26%) từ những hợp đồng đã được ký.

Do sức mua các thiết bị điện tử thấp trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt với các công ty nước ngoài, mảng bán lẻ sản phẩm điện lạnh của REE ở mức chậm trong hai tháng đầu năm nhưng bắt đầu có những dấu hiệu tăng vào cuối tháng ba. Tuy nhiên, chúng tôi e rằng mục tiêu tăng trưởng điện lạnh của REE là hơi quá lạc quan. Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng là 52.000 máy điều hòa nhiệt độ và giá bán trung bình tăng 5% trong năm 2012. Về mặt thương mại, chúng tôi ước tính doanh thu là 325 tỷ đồng (tăng 11% so với năm ngoái). Tổng cộng, chúng tôi ước tính doanh thu từ hoạt động kinh doanh điện lạnh đạt 665 tỷ đồng (tăng 13,5% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận ròng đạt 33 tỷ đồng (tăng 3%).

Như đã thảo luận trong phần luận điểm đầu tư, chúng tôi cho rằng hoạt động cho thuê văn phòng là một nguồn doanh thu ổn định. Dự báo của chúng tôi phản ánh quan điểm này với doanh thu năm 2012 là 425 tỷ đồng (tăng 15,6% so với năm ngoái) nhờ tỷ lệ mặt bằng cho thuê tại REE Tower tăng lên. Chúng tôi cho rằng hoạt động cho thuê văn phòng sẽ đóng góp 206 tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ năm ngoái) vào lợi nhuận ròng của năm 2012.

Lợi nhuận ròng năm 2012 sẽ bao gồm việc bán lại STB và hoàn nhập dự phòng. Chúng tôi ước tính việc bán cổ phiếu STB sẽ mang lại 279 tỷ đồng doanh thu tài chính. Chúng tôi ước tính cổ tức và lãi từ tiền gửi là VND161 tỷ đồng. Xin lưu ý là dự báo của chúng tôi chỉ được dựa trên các nguồn doanh thu tài chính có thể xảy ra với mức độ thông tin ở hiện tại. Chúng tôi không tính khả năng chuyển nhượng các khoản đầu tư trong danh mục đầu tư của công ty mà có thể dẫn đến lỗ hoặc lãi cho REE.

Doanh thu từ hoạt động đầu tư đã đóng góp một phần đáng kể vào lợi nhuận của REE trong hai năm qua. Tuy nhiên, dự báo một cách hợp lý nguồn lợi nhuận này tương đối khó khăn vì phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện thị trường, thời điểm và quyết định chủ quan của Công ty.

Dự báo lợi nhuận ròng năm 2012 đạt 628 tỷ đồng (tăng 22% so với năm ngoái), vượt kế hoạch kinh doanh 6%, theo đó EPS tương ứng là 2.570 đồng/cổ phiếu.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để tính giá mục tiêu. Trong mô hình này, chúng tôi áp dụng hệ số beta 1,0; tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%, lãi suất phi rủi ro 11% và phần bù rủi ro thị trường 12%.

Hình 10: Định giá bằng phương pháp DCF

FCFF	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	837	625	688	757	847
trừ: thuế	-167	-125	-138	-151	-169
cộng: khấu hao	87	97	108	119	132
trừ: đầu tư XDCB	-54	-60	-67	-75	-83
(tăng) / giảm NWC	39	49	8	9	9
Dòng tiền tự do không tính lãi vay	741	585	598	659	737
PV	666	472	435	435	440
Tổng hiện giá dòng tiền	2.448				
Hiện giá của dòng tiền cuối kỳ dự phóng	1.335				
cộng: tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	1.201				
cộng: nợ ngắn và dài hạn	251				
Giá trị CSH (bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số)	4.733				
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	245				
Giá/cổ phiếu	19.346				

Hình 11: So sánh với một số công ty khác cùng ngành trong khu vực

Tên	Quốc gia	Mkt Cap (triệu USD)	P/E (x)	P/B (x)	ROE (%)
Lĩnh vực cơ điện					
SUNWAY BHD	MALAYSIA	939	8,2	1,0	12,7
VOLTAS LTD	INDIA	619	21,0	2,3	11,4
SURYA SEMESTA INTERNUSA PT	INDONESIA	496	11,4	3,4	30,5
SHAANXI YANCHANG PETROLEUM-A	TQ	469	20,2	3,2	18,2
DALIAN INTL COOPERAT-A	TQ	412	12,2	1,8	15,5
EVERSENDAL-CORP SDN BHD	MALAYSIA	397	8,5	1,7	23,2
LUENMEI HOLDING CO LTD-A	TQ	345	21,5	3,0	15,2
REFRIGERATION ELECTRICAL ENG	VIỆT NAM	185	5,3	1,0	21,1
YINSON HOLDINGS BHD	MALAYSIA	134	9,0	1,6	19,5
KKB ENGINEERING BHD	MALAYSIA	122	11,4	1,6	19,3
FITTERS DIVERSIFIED BHD	MALAYSIA	48	7,4	1,0	14,9
PRE-BUILT PCL	THÁI LAN	38	10,8	1,7	16,8
ADVANCED CONSTRUCTION	TQ	30	7,0	0,4	7,9
PYLON PCL	THÁI LAN	30	10,7	2,2	24,0
MTD WALKERS PLC	SRI LANKA	20	19,3	0,7	10,9
SYCAL VENTURES BHD	MALAYSIA	14	7,1	0,3	2,7
SEAPRODEX REFRIGERATION IND	VIỆT NAM	9	3,2	0,5	18,3
HOCK HENG STONE INDUSTRIES	MALAYSIA	7	11,5	0,5	4,2
FOCUS DEVELOPMENT AND CONSTR	THÁI LAN	7	6,5	1,8	32,5
THAI INDUS & ENGINEER SERVIC	THÁI LAN	6	19,2	14,3	119,3
Trung bình			11,6	2,2	
Lĩnh vực điện lạnh					
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	HÀN QUỐC	154.153	11,3	1,7	16,3
TOSHIBA CORP	NHẬT BẢN	15.966	16,7	1,5	8,5
AVAGO TECHNOLOGIES LTD	SINGAPORE	8.397	15,3	3,9	28,1
LITE-ON TECHNOLOGY CORP	ĐÀI LOAN	2.885	11,3	1,2	10,4
RADIANT OPTO-ELECTRONICS COR	ĐÀI LOAN	2.203	13,9	3,5	25,9
WPG HOLDINGS LTD	ĐÀI LOAN	1.848	11,7	1,5	12,5
NOVATEK MICROELECTRONICS COR	ĐÀI LOAN	1.838	15,3	2,5	15,5
ALPS ELECTRIC CO LTD	NHẬT BẢN	1.270	23,7	0,9	3,6
SKYWORTH DIGITAL HLDGS LTD	HONG KONG	1.192	7,4	1,2	18,7
E INK HOLDINGS INC	ĐÀI LOAN	1.184	8,6	1,3	15,4
OKI ELECTRIC INDUSTRY CO LTD	NHẬT BẢN	1.176	13,9	2,4	19,6
Trung bình			13,6	15,9	

Nguồn: Bloomberg

Rủi ro

Rủi ro từ danh mục đầu tư: Cuối năm 2011, tổng đầu tư tài chính dài hạn của Công ty chiếm 37% tổng tài sản. Đầu tư vào hạ tầng điện nước chiếm lần lượt 54% và 20% đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, tỷ lệ lợi nhuận trên vốn đầu tư của các khoản đầu tư này vẫn không cao như kỳ vọng.

Nguy cơ pha loãng: Đại hội cổ đông đã thông qua việc phát hành 557 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi trong 3 năm cho một đối tác chiến lược nước ngoài, có thể được chuyển đổi thành tối đa 25,4 triệu cổ phiếu thường bất kỳ lúc nào khi room cho khối ngoại đủ. REE sẽ đề nghị Ủy ban Chứng khoán Nhà nước điều chỉnh room cho khối ngoại từ 49% xuống 39% sau khi phát hành trái phiếu cho chủ sở hữu trái phiếu chuyển đổi sang cổ phiếu phổ thông. Vào ngày đáo hạn, bất kỳ phần trái phiếu nào chưa được chuyển đổi thành cổ phiếu thường do room bị hạn chế sẽ được nhận lại tiền theo mệnh giá trái phiếu đã mua.

Việc không còn trong danh mục của các quỹ ETF có thể ảnh hưởng tới giá của REE trong ngắn hạn. Van Eck và FTSE đã đưa REE ra khỏi danh mục đầu tư, chủ yếu là do còn room cho khối ngoại không còn đủ mức như quy định (2%) sau khi Platinum Victory tích cực mua vào cổ phiếu gần đây. Theo kế hoạch, Van Eck sẽ bắt đầu tái cân bằng từ 15/06/2012, trong khi FTSE đã bắt đầu bán ra. Tổng số cổ phần dự kiến sẽ được bán ra là hơn 12 triệu. Trong tuần lễ từ 11 đến 15/06/2012 khi hai Quỹ đầu tư này đã công bố các thay đổi, chúng tôi nhận thấy lực bán tăng lên và giá cổ phiếu của REE đã giảm 7,4% từ ngày 08/06/2012.

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu thuần	1,808	1,810	2,166	2,419
- Giá vốn hàng bán	-1,313	-1,269	-1,630	-1,766
Lợi nhuận gộp	495	541	536	653
- Chi phí bán hàng	-56	-57	-65	-73
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	-104	-99	-119	-133
Lợi nhuận thuần HKKD	335	385	352	447
- (Lỗ) / lãi từ đánh giá lại tỷ giá	-7	0	-1	-1
- Lợi nhuận khác	176	319	486	178
Lợi nhuận khác	504	703	837	625
- Chi phí lãi vay	-36	-71	-52	-81
Lợi nhuận trước thuế	468	632	785	543
- Thuế TNDN	-107	-119	-157	-109
LNST	361	513	628	435
- Lợi ích cổ đông thiểu số	2	1	1	1
LNST của cổ đông CT Mẹ	362	514	629	435
EPS (đ)	1,999	2,464	2,570	1,779
EBITDA	547	743	924	721
Khấu hao	-43	-40	-87	-97
Tăng trưởng doanh thu	54.0%	0.1%	19.6%	11.7%
Tăng trưởng LN HKKD	24.1%	15.0%	-8.6%	27.1%
Tăng trưởng EBIT	2.3%	39.6%	19.1%	-25.4%
Tăng trưởng EPS	-17.5%	23.3%	4.3%	-30.8%
Chỉ số khả năng sinh lợi	2010	2011	2012F	2013F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27.4%	29.9%	24.8%	27.0%
Tỷ suất LNST	19.9%	28.3%	29.0%	18.0%
ROE DuPont	13.3%	15.1%	15.8%	10.5%
ROA DuPont	8.6%	10.0%	10.6%	6.6%
Tỷ suất EBIT	27.9%	38.8%	38.7%	25.8%
LNTT / LNST	77.1%	81.2%	80.0%	80.0%
LNTT / EBIT	92.9%	89.9%	93.8%	87.0%
Vòng quay tổng tài sản	0.4	0.4	0.4	0.4
Đòn bẩy tài chính	1.5	1.5	1.5	1.6
ROIC	10.8%	12.7%	13.7%	8.6%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2010	2011	2012F	2013F
Số ngày phải thu	186.8	241.8	208.6	221.1
Số ngày tồn kho	50.1	55.5	51.0	50.6
Số ngày phải trả	50.6	52.6	42.4	50.5
Thời gian luân chuyển tiền	186.3	244.7	217.2	221.2
COGS / Hàng tồn kho	2.0	1.5	1.7	1.7
Chỉ số Thanh khoản/ Đòn bẩy tài chính	2010	2011	2012F	2013F
CS thanh toán hiện hành	1.4	2.0	1.8	1.7
CS thanh toán nhanh	0.9	1.3	1.2	1.0
CS thanh toán tiền mặt	0.6	0.3	0.4	0.3
Nợ / Tài sản	21.2%	4.7%	14.4%	14.1%
Nợ / Vốn sử dụng	26.5%	6.1%	18.6%	18.5%
Nợ / Vốn CSH	36.0%	6.5%	22.8%	22.7%
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	20.9%	2.9%	3.3%	3.6%
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.4%	1.9%	11.1%	10.5%
Khả năng thanh toán lãi vay	14.0	9.9	16.0	7.7
Định giá	2010	2011	2012F	2013F
P/E	7.9	6.4	6.1	8.9
P/B	0.7	0.9	0.9	0.9
EV / EBITDA	5.5	3.2	6.6	7.9
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	21,695	17,944	16,774	16,953

CĐKT	2010	2011	2012F	2013F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	1,172	427	622	557
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	289	774	774	774
+ Các khoản phải thu	272	279	326	345
+ Hàng tồn kho	846	836	1,027	1,113
+ Tài sản ngắn hạn khác	75	165	165	165
Tổng tài sản ngắn hạn	2,654	2,480	2,914	2,953
+ Tài sản dài hạn	667	857	911	972
+ Khấu hao lũy kế	-27	-29	-116	-212
+ Tài sản dài hạn	640	828	796	759
+ Đầu tư tài chính dài hạn	1,651	1,975	2,775	2,975
+ Tài sản dài hạn khác	17	14	14	14
Tổng tài sản dài hạn	2,308	2,817	3,584	3,748
Tổng Tài sản	4,962	5,297	6,499	6,702
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả ngắn hạn	222	144	235	254
+ Vay và nợ ngắn hạn	1,035	152	217	242
+ Phải trả ngắn hạn khác	690	953	1,140	1,273
Nợ ngắn hạn	1,947	1,248	1,591	1,769
+ Vay và nợ dài hạn	18	99	720	701
+ Phải trả dài hạn	68	83	83	83
Nợ dài hạn	86	182	804	785
Tổng nợ	2,033	1,431	2,395	2,554
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	521	748	748	748
+ Vốn điều lệ	1,863	2,446	2,446	2,446
+ Lợi nhuận chưa phân phối	516	672	909	953
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	29	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2,929	3,867	4,104	4,148
Tổng cộng nguồn vốn	4,962	5,297	6,499	6,702

Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012F	2013F
Tiền đầu năm	244	1,172	427	622
Lợi nhuận sau thuế	362	514	629	435
+ Khấu hao lũy kế	0	5	87	97
+ Điều chỉnh	-25	-74	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-174	-118	39	49
Tiền từ hoạt động kinh doanh	163	326	754	581
+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-75	-210	-54	-60
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	-800	-200
+ Các hoạt động đầu tư khác	-149	-512	0	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	-224	-722	-854	-260
+ Cổ tức đã trả	0	-300	-391	-391
+ Tăng (giảm) vốn	96	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	887	-884	65	25
+ Thay đổi nợ dài hạn	-68	81	621	-19
+ Các hoạt động tài chính khác	0	-57	0	0
Tiền từ hoạt động tài chính	988	-348	295	-385
Tổng lưu chuyển tiền tệ	927	-744	195	-65
Tiền cuối năm	1,172	427	622	557

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Hoàng Việt, 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%
NẮM 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 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 giả 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. Đề 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

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

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

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

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

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

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@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.