

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Tháng 5 năm 2014

BÁO CÁO CÔNG TY LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (20/5/2014)	(đồng)	23.800
Giá mục tiêu	(đồng)	30.900

Mã Bloomberg: REE VN	Sàn niêm yết: HSX
Ngành: M&E, cho thuê văn phòng, đầu tư tài chính	
Bêta	1,21
Giá cao / thấp nhất trong 52 tuần (đồng)	34.900 / 21.000
Số lượng cổ phiếu (triệu)	265,6
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.322
KLGDĐQ 12 tháng	1.680.428
Sở hữu nước ngoài (%)	48,4%

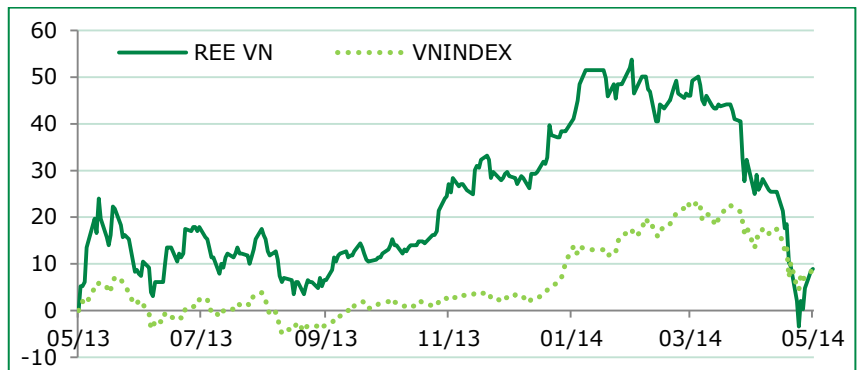
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS
2013	6,7%	3.980
2012	6,7%	2.704
2011	6,7%	2.464

Chỉ số tài chính	REE	Cùng ngành	VNI
2014 P/E	7,6x	14,2x	12,0x
2014 P/B	1,0x	1,8x	1,9x
Nợ/Vốn CSH	10%	88,5%	97,6%
Biên lợi nhuận	40,4%	3,0%	9,9%
ROE	14,4%	17,9%	3,4%
ROA	20,7%	4,5%	14,3%

Giới thiệu về công ty:

REE được thành lập vào năm 1977, và là một đơn vị quốc doanh, niêm yết trên Sàn Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2000.

Các ngành nghề kinh doanh bao gồm: cơ điện công trình (chiếm 59% doanh thu hợp nhất năm 2013); sản xuất, lắp ráp và phân phối hệ thống điều hòa không khí (22%); và quản lý và khai thác bất động sản (19%). Ngoài ra, REE còn có những khoản đầu tư chiến lược phần lớn vào các ngành cơ sở hạ tầng.



Trong báo cáo lần đầu của CTCP Cơ Điện Lạnh (REE-HSX), chúng tôi khuyến nghị MUA trong dài hạn với kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận (bao gồm giá và lãi cổ tức) ở mức 37% dựa trên những luận điểm sau:

- ❖ REE giữ vị thế đầu ngành trong lĩnh vực dịch vụ cơ điện công trình ở Việt Nam với các dự án chính phủ quy mô lớn. Doanh thu của mảng có tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013 là 37%, và được chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng 15% mỗi năm trong ba năm tới.
- ❖ REE hiện có tổng cộng 109.600 m² diện tích văn phòng hạng B cho thuê với tỷ lệ lấp đầy trong quý 1 năm 2014 đạt 98%. Mảng hoạt động này đã mang lại dòng tiền ổn định mỗi năm cho REE thậm chí trong giai đoạn suy thoái kinh tế. Có lợi thế từ giá đất rẻ và tỷ lệ lấp đầy cao, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh của mảng này luôn ở mức cao (hơn 55% từ năm 2009 đến năm 2013).
- ❖ REE có danh mục đầu tư chiến lược đa dạng. Ngành cơ sở hạ tầng (điện và nước) chiếm phần lớn trong danh mục đầu tư và được kỳ vọng sẽ tăng trưởng từ 11% đến 13% trong những năm tới. Từ năm 2009 đến năm 2013, lãi ròng của ngành này đã tăng gấp bốn lần từ 147 tỷ đồng lên 621 tỷ đồng.
- ❖ Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và tổng các giá trị thành phần (SOP) của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 30.900 đồng/cổ phiếu, với mức tăng giá dự kiến là 30% so với giá đóng cửa 23.800 đồng tại ngày 20 tháng 5 năm 2014, trong khi lợi suất cổ tức năm 2014 ước tính đạt 7%.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

Nội dung

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP	3
Cơ cấu quản lý và sở hữu	4
PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH.....	5
Dịch vụ cơ điện công trình	6
Ngành công nghiệp mới nổi	6
Doanh thu tăng nhanh nhưng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp.....	8
Sản xuất, lắp ráp và phân phối hệ thống điều hòa không khí.....	10
Ngành có nhiều tiềm năng nhưng tính cạnh tranh cao	10
Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng thấp.....	11
Quản lý và khai thác bất động sản	12
Thị trường văn phòng cho thuê đã chạm đáy và sẽ khởi sắc trở lại	12
Tăng trưởng ổn định và dòng tiền dồi dào	13
Đầu tư chiến lược	15
Triển vọng tích cực của ngành điện	17
Ngành hạ tầng nước có tiềm năng lớn	17
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG.....	18
TĂNG TRƯỞNG.....	18
KHẢ NĂNG SINH LỜI VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG	19
KHẢ NĂNG THANH TOÁN VÀ THANH KHOẢN	20
ĐỊNH GIÁ	21
GIẢ ĐỊNH VÀ DỰ BÁO	21
MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)	22
MÔ HÌNH TỔNG CÁC GIÁ TRỊ THÀNH PHẦN (SOP)	23
PHÂN TÍCH ĐỘ NHAY.....	24
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT.....	25
KẾT LUẬN	26

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

CTCP Cơ Điện Lạnh (REE) được thành lập vào năm 1977, và niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2000, là một trong hai công ty đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ một đơn vị quốc doanh chuyên cung cấp dịch vụ cơ điện lạnh, REE đã phát triển thành một công ty kinh doanh đa ngành với bốn công ty con chuyên về các mảng kinh doanh như sau:

CTCP Dịch vụ & Kỹ thuật Cơ Điện Lạnh R.E.E cung cấp dịch vụ cơ điện công trình (M&E) bao gồm dịch vụ phân phối và cung cấp điện, hệ thống điện nhẹ, hệ thống báo cháy và chữa cháy, hệ thống điều hòa không khí và thông gió. Công ty là nhà cung cấp dịch vụ hàng đầu trong lĩnh vực M&E với hơn 37 năm kinh nghiệm.

CTCP Điện máy R.E.E sản xuất, lắp ráp và kinh doanh hệ thống điều hòa không khí (Reetech) cho nhà ở và văn phòng.

Công ty Quản lý và Khai thác Bất động sản REE và CTCP Bất động sản REE cung cấp dịch vụ khai thác và quản lý bất động sản. Công ty có khoảng 100 nghìn m² diện tích văn phòng cho thuê hạng B tại Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM), như cụm e.town tại Quận Tân Bình, Tòa nhà REE tại Quận 4, Maison Pasture tại quận 1, Tòa nhà Reecorp tại Quận 5, và Tòa nhà IDC tại Quận 3.

Đầu tư chiến lược: Chiếm phần lớn trong danh mục đầu tư của REE là ngành cơ sở hạ tầng (điện, nước và than).

Lịch sử hình thành

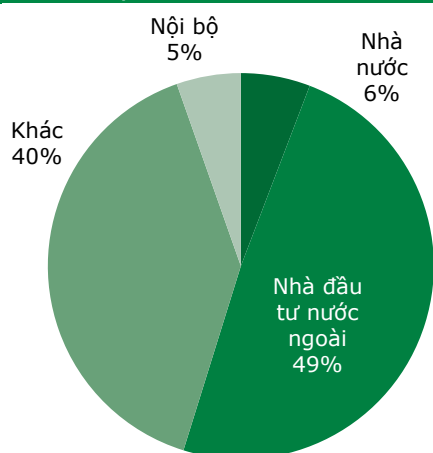
Năm 1977	• Thành lập trên cơ sở là một đơn vị nhà nước
Năm 1993	• Là doanh nghiệp đầu tiên thực hiện cổ phần hóa tại Việt Nam
Năm 1996	• Ra đời các sản phẩm cơ điện lạnh mang thương hiệu Reetech
Năm 1997	• Là công ty đầu tiên phát hành trái phiếu chuyển đổi cho nhà đầu tư nước ngoài
Năm 2000	• Là một trong hai công ty đầu tiên niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam
Năm 2002 – 2003	• Cơ cấu lại hoạt động sản xuất và dịch vụ cơ điện thành hai công ty trực thuộc là Công ty REE M&E và Công ty Điện máy REE
Năm 2008	• Tham gia vào lĩnh vực bất động sản với tổng diện tích khu văn phòng cho thuê e.town là 85.300 m ²
Năm 2010	• Mở rộng đầu tư vào các ngành cơ sở hạ tầng điện, nước
Năm 2011	• Mở rộng diện tích văn phòng cho thuê thông qua việc bổ sung 30.000 m ² của tòa nhà REE. Nâng tỷ lệ sở hữu trong ngành cơ sở hạ tầng
Năm 2012	• Phát hành trái phiếu chuyển đổi trị giá 557 tỷ đồng cho Platinum Victory Pte. Ltd với lãi suất 6%, thời hạn ba năm và giá chuyển đổi là 22.000 đồng/cổ phiếu. Tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng
2013	• Lãi ròng đạt 976 tỷ đồng, mức cao nhất từ khi thành lập

Nguồn: Dữ liệu công ty

Cơ cấu quản lý và sở hữu

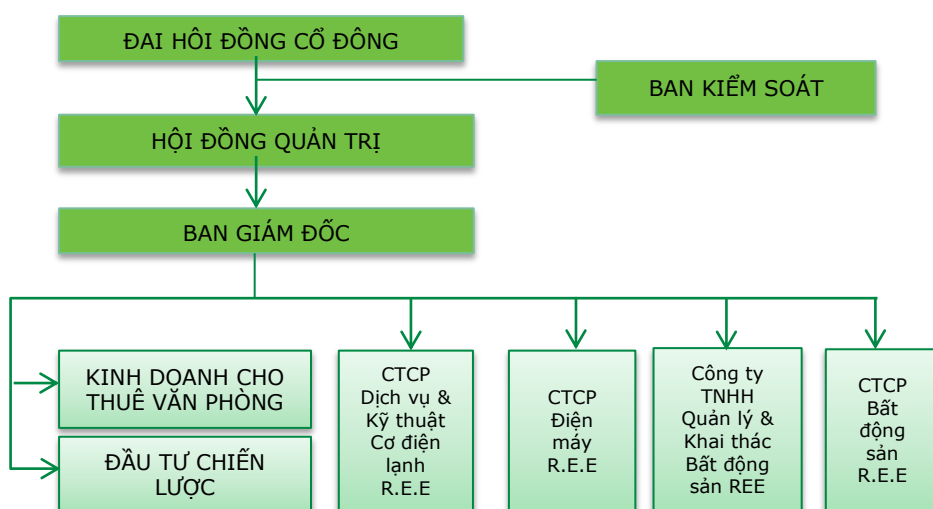
Các nhà đầu tư nước ngoài, được xem là một phần đóng góp quan trọng cho nguồn vốn và hoạt động quản trị công ty, đã nắm trọn số cổ phiếu biểu quyết cho phép là 49%. Công ty Platinum Victory Pte. Ltd., một thành viên của Jardines Matheson Group, hiện đang nắm giữ 138,9 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi của công ty. Các trái phiếu này có thể chuyển đổi thành cổ phiếu thường trong điều kiện còn dư "room" cho nhà đầu tư nước ngoài vào tháng 12 mỗi năm. Trong trường hợp này, REE có thể tăng vốn chủ sở hữu để đầu tư dài hạn vào các lĩnh vực cơ sở hạ tầng, và cùng Jardines thực hiện chiến lược phát triển kinh doanh với mối quan hệ vững chắc.

Cơ cấu tỷ lệ sở hữu



Nguồn: Dữ liệu công ty

Sơ đồ tổ chức



Nguồn: Dữ liệu công ty

Kết quả kinh doanh ấn tượng của REE trong giai đoạn suy thoái kinh tế một phần đến từ khả năng quản lý của Hội đồng Quản trị (HĐQT) và Ban điều hành.

Các thành viên trong ban lãnh đạo đều đã công tác cho REE nhiều năm và có nhiều kinh nghiệm ở vị trí của họ. Bà Nguyễn Thị Mai Thanh được xem là người có đóng góp quan trọng cho sự phát triển và thành công của REE. Gia nhập công ty từ năm 1982, bà là người tiên phong trong công tác lãnh đạo và xây dựng chiến lược trong suốt chặng đường phát triển của công ty. Nhận thấy REE sẽ chỉ mãi là một công ty nhỏ nếu chỉ tập trung vào các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi. Bà đã quyết định đầu tư vào các lĩnh vực khác như bất động sản vào năm 2002, thời điểm mà thị trường bất động sản bắt đầu đóng băng, đem đến nguồn thu ổn định cho REE với tỷ suất lợi nhuận cao (trên 55% mỗi năm) kể từ khi triển khai. Mặc dù phải đối mặt với nhiều khó khăn và trở ngại trong giai đoạn suy thoái kinh tế, bà Mai Thanh và đội ngũ lãnh đạo vẫn điều hành công ty kinh doanh có lãi và trả cổ tức ổn định cho cổ đông REE mỗi năm.

Ban lãnh đạo của công ty

Tên	Chức vụ	Năm sinh	Trình độ học vấn	Tỷ lệ sở hữu cổ phần
Hội đồng Quản trị				
Bà Nguyễn Thị Mai Thanh	Chủ tịch	1952	Cử nhân ngành Nhiệt lạnh	4,1%
Ông Dominic Scriven	Phó Chủ tịch	1963	Cử nhân ngành Tài chính	3,8% (đại diện cho Venner Group Ltd) 3,9% (đại diện cho Viel Holding Ltd)
Ông David Alexander Newbigging	Phó Chủ tịch	1972	Thạc sỹ ngành Triết học tâm lý	17,7% (đại diện cho Platinum Victory Pte. Ltd)
Ông Nguyễn Ngọc Thái Bình	Thành viên	1982	Thạc sỹ ngành Quản trị kinh doanh	1%
Ông Đặng Hồng Tân	Thành viên	1957	Thạc sỹ ngành Quản trị kinh doanh	0%
Ban Giám đốc				
Bà Nguyễn Thị Mai Thanh	TGD	1952	Cử nhân ngành Nhiệt lạnh	4,1%
Ông Quách Vĩnh Bình	Phó TGD	1972	Cử nhân	0,1%
Ông Huỳnh Thanh Hải	Phó TGD	n/a	n/a	0%

Nguồn: Dữ liệu công ty vào ngày 10 tháng 2 năm 2014

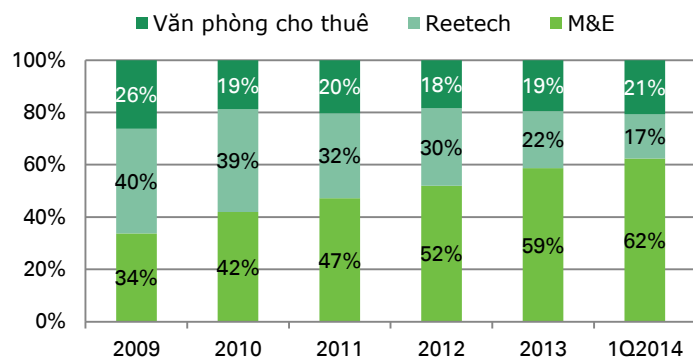
PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH

Doanh thu của mảng M&E chiếm tỷ trọng cao nhất trong ba mảng hoạt động của công ty. Tuy nhiên, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh cao nhất lại thuộc về mảng cho thuê văn phòng.

Từ năm 2009 đến năm 2013, doanh thu hợp nhất đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 19,7%, với sự đóng góp từ mảng M&E (chiếm 59% vào năm 2013), Reetech, và cho thuê tòa nhà văn phòng. Tỷ trọng của mảng M&E trên tổng doanh thu hợp nhất tăng nhanh từ 34% vào năm 2009 lên 59% vào năm 2013 với tốc độ CAGR là 37%, do REE đã triển khai nhiều dự án lớn của chính phủ trong giai đoạn này. Do vấp phải cạnh tranh gay gắt trong ngành, tỷ trọng doanh thu Reetech giảm từ 40% năm 2009 xuống 22% năm 2013 và tốc độ CAGR của doanh thu đạt 3%. Doanh thu của phân khúc văn phòng cho thuê chiếm 26% trong năm 2009 nhưng giảm còn 19% trong năm 2013 do ảnh hưởng từ mức tăng trưởng cao của mảng M&E.

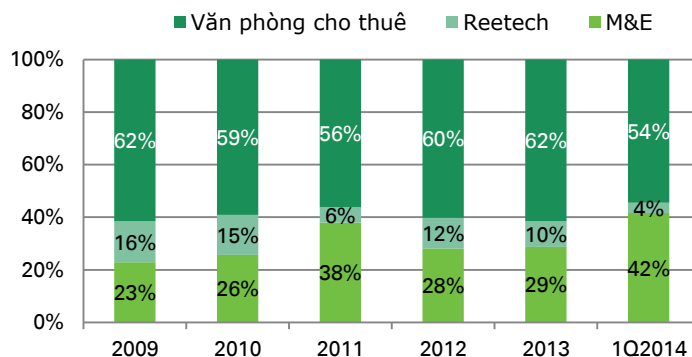
Trong quý 1 năm 2014, mảng dịch vụ M&E vẫn là nhân tố chính trong doanh thu hợp nhất với tỷ trọng 62%, tăng từ mức 59% cùng kỳ năm trước. Doanh thu từ mảng văn phòng cho thuê đóng góp 21% doanh thu hợp nhất (so với 23% trong quý 1 năm 2013) trong khi doanh thu Reetech chiếm tỷ trọng nhỏ với 17%, so với mức 18% trong quý 1 năm 2013.

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: BCTC đã kiểm toán

Cơ cấu lợi nhuận hoạt động



Nguồn: BCTC đã kiểm toán

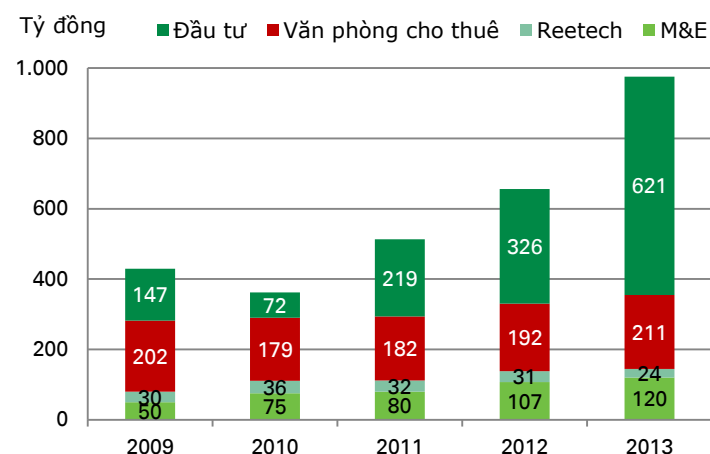
Trong năm năm qua, tuy chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ về mặt doanh thu, mảng văn phòng cho thuê lại có đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận hoạt động kinh doanh của toàn công ty. Từ năm 2009 đến năm 2013, doanh thu mảng này đạt tốc độ CAGR là 11,1% trong khi biên lợi nhuận hoạt động tăng từ 56% trong năm 2009 lên 60% trong năm 2013. Đứng thứ hai là mảng M&E, mặc

dù lợi nhuận hoạt động đã tăng gấp đôi so với kết quả năm 2009, biên lợi nhuận hoạt động của mảng này lại giảm đáng kể từ mức 16% năm 2009 xuống còn 9% năm 2013. Dưới áp lực cạnh tranh gay gắt từ các thương hiệu nước ngoài, tỷ trọng lợi nhuận của Reetech thấp nhất với biên lợi nhuận hoạt động chỉ đạt 8% trong năm 2013.

Từ năm 2009 đến năm 2013, tốc độ CAGR của lợi nhuận sau thuế (LNST) của ba mảng kinh doanh đạt 6%. Trong đó, LNST của mảng M&E đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất với tốc độ CAGR là 24%, tiếp theo là phân khúc văn phòng cho thuê (1%) và Reetech (-5%).

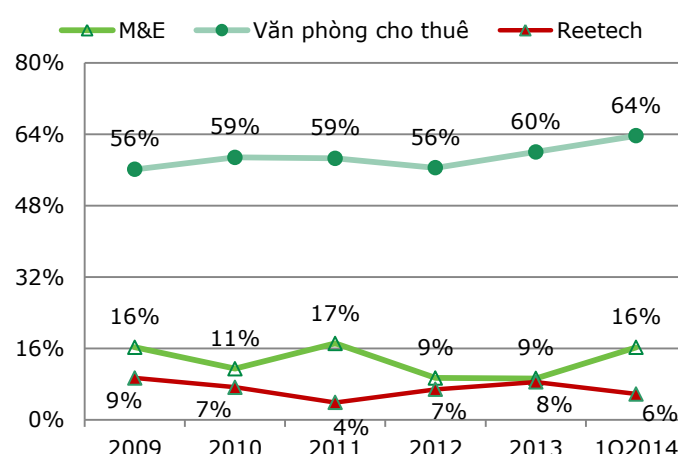
Tuy nhiên, khi phân tích tỷ trọng LNST hợp nhất, chúng tôi nhận thấy rằng các khoản đầu tư chiến lược lại thu về lợi nhuận cao nhất (bao gồm lợi nhuận từ công ty liên kết, tiền lãi và cổ tức). Từ năm 2009, lợi nhuận từ các khoản đầu tư chiến lược đã tăng gấp tư từ 147 tỷ đồng lên 621 tỷ đồng vào năm 2013. Kết quả, tỷ trọng của mảng này trong LNST hợp nhất đã tăng từ 34% trong năm 2009 lên 64% trong năm 2013. Trong những năm tới, công ty đặt mục tiêu khoản lợi nhuận từ đầu tư sẽ đóng vai trò chính trong tổng lợi nhuận của công ty.

LNST phân theo mảng



Nguồn: Báo cáo thường niên

Biên lợi nhuận hoạt động phân theo mảng



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

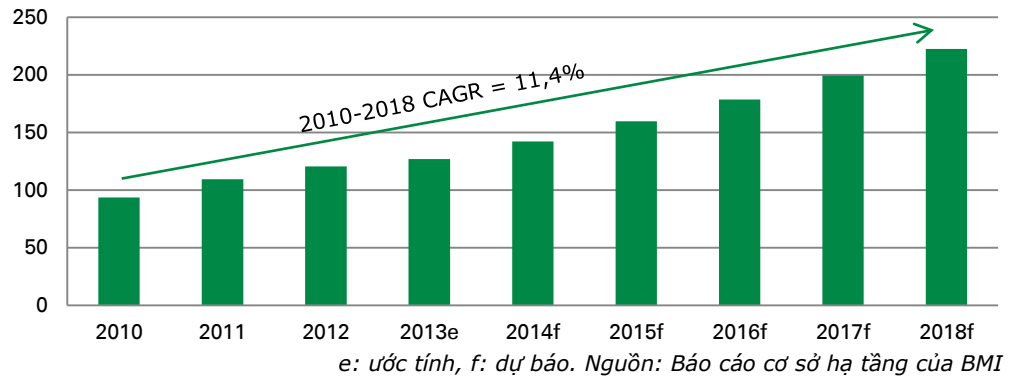
Dịch vụ cơ điện công trình

Ngành công nghiệp mới nổi

Cơ điện công trình (M&E) cho một dự án xây dựng là cung cấp hệ thống điện, nước, phòng cháy chữa cháy, điều hòa không khí và thông gió, v.v. Đây là một phần quan trọng và thường chiếm từ 20% đến 30% tổng giá trị đầu tư của dự án. Vì vậy, biến động của ngành xây dựng, cụ thể là ngành xây dựng tòa nhà, sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến các ngành công nghiệp phụ trợ như M&E.

Theo số liệu được cung cấp bởi tổ chức Business Monitor International (BMI), giá trị của ngành xây dựng dân dụng và xây dựng công trình khác đã tăng trưởng với tốc độ CAGR là 10,7% trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2013. Trong giai đoạn này, do tác động suy thoái kinh tế với tốc độ tăng trưởng của tổng sản phẩm quốc nội (GDP) bình quân hàng năm đạt 6%, triển vọng của ngành xây dựng không chỉ bị hạn chế bởi tác động từ chính sách thắt chặt tiền tệ mà còn do nhu cầu thấp đối với các dự án mới.

Giá trị xây dựng dân dụng và công trình khác (nghìn tỷ đồng)



Dự báo ngành công nghiệp xây dựng sẽ tăng trưởng 12% mỗi năm trong giai đoạn từ năm 2013 đến năm 2017 do các biện pháp thúc đẩy kinh tế của chính phủ Việt Nam.

Trong năm năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng giá trị ngành xây dựng sẽ tăng trưởng với tốc độ 12% mỗi năm nhờ vào các biện pháp kích thích kinh tế sau đây từ chính phủ:

- **Chính sách nới lỏng tiền tệ:** Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã giảm mức lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng xuống còn 6%/năm từ tháng 3 năm 2014.
- **Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tăng mạnh:** Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, vốn FDI đạt 22,4 tỷ USD trong năm 2013, tăng gần gấp đôi so với kế hoạch là 13 tỷ USD; và đạt 4,9 tỷ USD trong bốn tháng đầu năm 2014, tăng 59,1% so với cùng kỳ. Trong năm 2013, ngành sản xuất công nghiệp thu hút mức vốn FDI cao nhất với giá trị là 17,1 tỷ USD chiếm tỷ trọng 76,7%. Ngành sản xuất điện, nước và điều hòa không khí đạt 2 tỷ USD, tương đương với 9,1% tổng giá trị đầu tư. Ngành bất động sản đứng thứ ba với giá trị đạt 951,9 triệu USD. Bốn tháng đầu năm 2014 cũng có kết quả tương tự, vốn FDI vào ngành sản xuất công nghiệp vẫn đạt mức cao nhất (3,6 tỷ USD), tiếp theo sau là ngành bất động sản (392,3 triệu USD).
- **Luật Đất đai sửa đổi:** Luật Đất đai sửa đổi đã được phê duyệt vào ngày 29 tháng 11 năm 2013 và có hiệu lực từ ngày 1 tháng 7 năm 2014. Các quy định mới sẽ hạn chế tranh chấp đất đai thông qua việc không cho phép chính quyền sử dụng đất để phát triển các dự án kinh tế - xã hội nếu chưa có sự phê duyệt của Thủ tướng và Quốc hội. Những thay đổi trong khung pháp lý về việc thu hồi đất và tái định cư sẽ giảm nguy cơ trì hoãn dự án thường xảy ra do những tranh chấp kéo dài và tốn kém liên quan đến việc bồi thường và giải tỏa.
- **Các gói hỗ trợ của chính phủ đối với thị trường bất động sản như:** gói hỗ trợ 30 nghìn tỷ đồng cho nhà ở xã hội, thành lập Công ty Quản lý Tài sản Việt Nam để giải quyết vấn đề nợ xấu, và gần đây nhất là gói tín dụng 50 nghìn tỷ hỗ trợ liên kết "bốn nhà": nhà đầu tư - nhà thầu - nhà cung cấp vật liệu xây dựng - ngân hàng.

Các chủ đầu tư nước ngoài thường dùng các nhà thầu của nước đó thi công phần M&E cho các dự án của họ. Do đó, thị trường M&E cho các doanh nghiệp Việt Nam là các dự án tài trợ bởi chủ đầu tư Việt Nam. Xuất thân từ một công ty nhà nước và có quy mô lớn, REE chủ yếu tham gia các dự án quy mô lớn do chính phủ tài trợ.

Có nhiều yếu tố tác động đến khả năng trúng thầu ở mảng này, trong đó yếu tố quan trọng nhất là chất lượng của nguồn nhân lực. Nếu các nhà thầu có thể nâng cao chất lượng dịch vụ kết hợp với thời gian thi công phù hợp, họ có thể duy trì và mở rộng thị phần.

Doanh thu tăng nhanh nhưng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp

M&E là mảng kinh doanh đầu tiên và luôn chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu hợp nhất của REE. Không chỉ hoạt động tại thị trường Việt Nam, REE còn có nhiều dự án tại Lào và Cam-pu-chia. Từ năm 2009 đến năm 2013, tỷ trọng doanh thu của mảng này tăng đều đặn từ mức 34% lên đến 59%. Tốc độ CAGR của doanh thu và lợi nhuận hoạt động lần lượt đạt 37% và 19% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013. Với đội ngũ nhân sự lành nghề và có kinh nghiệm lâu năm, REE có đủ năng lực tham gia vào các dự án lớn như: Nhà ga Sân bay Nội Bài, Tòa nhà Bộ Công an, Nhà ga Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất, v.v...

Trong năm 2013, doanh thu được ghi nhận từ các dự án đã hoàn thành như: Khách sạn Pullman Sài Gòn Center, Crowne Plaza Nha Trang, Căn hộ Thảo Điền Pearl; và một dự án lớn đang được triển khai: Ga số 2 của Sân bay Quốc tế Nội Bài. Đồng thời, dịch vụ M&E của REE đã cung cấp hệ thống điện cho Tòa nhà Quốc hội. Một số dự án mới đáng chú ý như: Trung tâm Hành chính tập trung của tỉnh Bình Dương, dự án Sora Gardens và Bệnh viện Quốc tế Phúc An Khang. Trong quý 1 năm 2014, dịch vụ M&E của REE ghi nhận 344 tỷ đồng doanh thu và 55,7 tỷ đồng lợi nhuận hoạt động, lần lượt hoàn thành 23,6% và 39,8% kế hoạch năm 2014.

Kỳ hạn hợp đồng của một dự án M&E thông thường là từ một đến hai năm và có thể thay đổi tùy theo quy mô, giai đoạn xây dựng, tiến độ thi công và nguồn vốn tài trợ. Đặc biệt, đối với các dự án cấp quốc gia, thời hạn hợp đồng thường dài hơn do quy mô lớn và tiến độ thực hiện chậm. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS), doanh thu của một dự án được ghi nhận dựa trên tỷ lệ phần trăm hoàn thành khi các tiêu chí sau đây được đáp ứng: (i) doanh thu được xác định một cách đáng tin cậy; (ii) có khả năng thu được lợi ích kinh tế từ giao dịch cung cấp dịch vụ đó; (iii) xác định được phần công việc đã hoàn thành vào ngày lập bảng cân đối kế toán; và (iv) xác định được chi phí phát sinh cho giao dịch và chi phí để hoàn thành giao dịch cung cấp dịch vụ đó.

Để tăng lợi nhuận hoạt động mảng M&E, REE phải cải thiện việc quản lý dòng tiền và chất lượng của dịch vụ.

Do doanh thu được ghi nhận trong suốt thời gian dự án, biến động của doanh thu khác biệt hoàn toàn với biến động của doanh số hợp đồng ký mới. Vào năm 2009, REE đã ghi nhận 1.109 tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới nhưng doanh thu chỉ đạt 397 tỷ đồng. Những hợp đồng ký mới này đã được ghi nhận đầy đủ trong những năm tiếp theo, dẫn đến tốc độ tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong năm 2010 (tăng 91% so với năm trước) và năm 2011 (tăng 13%). Tiếp đến, 1.978 tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2012 sẽ được ghi nhận doanh thu từ năm 2013 trở đi, giúp tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2013 là 14%. Trong năm 2014, doanh thu dự kiến sẽ tăng cao hơn do nhiều dự án lớn được hoàn thành trong năm nay như: Ga số 2 Sân bay Quốc tế Nội Bài (giá trị hợp đồng khoảng 900 tỷ đồng), Tòa nhà Vietinbank Chi nhánh Hồ Chí Minh, Tòa nhà Vietcombank, v.v... Trong quý 1 năm 2014, REE ghi nhận 2.050 tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới. Doanh thu chưa thực hiện (doanh thu chưa xuất hoá đơn) đạt khoảng 3.000 tỷ đồng tại ngày 30 tháng 4 năm 2014.

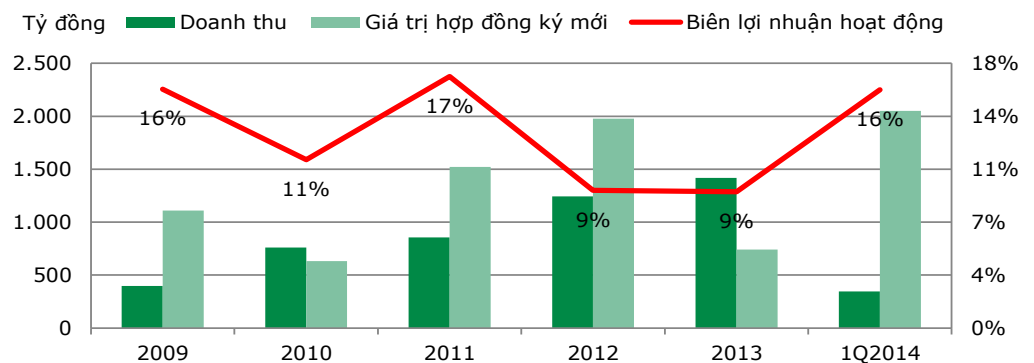
Ban lãnh đạo của REE đặt mục tiêu đạt khoảng 100 triệu USD giá trị hợp đồng ký mới, và sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2014 và năm 2015.

Biên lợi nhuận hoạt động của mảng này không duy trì được ở mức hai con số; giảm từ mức 16% trong năm 2009 và 17% trong năm 2011 xuống còn 9% trong năm 2012 và 2013. Nguyên nhân chính là do công ty thận trọng

khi ghi nhận doanh thu. Trong giai đoạn đầu của các dự án, công ty thường ghi nhận nhiều chi phí hơn doanh thu do lợi ích kinh tế có khả năng sẽ không thuộc về công ty. Một số nguyên nhân khác là do cạnh tranh trong ngành gay gắt hơn, tác động của tỷ giá hối đoái và chi phí đầu vào tăng. Một số dự án đã được thanh toán bằng ngoại tệ như đồng Yên trong dự án Ga sân bay Nội Bài. Hơn nữa, theo yêu cầu từ các chủ đầu tư, 70% máy móc và thiết bị phải được nhập khẩu từ Nhật Bản, Đức và các quốc gia khác.

Trong quý 1 năm 2014, biên lợi nhuận hoạt động tăng mạnh lên mức 16% do một số dự án hoàn thành có phần lớn chi phí đã được ghi nhận trong các giai đoạn trước.

Doanh thu và giá trị hợp đồng ký mới của dịch vụ M&E



Nguồn: Báo cáo thường niên, BCTC đã kiểm toán

Cơ hội giúp công ty tăng trưởng doanh thu là mở rộng sang thị trường mới nổi My-an-ma. Mục tiêu của REE M&E là sẽ hợp tác với CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG - HSX) trong dự án Khu phức hợp Hoàng Anh Gia Lai My-an-ma và với các nhà thầu nước ngoài khác nhằm mở rộng quy mô hoạt động của REE. Hiện tại, tổng giá trị hợp đồng dự án My-an-ma của HAG ước tính là 440 triệu USD. Dự án này bao gồm hai giai đoạn, giai đoạn một triển khai từ năm 2013 đến năm 2014, với tổng giá trị hợp đồng là 200 triệu USD, phần còn lại thuộc về giai đoạn hai triển khai từ năm 2015 đến năm 2016. Tuy nhiên, REE M&E vẫn chưa ký được hợp đồng chính thức với HAG, nên chúng tôi chưa tính đến ảnh hưởng của yếu tố này vào mô hình định giá công ty.

Ban lãnh đạo cho rằng để duy trì được thị phần, REE phải chú trọng nhiều vào chất lượng và tiến độ thi công nhanh. Công ty đặt mục tiêu nâng cao việc quản lý dòng tiền và giảm nợ xấu để tránh việc vay vốn lưu động. Để giảm thiểu rủi ro biến động tỷ giá hối đoái, REE đã lập chính sách khách hàng ứng trước từ 20% đến 30% tổng giá trị hợp đồng ngay sau khi ký. Ngay sau đó, các khoản tiền này sẽ được sử dụng vào việc mua sắm vật liệu. Vì thế, nếu trong giai đoạn đầu của hợp đồng, REE ghi nhận biên lợi nhuận hoạt động thấp do chi phí nguyên vật liệu thì công ty sẽ ghi nhận biên lợi nhuận cao trong giai đoạn sau của hợp đồng.

Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng của doanh thu sẽ đạt 15% mỗi năm từ năm 2014 đến năm 2016 và đạt 9% vào năm 2017 và năm 2018 do:

- Tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng dân dụng và xây dựng công trình khác theo BMI ước tính sẽ đạt 12% mỗi năm từ năm 2014 đến năm 2018.
- Giá trị cao của hợp đồng ký mới trong năm 2012 đến cuối quý 1 năm 2014 sẽ hỗ trợ doanh thu từ năm 2014 đến năm 2016.

- Cạnh tranh ngày càng gay gắt trên thị trường sẽ hạn chế tốc độ tăng trưởng doanh thu trong năm 2017 và năm 2018.

Do REE khá thận trọng trong việc ghi nhận lợi nhuận hoạt động trong năm 2012 và năm 2013, chúng tôi tin rằng trong năm 2014 và năm 2015, biên lợi nhuận hoạt động sẽ cải thiện lên mức 16%. Từ năm 2016 trở đi, biên lợi nhuận hoạt động sẽ đạt mức từ 12% đến 13% theo mức biên lợi nhuận trung bình mà REE thường tính thêm cho các dự án.

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận hoạt động của mảng M&E

	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Doanh thu (tỷ đồng)	855	1.244	1.418	1.630	1.875	2.156	2.350	2.562
Tăng trưởng	13%	45%	14%	15%	15%	15%	9%	9%
LN hoạt động (tỷ đồng)	587	711	526	610	708	800	904	1,013
Biên LN hoạt động	17%	9%	9%	16%	16%	13%	13%	12%

Nguồn: BCTC đã kiểm toán, VPBS dự báo

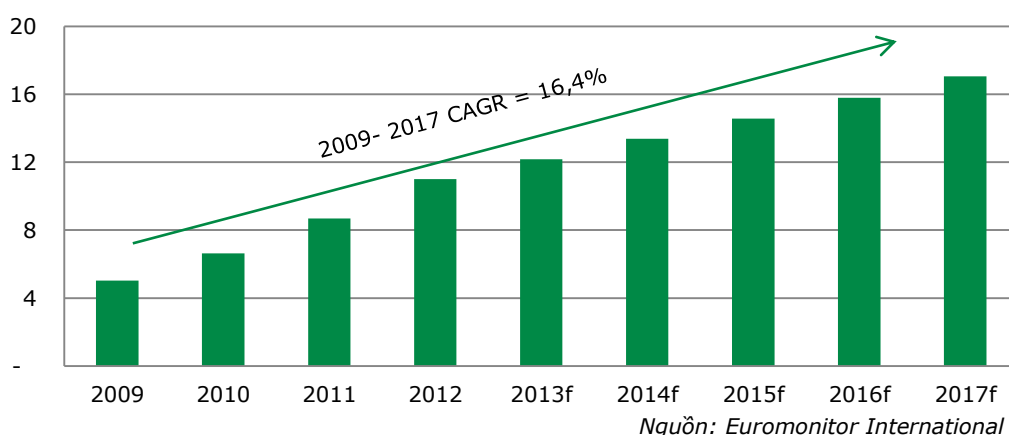
Sản xuất, lắp ráp và phân phối hệ thống điều hòa không khí

Ngành có nhiều tiềm năng nhưng tính cạnh tranh cao

Ngành điều hòa không khí của Việt Nam đạt tốc độ CAGR là 29,7% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2012. Tốc độ tăng trưởng trong năm 2013 ước đạt 11%. Trong đó, máy điều hòa là sản phẩm phổ biến nhất, chiếm 55% tổng giá trị ngành. Sự nóng lên toàn cầu và tỷ lệ đô thị hóa tăng nhanh tại các thành phố lớn là những động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng của ngành. Tuy nhiên, do nhiều chính sách thương mại mở cửa như Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) và các hiệp định thương mại tự do, thương hiệu Việt Nam đã phải cạnh tranh gay gắt với các thương hiệu nước ngoài như: Panasonic (Matsushita Home Appliances Co Ltd), LG (LG Electronics Việt Nam), Samsung (Samsung Vina Electronics),...

Theo dự báo của công ty nghiên cứu thị trường hàng đầu Euromonitor International, phân khúc máy điều hòa sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8,0% về sản lượng và 8,7% về giá trị trong giai đoạn từ năm 2013 đến năm 2017. Nguyên nhân là do xu hướng đô thị hóa nhanh, mức sống cao hơn, thời tiết khắc nghiệt hơn, và sự quan tâm về chất lượng không khí. Trong đó, các thương hiệu nước ngoài sẽ tiếp tục chiếm lĩnh thị trường.

Doanh thu bán máy điều hòa tại Việt Nam (nghìn tỷ đồng)



Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng thấp

Dòng sản phẩm điện lạnh đầu tiên của công ty mang thương hiệu Reetech được giới thiệu vào năm 1996, trong đó, dòng sản phẩm chủ lực là máy điều hòa không khí. Trước năm 2006, REE sản xuất dòng máy lạnh với công suất cao phục vụ cho các văn phòng và các dự án với quy mô lớn. Sau năm 2006, do tỷ lệ đô thị hóa tại các thành phố lớn như Hà Nội, TP.HCM, và Đà Nẵng tăng cao cùng với thời tiết thay đổi, REE bắt đầu sản xuất dòng sản phẩm có công suất thấp hơn nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của các hộ gia đình. Ngày nay, các sản phẩm của REE có công suất từ 9.000 BTU đến 60.000 BTU (đơn vị nhiệt của Anh, 1BTU bằng khoảng 0,293 watt và được sử dụng để tính công suất của hệ thống sưởi hoặc hệ thống làm lạnh). Hiện tại, thị phần của công ty đạt khoảng 6% cả nước và tập trung tại miền Nam. Công ty không thể cạnh tranh tại thị trường phía Bắc do dân cư vùng này ưa chuộng các sản phẩm ngoại.

Từ năm 2009 đến năm 2013, tốc độ CAGR doanh thu của Reetech chỉ đạt khoảng 3% và tốc độ CAGR lợi nhuận hoạt động chỉ đạt 0,5%, tăng trưởng kém so với ngành. Biên lợi nhuận hoạt động giảm đáng kể từ mức 9% trong năm 2009 xuống còn 4% trong năm 2011, và cải thiện lên mức 8% trong năm 2013 nhờ vào quá trình tái cơ cấu hoạt động sản xuất. Tuy nhiên, phân khúc này không đạt được mục tiêu lợi nhuận hàng năm do những nguyên nhân nội tại như chi phí sản xuất cao và công suất thấp, cùng với nguyên nhân khách quan như lực cầu suy yếu và cạnh tranh khốc liệt trong ngành.

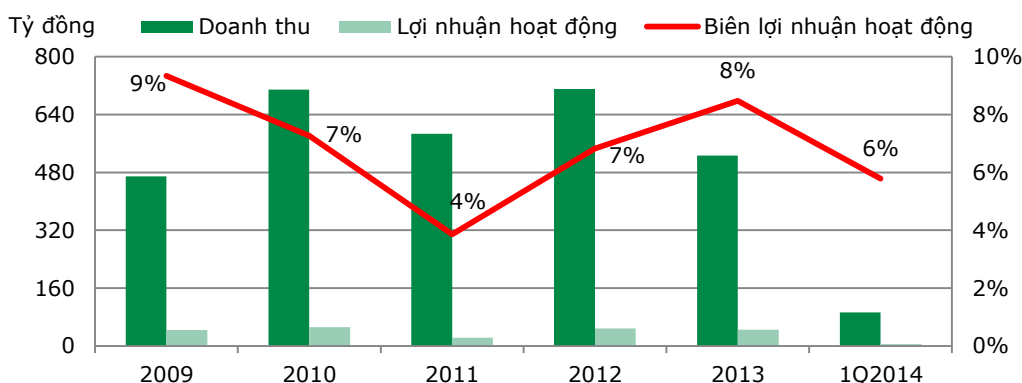
Trong năm 2013, doanh thu giảm 25,9% so với năm trước do số lượng máy điều hòa bán ra giảm từ 48.952 sản phẩm trong năm 2012 xuống còn 41.079 sản phẩm. Ngoài ra, REE đánh giá năng lực thận trọng trước các cơ hội trong khối dự án, dẫn đến doanh số ký hợp đồng và ghi nhận doanh thu đều giảm. LNST giảm 22,6% so với năm trước do chi phí hoạt động tăng cao.

Trong năm 2013, nhằm mục đích mở rộng thị phần, Reetech đã sắp xếp, tổ chức lại bộ phận sản xuất sản phẩm và đưa ra các chính sách giúp nâng cao năng suất. Về mảng bán lẻ, Reetech đã liên doanh với các đối tác để nhập khẩu và phân phối sản phẩm hệ thống máy điều hòa không khí mang thương hiệu General (Nhật Bản).

Trong quý 1 năm 2014, tình hình hoạt động của mảng kinh doanh này không mấy khả quan. Doanh thu của Reetech chỉ đạt 92,8 tỷ đồng, hoàn thành 12% kế hoạch năm 2014. Biên lợi nhuận hoạt động giảm xuống còn 6% do sản lượng sản xuất giảm, dẫn đến chi phí trên mỗi sản phẩm cao hơn. Lợi nhuận hoạt động đạt 5,4 tỷ đồng, đạt 10,6% kế hoạch năm 2014.

Mảng Reetech hoạt động kém trong những năm gần đây do cạnh tranh gay gắt trong lĩnh vực điều hòa không khí chiếm lĩnh bởi thương hiệu nước ngoài.

Doanh thu và biên lợi nhuận hoạt động của mảng Reetech



Nguồn: BCTC đã kiểm toán

Chúng tôi dự báo doanh thu của phân khúc này sẽ không tăng trưởng trong những năm sắp tới do cạnh tranh trong ngành trở nên gay gắt hơn. Biên lợi nhuận hoạt động sẽ ở mức khá thấp là 6% mỗi năm trong giai đoạn dự báo.

Dự báo doanh thu và lợi nhuận hoạt động của mảng Reetech

	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Doanh thu (tỷ đồng)	587	711	526	526	526	526	526	526
Tăng trưởng	-17%	21%	-26%	0%	0%	0%	0%	0%
LN hoạt động (tỷ đồng)	23	49	45	32	32	32	32	32
Biên LN hoạt động	4%	7%	8%	6%	6%	6%	6%	6%

Nguồn: BCTC đã kiểm toán, VPBS dự báo

Quản lý và khai thác bất động sản

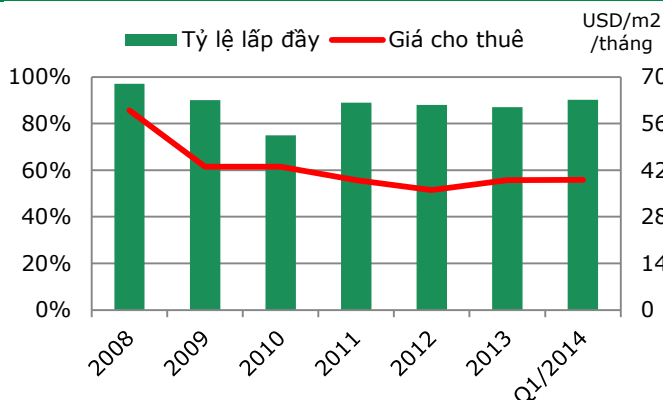
Thị trường văn phòng cho thuê đã chạm đáy và sẽ khởi sắc trở lại

Do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam đã trải qua một giai đoạn khó khăn kể từ năm 2008. Sau khi bong bóng bất động sản vỡ, thị trường bất động sản, đặc biệt ở miền Nam, chịu ảnh hưởng nặng nề nhất. Thị trường đã chứng kiến đợt giảm giá mạnh trên tất cả các phân khúc.

Báo cáo nghiên cứu của Colliers International cho thấy giá cho thuê văn phòng hạng A đã giảm một phần ba từ 60 USD/m²/tháng vào năm 2008 xuống 40 USD/m²/tháng vào năm 2013. Tỷ lệ lấp đầy cũng giảm từ 95% xuống 85%. Giá cho thuê của văn phòng hạng B do có lợi thế giá thấp hơn nên chỉ giảm từ 25 USD/m²/tháng vào năm 2008 xuống 20 USD/m²/tháng vào năm 2013; và tỷ lệ lấp đầy tăng từ 80% lên 90%.

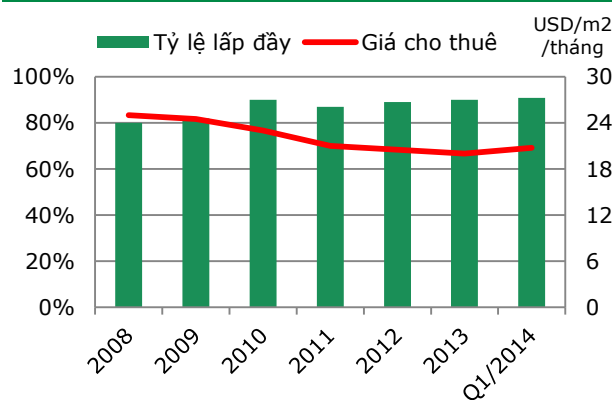
Giá cho thuê văn phòng hạng A và hạng B đã có tín hiệu tăng trong quý 1 năm 2014.

Tình hình hoạt động của văn phòng hạng A



Nguồn: Colliers International

Tình hình hoạt động của văn phòng hạng B

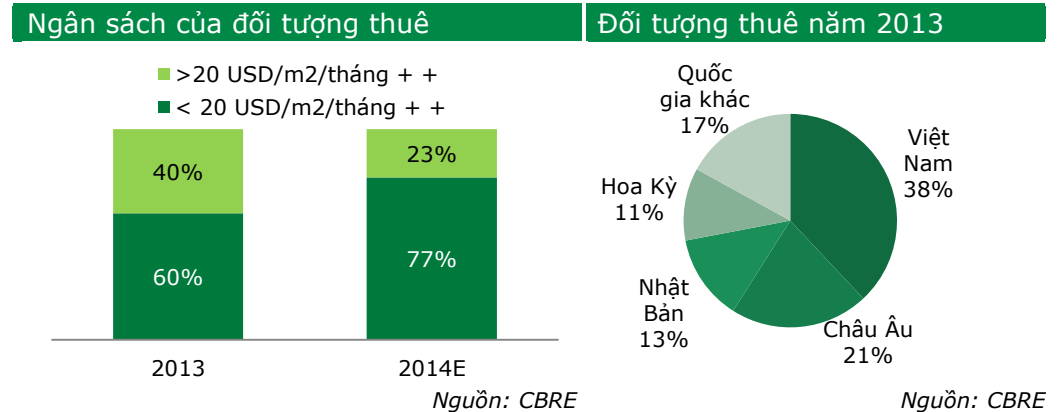


Nguồn: Colliers International

Colliers International kỳ vọng trong năm 2014, thị trường TP.HCM sẽ đón nhận thêm 75.000 m² diện tích văn phòng thương mại, chủ yếu là từ các dự án hạng A và hạng B. Nhu cầu mở rộng trong quý 1 năm 2014 tăng không đáng kể và đa số nhu cầu thuê liên quan đến việc di dời vị trí.

Điều này cũng được xác nhận bởi báo cáo nghiên cứu quý 1 năm 2014 của CBRE Việt Nam. Giá cho thuê tại TP.HCM đã chạm đáy, và giá cho thuê cùng với tỷ lệ lấp đầy được dự báo sẽ tăng nhẹ trong những năm tiếp theo. Trong quý 1 năm 2014, giá cho thuê trung bình của văn phòng hạng A là 39 USD/m²/tháng, tăng 3% so với quý trước và 7,7% so với cùng kỳ. Trong khi đó, giá cho thuê trung bình của văn phòng hạng B là 20 USD/m²/tháng, tăng 1,7% so với quý trước và tăng 8,5% so với cùng kỳ.

Về mặt nhu cầu, CBRE nhận thấy 60% ngân sách trung bình của người thuê trong năm 2013 ở mức thấp hơn 20 USD/m²/tháng. Tỷ lệ này ước đạt 77% trong quý 1 năm 2014, dẫn đến lợi thế lớn cho phân khúc văn phòng hạng B do nhu cầu tăng. 62% người đi thuê là các công ty nước ngoài. Do tín hiệu tích cực của nền kinh tế vĩ mô và mức tăng trưởng bền vững của FDI, nhu cầu từ các đối tượng này dự kiến sẽ tăng cao hơn trong những năm tiếp theo.



Tăng trưởng ổn định và dòng tiền dồi dào

Tham gia vào thị trường bất động sản từ năm 2008 với khu e.town có tổng diện tích cho thuê là 85.300 m², Tòa tháp REE với 30.000 m² trong năm 2011 và nhiều văn phòng nhỏ khác, REE đã thu về khoản lợi nhuận lớn từ mảng kinh doanh này. Một trong những lợi thế của công ty là quỹ đất lớn và rẻ, được mua từ những năm 1990. Điểm mạnh khác của REE là giá cho thuê thấp của văn phòng hạng B tọa lạc ở vị trí xa khu vực trung tâm kinh doanh. Hơn nữa, REE đã thuê công ty chuyên tư vấn và quản lý bất động sản Colliers International để quản lý khu văn phòng cho thuê e.town, đảm bảo chất lượng dịch vụ cao.

Danh sách các tòa nhà vào ngày 31 tháng 12 năm 2013			
Văn phòng	Diện tích cho thuê thuần (m ²)	Tỷ lệ lấp đầy (31/12/2013)	
e.town tại 364 đường Cộng Hòa	85.300	95%	
Tòa tháp REE tại 9 Đoàn Văn Bơ	17.823	100%	
Tòa tháp IDC	2.004	n/a	
Ree Corp tại 366 Nguyễn Trãi	3.120	n/a	
Maison Pasteur	1.353	n/a	
Tổng	109.600		

Nguồn: Dữ liệu công ty

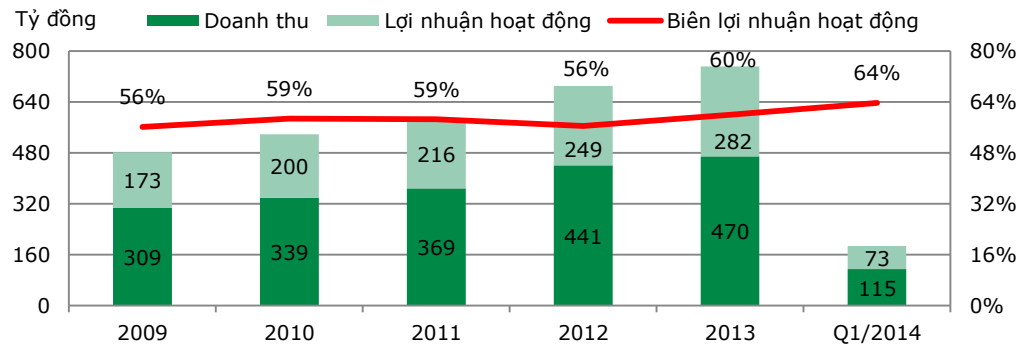
Mảng cho thuê văn phòng đã tạo ra doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền ổn định cho REE trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, và được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những năm tới.

Từ năm 2009 đến năm 2013, doanh thu và lợi nhuận hoạt động của mảng văn phòng cho thuê tăng trưởng ổn định với tốc độ CAGR lần lượt đạt 11,1% và 12,9%. Biên lợi nhuận hoạt động của mảng này đạt mức cao nhất trong các lĩnh vực kinh doanh chính, tăng từ mức 56% vào năm 2009 lên đến 60% vào năm 2013. Tỷ lệ lấp đầy cũng tăng từ 90% vào năm 2009 lên 95% vào năm 2013 cùng với xu hướng chung của thị trường. Từ đó, mảng này đã tạo ra dòng tiền ổn định cho công ty.

Biên lợi nhuận hoạt động cao chủ yếu nhờ các khu đất giá rẻ mà REE đã mua trong những năm 1990. Hầu hết các bất động sản của công ty được xây dựng trên những khu đất này và tính đến năm 2013, công ty đã sử dụng hết các quỹ đất đó. Để mở rộng hoạt động kinh doanh, REE đã liên kết với các công ty khác có nguồn quỹ đất dồi dào như hợp tác với CTCP Sơn Bạch Tuyết phát triển dự án tại 414 Nơ Trang Long, và hợp tác với Công ty FRIENDCO phát triển dự án tại 11 Đoàn Văn Bơ. Công ty hiện vẫn đang chờ

phê duyệt của Ủy ban Nhân dân TP.HCM trong một thời gian dài để tiến hành xây dựng các dự án đó. Tại Đại hội Cổ đông Thường niên tổ chức vào ngày 28 tháng 3 năm 2014, ban lãnh đạo cho biết dự án 11 Đoàn Văn Bơ dự kiến sẽ được chính phủ phê duyệt trong năm nay. Sau khi dự án được hoàn thành trong khoảng hai năm, công ty sẽ có thêm 30.000 m² diện tích sàn cho phân khúc hạng B vào cuối năm 2016. Công ty sẽ sử dụng các khoản vay để làm nguồn vốn tài trợ cho dự án này.

Doanh thu và biên lợi nhuận hoạt động của phân khúc văn phòng cho thuê



Nguồn: BCTC đã kiểm toán

Trong năm 2013, doanh thu và lợi nhuận hoạt động của mảng văn phòng cho thuê đã lần lượt tăng 6% và 13% so với năm trước. Trong bối cảnh giá cho thuê trên thị trường lao dốc và sự cạnh tranh khốc liệt từ nguồn cung văn phòng mới, công ty đã phải giảm nhẹ giá cho thuê để duy trì tỷ lệ lấp đầy trên 95%.

Trong quý 1 năm 2014, doanh thu cho thuê văn phòng đạt 115 tỷ đồng, hoàn thành 26% kế hoạch và đi theo xu hướng tăng trưởng. Biên lợi nhuận hoạt động được cải thiện đến 64% do tỷ lệ lấp đầy đã tăng từ 95% năm 2013 lên 98% trong quý 1 năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động của phân khúc này trong năm năm tới sẽ duy trì ở mức 60% do chi phí dịch vụ gia tăng.

Chúng tôi dự báo doanh thu của phân khúc này dựa trên các giả định sau:

- Khu e.town: Tỷ lệ lấp đầy đạt 97% căn cứ trên tỷ lệ trung bình trong quý 1 năm 2014 và triển vọng tăng trưởng của văn phòng hạng B. Giá thuê trong năm 2014 không thay đổi nhiều so với năm 2013 và dự kiến tăng nhẹ khoảng 3% mỗi năm.
- Tòa nhà REE: Tỷ lệ lấp đầy đạt 100% căn cứ trên tỷ lệ trung bình trong năm 2013 và quý 1 năm 2014 cũng như triển vọng tăng trưởng của văn phòng hạng B. Giá cho thuê trong năm 2014 sẽ ở mức 21 USD/m²/tháng và dự kiến tăng nhẹ khoảng 3% mỗi năm.

Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận hoạt động của phân khúc văn phòng cho thuê như sau:

Dự báo tăng trưởng của phân khúc văn phòng cho thuê

	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Doanh thu (tỷ đồng)	369	441	470	478	492	507	522	538
Tăng trưởng	9%	20%	6%	2%	3%	3%	3%	3%
Tỷ lệ lấp đầy	80%	95%	95%	98%	98%	98%	98%	98%
Mức tăng giá cho thuê	-4%	-8%	-2%	0%	3%	3%	3%	3%
LN hoạt động (tỷ đồng)	173	200	216	249	282	287	295	304
Biên LN hoạt động	59%	56%	60%	60%	60%	60%	60%	60%

Nguồn: BCTC đã kiểm toán, VPBS dự báo

Các khoản đầu tư chiến lược đóng góp chính vào lợi nhuận hợp nhất của REE.

Đầu tư chiến lược

Từ năm 2012 trở đi, các khoản đầu tư chiến lược được xem là nhân tố chính cho sự tăng trưởng lợi nhuận của công ty. Bên cạnh các khoản đầu tư ngắn hạn như chứng khoán và tiền gửi, REE đã đầu tư vào các công ty liên doanh, liên kết (PPC - HSX, TBC - HSX, TMP - HSX), đầu tư dài hạn vào một số công ty chưa niêm yết (IDICOSHIP - OTC, CTCP Sonadezi Châu Đức, CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh).

Từ năm 2009 đến năm 2013, tốc độ CAGR của LNST đạt 43%, mức cao nhất trong bốn mảng kinh doanh, tốc độ CAGR của giá trị đầu tư đạt 19%, dẫn đến chỉ số lợi nhuận trên đầu tư (ROI) tăng từ mức 8% vào năm 2009 lên 16,1% vào năm 2013. Điều này chứng tỏ chiến lược đầu tư của công ty đã phát huy hiệu quả.

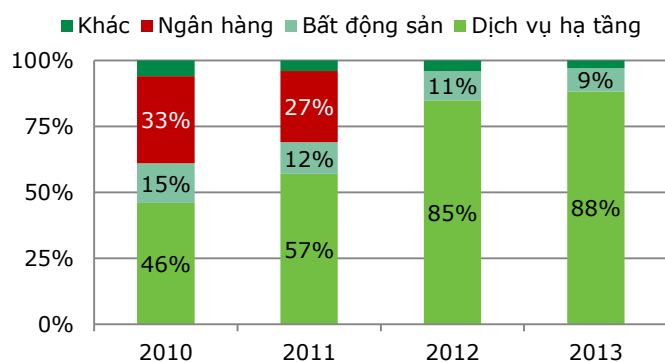
Công ty liên kết và liên doanh của REE tại ngày 31 tháng 3 năm 2013

Công ty	Mã cổ phiếu	Tỷ lệ sở hữu	Số cổ phiếu	Giá trị còn lại	Ngành
tỷ đồng					
Công ty liên kết					
CTCP Than núi Béo	NBC - HNX	23,62%	6.614.599	85	Than
CTCP Than Đào Nai	TDN - HNX	24,01%	3.680.400	75	Than
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC - HSX	22,37%	71.157.070	1.256	Điện
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP - HSX	35,48%	24.832.230	223	Điện
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC - HSX	23,97%	15.219.888	373	Điện
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng IDICO	IDICOSHIP - OTC	33,92%	15.264.000	148	Điện
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	NBP - HNX	29,44%	3.045.700	67	Điện
CTCP Cơ Điện Đoàn Nhất	n/a	35,00%	n/a	26	M&E
CTCP Cơ Điện Chất Lượng	n/a	35,62%	n/a	3	M&E
CTCP Cơ Điện Hợp Phát	n/a	35,00%	n/a	2	M&E
CTCP Hạ tầng và Bất động sản Việt Nam	n/a	46,37%	n/a	165	Bất động sản
CTCP Địa ốc Sài Gòn	SAIGONRES - OTC	28,87%	n/a	60	Bất động sản
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	n/a	42,10%	2.103.410	362	Nước
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW - HSX	43,11%	3.664.720	59	Nước
CTCP Đầu tư Thương mại nước Sài Gòn	n/a	40,00%	n/a	60	Nước
CTCP Nước Tân Hiệp	n/a	32,00%	n/a	2	Nước
Liên doanh					
Tòa nhà 41B Lý Thái Tổ, Hà Nội	n/a	40%	n/a	0	

Nguồn: HSX, BCTC hợp nhất

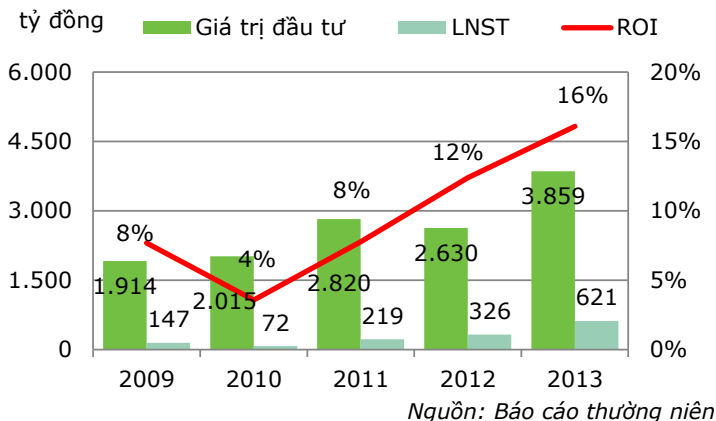
Từ năm 2010 trở đi, REE là tập trung đầu tư chiến lược vào các lĩnh vực cơ sở hạ tầng (như điện, nước, than), và thoái vốn các khoản đầu tư không mang lại hiệu quả hay các lĩnh vực mà công ty có ít kinh nghiệm và kiến thức. Mảng kinh doanh cốt lõi đầu tiên của REE là M&E liên quan trực tiếp đến dịch vụ lắp đặt điện và nước. Rõ ràng, với hơn 36 năm kinh nghiệm, công ty hoàn toàn có khả năng tham gia và thành công trong những lĩnh vực này. Chiến lược này được thể hiện rõ trong danh mục đầu tư từ năm 2010 đến năm 2013. Trong năm 2010, cơ sở hạ tầng chỉ chiếm 46% danh mục đầu tư nhưng tỷ trọng này đã lên đến 88% vào năm 2013. Trong khi đó, khoản mục đầu tư vào ngành ngân hàng đã giảm đáng kể từ 33% tỷ trọng vào năm 2010, và đến 2012, công ty hầu như không còn đầu tư vào mảng này.

Tỷ trọng danh mục đầu tư



Nguồn: Báo cáo thường niên

Chỉ số lợi nhuận trên đầu tư



Nguồn: Báo cáo thường niên

Trong năm 2013, LNST của mảng đầu tư chiến lược đạt 621 tỷ đồng, tăng 90,5% so với năm trước. Vào thời điểm cuối năm ngoái, REE tiếp tục tăng vốn đầu tư vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng như: năm giữ 43,11% tại CTCP Cấp nước Thủ Đức (TDW - HSX), 15,6% tại Công ty Cấp thoát nước Khánh Hòa, 14,1% tại CTCP Cấp nước Gia Định (GDW - Upcom), và 5,5% tại CTCP Cấp nước Nhà Bè (NBW - Upcom).

Trong 621 tỷ đồng LNST của mảng đầu tư chiến lược thì lợi nhuận từ công ty liên kết chiếm đến 428 tỷ đồng. Trong đó, khoản đầu tư vào CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC - HSX) có sự đóng góp lớn nhất. Do đồng Yên mất giá vào cuối năm, PPC đã ghi nhận 1.136 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá và theo phương pháp ghi nhận vốn chủ sở hữu, REE cũng được hưởng từ khoản lợi nhuận này vào năm 2013.

Tuy nhiên, trong quý 1 năm 2014, lợi nhuận của công ty liên kết chỉ đạt 71,7 tỷ đồng, giảm 73,9% so với cùng kỳ và hoàn thành 15% kế hoạch năm 2014. Điều này chủ yếu do lợi nhuận của PPC giảm sâu, xuất phát từ lỗ chênh lệch tỷ giá và lợi nhuận hoạt động sụt giảm.

Các công ty liên kết tiêu biểu

Công ty	Mã cp	Doanh thu thuần năm 2013		Lợi nhuận ròng năm 2013		Mô tả
		2010-2013 tỷ đồng	CAGR	2010-2013 tỷ đồng	CAGR	
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	6.589	16%	1.630	634%	PPC là nhà máy nhiệt điện có công suất 1.040 MW (megawatt), đóng góp sản lượng điện hàng năm khoảng 5,9 tỷ kWh (kilowatt/giờ) cho lưới điện quốc gia.
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	n/a	323	n/a	111	n/a	B.O.O Thủ Đức là nhà máy xử lý nước lớn thứ hai tại TP.HCM với công suất 300.000 m ³ /ngày. Công ty hiện đang chiếm 20% công suất sản xuất nước tại TP.HCM (không bao gồm sản xuất sử dụng nước ngầm).
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	497	23%	156	88%	TMP có công suất phát điện 150 MW, dự kiến tăng thêm 75 MW trong năm 2016. Trong năm 2013, TMP đã bắt đầu tham gia thị trường phát điện cạnh tranh tại Việt Nam, dẫn đến khả năng tăng doanh thu và LNST.
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	299	31%	151	54%	TBC là nhà máy thủy điện đầu tiên của Việt Nam với công suất phát điện 120 MW.

Nguồn: Dữ liệu công ty, BCTC hợp nhất

Ngành cơ sở hạ tầng (điện và nước) được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 11% đến 13%, từ đó sẽ làm tăng phần lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết của REE.

Trong năm 2013, ngành điện và nước chiếm 83% giá trị đầu tư trong danh mục đầu tư và chiếm 90% LNST của mảng đầu tư chiến lược. Do đó, chúng tôi tập trung đánh giá ngành điện và nước để phân tích hiệu quả hoạt động và dự báo lợi nhuận của công ty liên doanh và liên kết của REE trong các năm tới.

Triển vọng tích cực của ngành điện

“Báo cáo Ngành Điện Việt Nam” của chúng tôi phát hành vào tháng 12 năm 2013 đã phân tích triển vọng ngành như sau:

- Ngành điện Việt Nam có triển vọng khả quan, với nhu cầu tăng mạnh và sức tiêu thụ dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng trong tương lai. Từ năm 2000 đến năm 2013, nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam đã tăng nhanh chóng với tốc độ CAGR đạt 13% từ 26,5 tỷ kWh lên 130,5 tỷ kWh, tuy nhiên nguồn cung không theo kịp nhu cầu với tốc độ CAGR đạt 11,5%. Công suất lắp đặt đã tăng mạnh từ 6.450 MW lên 27.895 MW trong cùng giai đoạn.
- Ngành điện đang ở giai đoạn tái cơ cấu, loại bỏ dần thể độc quyền của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) trong khâu phát điện và khuyến khích các nhà đầu tư tư nhân tham gia để tạo ra một thị trường điện cạnh tranh. Do đó, ngành sẽ thu hút nhiều nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Theo Quy hoạch điện VII, Việt Nam sẽ có chín dự án xây dựng-vận hành-chuyển giao (BOT) và dự án của các nhà sản xuất điện độc lập đi vào hoạt động năm 2015. Các nhà đầu tư chủ yếu đến từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Hồng Kông, Thái Lan và Ma-lay-xi-a. Các nhà đầu tư từ Ấn Độ, Anh và Xinh-ga-po cũng đang quan tâm đến ngành điện Việt Nam. Chúng tôi tin rằng ngành điện có nhiều tiềm năng phát triển và trở nên hấp dẫn hơn đối với giới đầu tư do giá điện có thể tăng từ 10% đến 15% mỗi năm, đạt đến mức 9 cent/kWh vào năm 2020 và khung pháp lý đang được cập nhật thường xuyên.
- Về cách thức hoạt động của ngành, tất cả các công ty điện lực phải bán điện cho EVN và EVN sẽ phân phối điện ra thị trường. Khi cơ chế thị trường phát điện cạnh tranh được áp dụng từ năm 2012, giá bán đã được đàm phán theo hợp đồng hàng năm. Tuy nhiên, sẽ không dễ dàng cho nhà đầu tư đàm phán nhiều thay đổi về giá bán cho EVN. Điều này sẽ hạn chế lợi nhuận của các công ty điện.
- Ngoài ra, PPC và NBP đã sắp hết khấu hao và thời gian vay ngày càng ngắn, giúp giảm đáng kể chi phí lãi vay và gia tăng biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Dựa trên những phân tích trên, chúng tôi dự đoán LNST của các công ty chủ yếu trong danh mục đầu tư như sau:

- CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC - HSX): chúng tôi dự báo lợi nhuận và cổ tức dựa trên “Báo cáo công ty lần đầu” của VPBS phát hành vào tháng 4 năm 2014.
- CTCP Thủy điện Thác Mơ (TMP - HSX) và CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC - HSX): hai công ty này chịu tác động trực tiếp từ lượng mưa. Dựa trên tốc độ tăng trưởng ngành, tốc độ tăng trưởng của công ty trong quá khứ và kế hoạch kinh doanh năm 2014, chúng tôi dự báo lợi nhuận của hai công ty trong những năm tiếp theo. Đặc biệt, sau khi TMP hoàn thành xây dựng nhà máy mới (công suất 75MW, tương đương với 50% công suất hiện tại), lợi nhuận sẽ tăng mạnh từ năm 2016.

Ngành hạ tầng nước có tiềm năng lớn

Theo báo cáo phân tích của tổ chức BMI, tốc độ CAGR của ngành hạ tầng nước Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2017 đạt 11,3% căn cứ trên các luận điểm sau:

- Với tốc độ đô thị hóa tăng nhanh và mức độ hạn hán gay gắt, dự kiến nhu cầu cho nước sinh hoạt sẽ tăng từ 1,0 đến 1,5 triệu m³ mỗi ngày.
- Chính phủ cấp phép cho một số dự án cấp nước quy mô lớn theo phương thức đối tác công-tư, mở ra nhiều cơ hội đầu tư cho các công ty tư nhân như REE.
- Việt Nam đã nhận được nhiều nguồn vốn tài trợ cho các dự án cấp nước từ các tổ chức tài chính như 1 tỷ USD từ Ngân hàng Phát triển Châu Á, vốn ODA từ Chính phủ Nhật Bản và Đan Mạch.
- Hiện nay, giá bán nước được chính phủ kiểm soát và trợ cấp, tuy nhiên, các khoản trợ cấp của chính phủ sẽ giảm trong tương lai.

Dựa trên các phân tích trên, chúng tôi dự báo LNST của các công ty cấp nước trong danh mục đầu tư sẽ tăng 10% mỗi năm trên cơ sở giá bán tăng 10%.

Tổng hợp lại, dựa trên phân tích triển vọng ngành điện và ngành nước, chúng tôi dự phóng lợi nhuận của các công ty liên kết như sau:

Dự phóng lợi nhuận của các công ty liên doanh, liên kết

(tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
LN của công ty liên doanh, liên kết	38	45	429	298	356	392	466	517
Tăng trưởng	173%	17%	861%	-30%	19%	10%	19%	11%

Nguồn: BCTC hợp nhất, VPBS dự báo

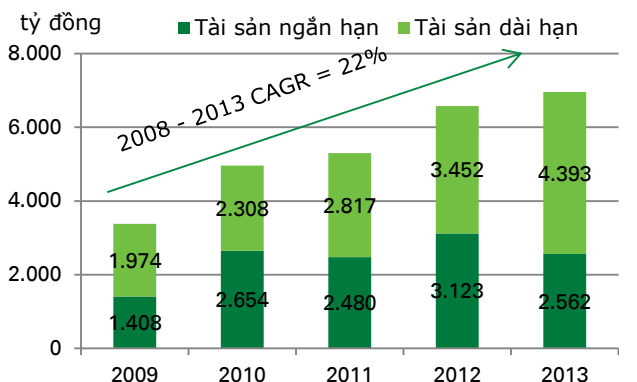
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

TĂNG TRƯỞNG

Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty đã tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 22% và 20% trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2013. Trong cùng giai đoạn, các khoản đầu tư dài hạn chiếm 55% tổng tài sản từ năm 2008 đến năm 2013. Điều này cho thấy bảng cân đối kế toán của công ty tăng trưởng chủ yếu nhờ lợi nhuận giữ lại.

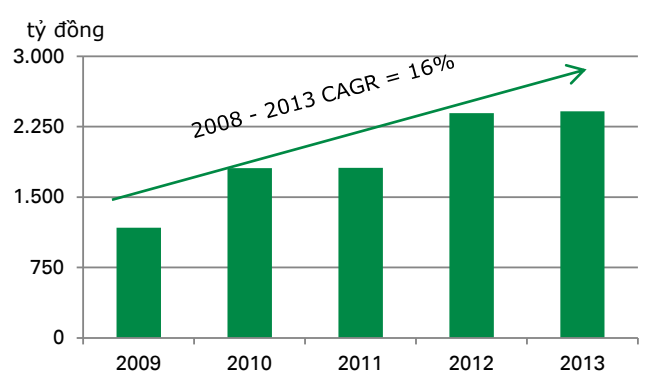
Trong bối cảnh suy thoái kinh tế, tốc độ CAGR của doanh thu hợp nhất vẫn đạt mức 16% trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu hợp nhất sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 7% đến 10% mỗi năm trong giai đoạn dự phóng.

Tổng tài sản



Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán

Doanh thu hợp nhất



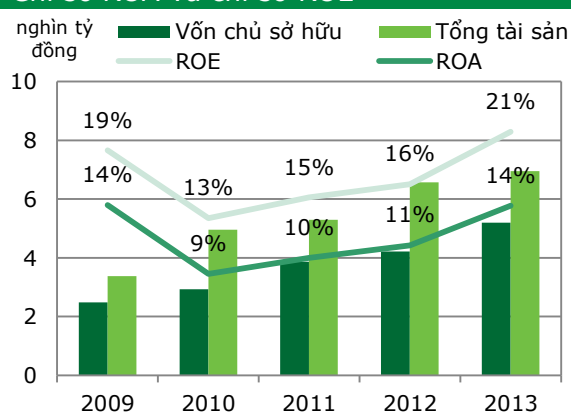
Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán

KHẢ NĂNG SINH LỜI VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Từ năm 2009 đến năm 2013, tốc độ CAGR của lợi nhuận hợp nhất đạt 22,4%, đây là mức tăng trưởng cao trong bối cảnh kinh tế suy thoái, thể hiện tính hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của REE.

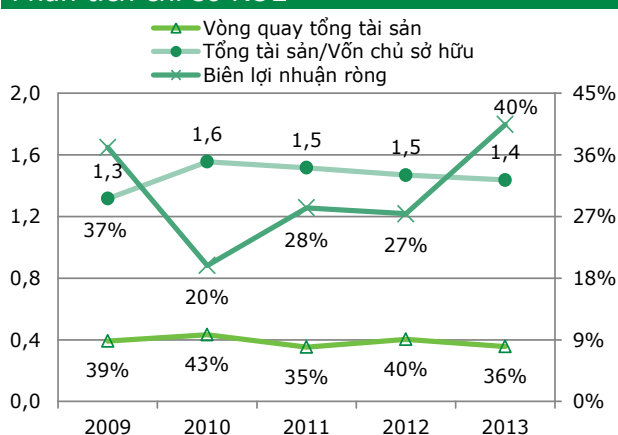
Tuy nhiên, biên lợi nhuận ròng đã có sự biến động đáng kể, giảm từ mức 37% vào năm 2009 xuống mức 20% vào năm 2010 và tăng dần đến 40% vào năm 2013. Sự sụt giảm đáng kể của biên lợi nhuận ròng trong năm 2010 chủ yếu là do sự thận trọng trong nguyên tắc ghi nhận doanh thu của công ty khi REE đã cần trọng đánh giá lợi ích kinh tế thu được từ khách hàng. Từ năm 2011 đến năm 2013, yếu tố tăng trưởng chính đến từ phần lợi nhuận của công ty liên kết. Tận dụng nguồn vốn từ cổ phiếu phát hành thêm và trái phiếu chuyển đổi cho các khoản đầu tư dài hạn, REE đã tạo ra lợi nhuận cao hơn và giúp tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) đã tăng ấn tượng từ năm 2011.

Chỉ số ROA và chỉ số ROE



Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán

Phân tích chỉ số ROE

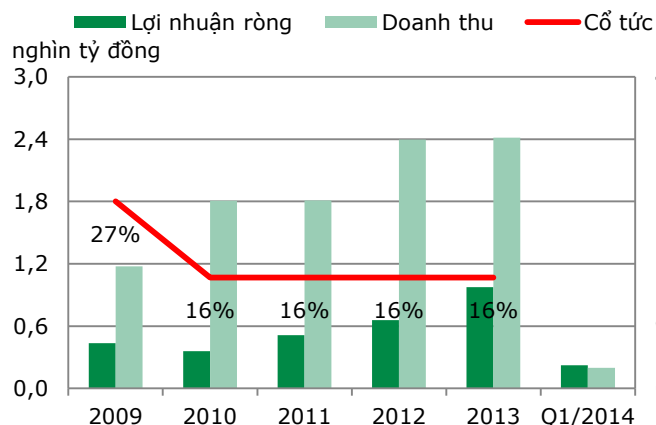


Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán

Từ năm 2009 đến năm 2013, chỉ số ROE tăng mạnh chủ yếu là do sự biến động của đòn bẩy tài chính và biên lợi nhuận ròng. Do tài sản và doanh thu tăng trưởng ổn định, vòng quay tổng tài sản không có nhiều thay đổi trong cùng giai đoạn.

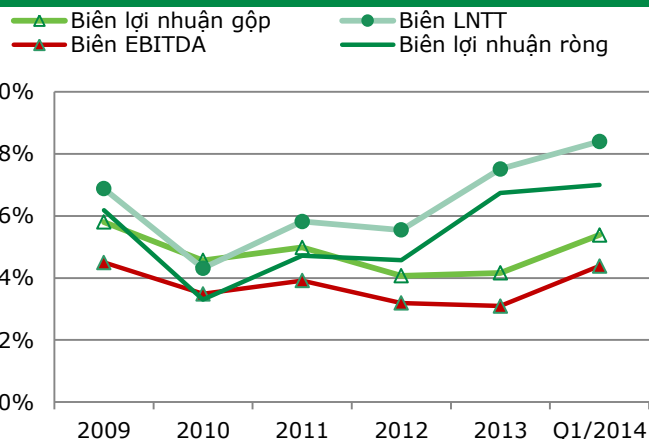
Năm 2009, REE trả cổ tức 27% trên mệnh giá, trong đó 7% bằng tiền mặt và 20% bằng cổ phiếu. Mặc dù chỉ số ROE đã tăng đáng kể từ 13% năm 2010 lên 21% năm 2013, cổ tức vẫn được duy trì ở mức 16% trên mệnh giá mỗi năm trong giai đoạn đó. Trong đó, công ty trả cổ tức năm 2010 bằng cổ phiếu, và cổ tức cho ba năm vừa qua bằng tiền mặt. Nguyên nhân REE không tăng tỷ lệ cổ tức là do công ty muốn giữ lại lợi nhuận cho đầu tư chiến lược và giảm vay nợ để tránh chi phí lãi vay cao.

Doanh thu hợp nhất và lợi nhuận ròng



Nguồn: BCTC hợp nhất

Chỉ số sinh lời



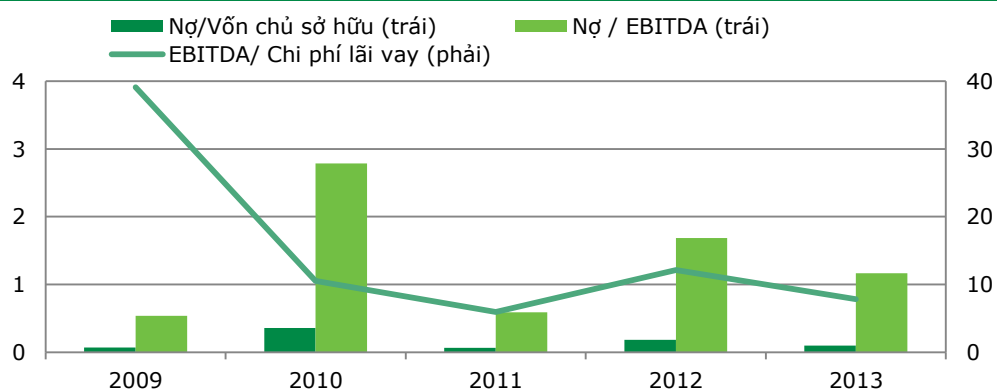
Nguồn: BCTC hợp nhất

KHẢ NĂNG THANH TOÁN VÀ THANH KHOẢN

Từ năm 2009 đến quý 1 năm 2014, các khoản vay của công ty duy trì ở mức thấp. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu đạt dưới mức 20% trong giai đoạn này. Ngoại trừ năm 2010, do tình trạng thiếu vốn lưu động, công ty đã phải vay ngắn hạn 1.035 tỷ đồng, chiếm 98% tổng số nợ vay, điều này đã nâng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu lên mức 36% vào năm đó.

Chỉ số EBITDA trên chi phí lãi vay đã giảm đáng kể từ 39,1 lần trong năm 2009 xuống mức thấp nhất là 6,0 lần trong năm 2011 và tăng lên đến 15,9 lần trong quý 1 năm 2014. Chỉ số này cho thấy khả năng thanh toán của REE ở mức khá tốt với lượng tiền mặt dồi dào để thanh toán lãi và vốn vay.

Cấu trúc vốn và tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán

Chỉ số thanh khoản của REE ở mức khả quan, thậm chí chỉ số thanh toán nhanh trong năm gần đây đều ở mức cao hơn 1 lần, điều này cho thấy REE quản lý các khoản nợ hiệu quả. Trong tương lai, nếu lãi suất giảm, REE có khả năng tiếp nhận nhiều vốn vay hơn để tận dụng nguồn vốn chi phí thấp.

Trong quý 1 năm 2014, chỉ số thanh toán hiện hành giảm nhẹ xuống 1,7 lần. Tuy nhiên, chỉ số này vẫn cao hơn 1, thể hiện khả năng quản lý dòng tiền hiệu quả, qua đó, hỗ trợ công ty tham gia vào các dự án lớn, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tăng nhẹ từ 10% vào năm 2013 lên 12% trong quý 1 năm 2014.

Phân tích chỉ số thanh khoản và thanh toán

	2009	2010	2011	2012	2013	1Q2014
Chỉ số thanh toán tiền mặt	31%	60%	34%	53%	38%	26%
Chỉ số thanh toán nhanh	1,4x	1,1x	1,4x	1,6x	1,4x	1,2x
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,8x	1,4x	2,0x	2,0x	1,8x	1,7x
Nợ/Vốn chủ sở hữu	7%	36%	6%	18%	10%	12%
Nợ/Tổng tài sản	5%	21%	5%	12%	8%	9%
Nợ/EBITDA	0,5x	2,8x	0,6x	1,7x	1,2x	1,0x
EBITDA/Chi phí lãi vay	39,1x	10,5x	6,0x	12,2x	7,8x	15,9x

Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán, VPBS phân tích

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng hai mô hình định giá bao gồm mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp tổng các giá trị thành phần (SOP) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu REE tại mức **30.900** đồng/cổ phiếu.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Giá (đồng/cp)
Mô hình DCF	32.700	50%	16.350
Mô hình SOP	29.100	50%	14.550
Giá trị hợp lý			30.900

GIÁ ĐỊNH VÀ DỰ BÁO

Doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của từng mảng riêng biệt dựa trên phân tích của chúng tôi về ngành, các cuộc thảo luận với ban lãnh đạo, đánh giá về triển vọng và tiềm năng của ngành. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng mảng dịch vụ M&E sẽ tăng trưởng nhanh nhất trong giai đoạn dự báo.

Tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn dự báo

	2010	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Doanh thu (% tăng trưởng)									
Dịch vụ M&E	91%	13%	45%	14%	15%	15%	15%	9%	9%
Reetech	51%	-17%	21%	-26%	0%	0%	0%	0%	0%
Cho thuê văn phòng	10%	9%	20%	6%	2%	3%	3%	3%	3%
Biên lợi nhuận hoạt động (% tăng trưởng)									
Dịch vụ M&E	11%	17%	9%	9%	16%	16%	13%	13%	12%
Reetech	4%	7%	8%	8%	6%	6%	6%	6%	6%
Cho thuê văn phòng	59%	56%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%

Nguồn: BCTC đã kiểm toán, VPBS dự báo

Hoạt động tài chính

Chúng tôi dự báo doanh thu và hoạt động tài chính trong giai đoạn dự báo như sau:

- *Cổ tức của các khoản đầu tư*: đạt 150 tỷ đồng mỗi năm
- *Thu nhập từ tiền lãi*: đạt 6% trên tổng tiền và các khoản tương đương tiền
- *Lãi vay ngắn hạn*: duy trì ở mức 6% khoản vay ngắn hạn
- *Lãi vay dài hạn*: duy trì tại mức lãi suất thỏa thuận trong hợp đồng vay

Lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết

Chúng tôi dự báo phần lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết dựa trên xu hướng tăng trưởng của ngành và khả năng hoạt động kinh doanh của từng công ty.

Dự phóng lợi nhuận của các công ty liên doanh, liên kết								
	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Phần LN từ công ty liên doanh, liên kết (tỷ đồng)	38	45	429	298	356	392	466	517
% Tăng trưởng	173%	17%	861%	-30%	19%	10%	19%	11%

Nguồn: BCTC đã kiểm toán, VPBS dự báo

Thuế suất

Chúng tôi dự báo chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp dựa trên lợi nhuận trước thuế (loại trừ lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết vì khoản này là LNST của các công ty đó) với thuế suất tương ứng. Theo Nghị định số 218/2013/NĐ-CP ban hành ngày 26 tháng 12 năm 2013, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ giảm từ 25% xuống còn 22% từ năm 2014, và giảm xuống mức 20% từ năm 2016. Từ đó, thuế suất hiệu dụng của công ty sẽ là 15% trong năm 2014 và năm 2015, và 13% từ năm 2016 đến năm 2018.

Bảng cân đối kế toán

Chúng tôi đưa ra các giả định chính đối với bảng cân đối kế toán hợp nhất của REE như sau:

- *Số ngày phải thu*: duy trì ở mức 150 ngày
- *Số ngày tồn kho*: duy trì ở mức 105 ngày
- *Số ngày phải trả*: duy trì ở mức 164 ngày
- *Tài sản ngắn hạn và nợ phải trả ngắn hạn*: duy trì theo tỷ lệ phần trăm của doanh thu và chi phí liên quan trong giai đoạn dự báo
- *Chi phí đầu tư*: duy trì ở mức 10 tỷ đồng mỗi năm cho việc thay thế các thiết bị cũ
- *Các khoản vay*: các khoản vay ngắn hạn sẽ duy trì ở mức 12% trên doanh thu, trong khi các khoản vay dài hạn sẽ được trả dần
- *Trái phiếu chuyển đổi*: tại ngày 31 tháng 12 năm 2013, REE có 138,9 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, tương ứng 6,3 triệu cổ phiếu với giá chuyển đổi là 22.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi giả định rằng trái phiếu này sẽ chuyển đổi vào tháng 12 năm 2014 và năm 2015 theo như kỳ hạn của trái phiếu.
- *Cổ tức*: ban lãnh đạo cho biết cổ tức bằng tiền mặt của REE sẽ giữ ở mức 16% trên mệnh giá mỗi năm trong giai đoạn dự phóng.

MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)

Chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá cổ phiếu REE vì chúng tôi tin rằng trong tương lai dòng tiền vẫn là yếu tố cơ bản thúc đẩy tăng trưởng cổ phiếu REE. Mô hình DCF của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 32.700 đồng cho mỗi cổ phiếu.

Các yếu tố đầu vào của chúng tôi cho mô hình DCF như sau:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 7,28%.

- Tỷ suất lợi nhuận thị trường dự kiến ở mức 15%.
- Beta của REE được ước tính ở mức 1,21.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 16,62% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 17%.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của REE là 5%.

MÔ HÌNH TỔNG CÁC GIÁ TRỊ THÀNH PHẦN (SOP)

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng các giá trị thành phần (SOP) để định giá các mảng hoạt động của REE.

- *Dịch vụ M&E*: chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E để định giá mảng này. Do thiếu các đối thủ cạnh tranh trong nước có cùng quy mô, chúng tôi lựa chọn các công ty cùng ngành thuộc thị trường Châu Á mới nổi (Trung Quốc, Ấn Độ, Ma-lay-xi-a và Thái Lan).
- *Reetech*: chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E để định giá mảng này. Do thiếu các đối thủ cạnh tranh trong nước có cùng quy mô, chúng tôi lựa chọn các công ty Châu Á có phân phối sản phẩm tại Việt Nam.
- *Mảng cho thuê văn phòng*: giá định là không có thêm diện tích văn phòng cho thuê mới của REE trong giai đoạn dự báo, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền vĩnh viễn với tỷ số chiết khấu là 17%.
- *Đầu tư chiến lược*: chúng tôi sử dụng giá trị thị trường hiện tại để định giá mảng này và chiết khấu 10% cho tổng giá trị vì 49% trong danh mục đầu tư là các công ty tư nhân và công ty chưa niêm yết.

So sánh công ty cùng ngành trong mảng dịch vụ M&E và Reetech

Công ty	Sàn chứng khoán	Vốn hóa thị trường	Năm 2013							P/E		P/B		Chỉ số P/E tương đối hiện tại	Chỉ số P/B tương đối hiện tại
			Doanh thu		Lãi ròng		Nợ/Vốn CSH	ROA	ROE	Hiện tại	2014E	Hiện tại	2014E		
			triệu USD	% tăng trưởng	triệu USD	% tăng trưởng									
Dịch vụ M&E															
CTCP Kỹ Nghệ Lạnh	HSX	17	27	-14%	2	-2%	30%	5%	12%	8,8	9,0	0,6	0,9	0,7	0,5
Adhi Karya Persero Tbk PT	In-đô-nê-xi-a	493	946	16%	39	74%	95%	5%	30%	13,8	12,8	1,6	3,0	0,6	5,6
China State Construction Engineering	Thượng Hải	14.138	106.756	23%	3.318	33%	167%	3%	19%	4,3	4,0	2,6	0,6	0,4	0,6
Sino-Thai Engineering & Construction	Băng Cốc	882	726	14%	56	60%	4%	8%	26%	16,5	18,4	3,6	3,4	1,0	1,8
Crest Builder Holdings Bhd	Ma-lay-xi-a	75	71	-61%	16	25%	130%	5%	15%	4,7	7,7	4,6	0,5	0,3	0,3
PT Wijaya Karya Persero Tbk	In-đô-nê-xi-a	1.237	1.147	9%	55	8%	41%	5%	21%	24,4	20,0	5,6	3,9	1,1	1,8
Trung bình		2.807	18.279	-2,4%	581	32,9%	77,7%	5,1%	20,2%	12,1	12,0	3,1	2,1	0,7	1,8
Trung vị		687	836	11,1%	47	28,8%	67,8%	5,0%	19,6%	11,3	10,9	3,1	2,0	0,6	1,2
CTCP Cơ Điện Lạnh	HSX	299	115	0,7%	46	48,5%	10,1%	14,4%	20,7%	5,4	7,6	5,4	1,0	0,4	0,7
Reetech															
LG Electronics Inc	Hàn Quốc	10.842	53.141	8,5%	162	96,9%	79,0%	0,5%	1,4%	52,8	14,5	1,2	1,0	2,2	0,9
TCL Corp	Thâm Quyển	14.089	19.371	22,8%	1.768	51,2%	42,3%	9,0%	35,5%	7,5	6,9	2,2	2,0	0,3	1,0
Sichuan Changhong Electric Co Ltd	Thượng Hải	6.023	13.998	11,2%	678	30,8%	95,4%	7,5%	32,6%	8,6	8,0	3,2	2,1	0,9	1,8
Gree Electric Appliances Inc	Thâm Quyển	3.546	13.832	26,1%	343	171,9%	194,3%	2,7%	16,3%	7,7	7,8	4,2	1,1	0,3	0,6
Qingdao Haier Co Ltd	Thượng Hải	2.242	9.498	15,3%	83	61,7%	179,7%	0,9%	3,7%	37,4	21,6	5,2	1,0	3,8	0,8
Taiwan Sanyo Electric Co Ltd	Đài Loan	306	175	-20,6%	8	-18,5%	5,7%	3,5%	4,6%	38,6	39,1	6,2	1,8	2,3	1,0
Trung bình		6.174	18.336	10,6%	507	65,7%	99,4%	4,0%	15,7%	25,4	16,3	3,7	1,5	1,6	1,0
Trung vị		4.784	13.915	13,3%	252	56,4%	87,2%	3,1%	10,4%	23,0	11,3	3,7	1,4	1,5	1,0
CTCP Cơ Điện Lạnh	HSX	299	115	0,7%	46	48,5%	10,1%	14,4%	20,7%	5,4	7,6	5,4	1,0	0,4	0,7

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu tại ngày 20/5/2014, VPBS dự báo

So sánh với các công ty cùng ngành, chúng tôi nhận thấy chỉ số P/E và P/B của REE thấp hơn các công ty có cùng giá trị vốn hóa thị trường tương ứng.

Mảng kinh doanh	P/E công ty / P/E thị trường	P/E VN-Index	P/E mục tiêu của REE
Dịch vụ M&E	0,7	12,0	8,3
Reetech	1,6	12,0	19,5

Mô hình tổng các giá trị thành phần của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 29.100 đồng cho mỗi cổ phiếu REE.

Mảng kinh doanh	Giá trị (tỷ đồng)
Dịch vụ M&E	P/E tại mức 8,3 lần 1.682
Reetech	P/E tại mức 19,5 lần 481
Cho thuê văn phòng	Chiết khấu dòng tiền vĩnh viễn 2.045
Đầu tư chiến lược	Giá trị thị trường và chiết khấu 10% 3.759
Cộng: Tiền thuần	-249
Giá trị công ty	7.718
Số lượng cổ phiếu lưu hành	265.648.792
Giá mục tiêu	29.100 đồng/cp

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Độ nhạy của giá cổ phiếu REE do sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC						
		14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	3%	34.700	32.600	30.800	29.300	27.900	26.700	25.700
	4%	36.100	33.700	31.700	30.000	28.600	27.300	26.200
	5%	37.800	35.100	32.800	30.900	29.300	27.900	26.700
	6%	39.900	36.700	34.100	32.000	30.200	28.600	27.300
	7%	42.700	38.800	35.700	33.300	31.200	29.500	28.000

Độ nhạy của giá cổ phiếu REE do sự thay đổi của chỉ số P/E mảng dịch vụ M&E và % chiết khấu của giá trị đầu tư chiến lược trong mô hình SOP

		% chiết khấu giá trị đầu tư chiến lược						
		-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
P/E mảng M&E	6,3	32.500	31.700	30.900	30.100	29.300	28.600	27.800
	6,8	32.700	31.900	31.100	30.300	29.500	28.800	28.000
	7,3	32.900	32.100	31.300	30.500	29.700	28.900	28.200
	7,8	33.100	32.300	31.500	30.700	29.900	29.100	28.400
	8,3	33.300	32.500	31.700	30.900	30.100	29.300	28.500
	8,8	33.500	32.700	31.900	31.100	30.300	29.500	28.700
	9,3	33.600	32.900	32.100	31.300	30.500	29.700	28.900
	9,8	33.800	33.000	32.300	31.500	30.700	29.900	29.100
	10,3	34.000	33.200	32.500	31.700	30.900	30.100	29.300

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

REE đang trong quá trình hồi phục sau khi giảm điểm mạnh từ đỉnh 34.000 đồng/cổ phiếu thiết lập ngày 19 tháng 2. Xu hướng tăng điểm trung hạn từ đầu năm của cổ phiếu này đã bị phá vỡ khi REE đóng cửa phía dưới đường hỗ trợ MA50 vào ngày 15 tháng 4. Hiện tại, đường MA50 đang nằm tại mức 28.500.

Chúng tôi cho rằng trong nhịp phục hồi này, REE có thể tăng giá ngắn hạn lên khoảng 27.000 để kiểm tra đường kháng cự MA200 trước khi có thể giảm điểm trở lại. Sau đó, chúng tôi kỳ vọng giá REE sẽ dao động trong biên độ từ 21.000 đến 27.000 đồng/cổ phiếu.

Do đó, với giá đóng cửa 23.800 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với REE tại thời điểm phát hành báo cáo.

Mã chứng khoán	REE (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	34.000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	21.000
Đường MA 50 ngày	28.500
Đường MA 100 ngày	29.500
Kháng cự trung hạn	27.000
Hỗ trợ trung hạn	21.000
Khuyến nghị	MUA



KẾT LUẬN

Trong những năm tới, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của REE tăng trưởng khả quan với phần lợi nhuận của các công ty liên doanh, liên kết sẽ đóng vai trò chính trong lãi ròng hợp nhất của công ty. REE đã và đang theo đuổi chiến lược đầu tư với phần lớn danh mục đầu tư thuộc các ngành cơ sở hạ tầng. Do vậy, xu hướng tăng trưởng của ngành điện và nước có thể giúp phần lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết của REE tăng trưởng trong giai đoạn dự báo.

Chúng tôi tin rằng ngành M&E trong nước sẽ tăng trưởng tương ứng với triển vọng của ngành xây dựng. Đặc biệt, xuất phát từ chiến lược nâng cao cơ sở hạ tầng của chính phủ Việt Nam, các dự án cấp quốc gia sẽ tăng trưởng tốt hơn trong vòng năm năm tới. Với lợi thế được xem là dẫn đầu thị trường với các dự án lớn của chính phủ, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận hoạt động của REE trong mảng M&E sẽ tăng từ 13% đến 16% mỗi năm trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018. Song song đó, mảng cho thuê văn phòng, một phần của ngành bất động sản, sẽ phục hồi dần từ năm 2014. Kết quả là, mảng cho thuê văn phòng của công ty sẽ tiếp tục tạo ra dòng tiền ổn định hàng năm với doanh thu và lợi nhuận tăng nhẹ.

Do phản ứng của thị trường liên quan đến các thông tin tranh chấp trên Biển Đông giữa Trung Quốc và Việt Nam, giá cổ phiếu REE đã giảm đáng kể từ mức cao nhất là 34.000 đồng/cổ phiếu trong tháng 2 năm 2014 xuống còn 23.800 đồng/cổ phiếu vào ngày 20 tháng 5 năm 2014.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng trong vòng một năm tới, giá cổ phiếu của REE sẽ tiến gần đến giá mục tiêu là 30.900 đồng/cổ phiếu và vì thế đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này.

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	1.810	2.396	2.413	2.634	2.893	3.189	3.398	3.625
% tăng trưởng	0,1%	32,3%	0,7%	9,1%	9,8%	10,2%	6,6%	6,7%
Giá vốn hàng bán	1.269	1.810	1.810	1.932	2.126	2.412	2.574	2.774
Lợi nhuận gộp	541	585	603	702	767	777	824	851
Chi phí bán hàng	57	52	50	53	58	64	68	73
Chi phí quản lý doanh nghiệp	99	135	166	184	203	223	238	254
Tổng CPBH và CPQLDN	156	187	216	237	260	287	306	326
EBIT	385	398	387	465	507	490	518	525
Khấu hao	41	61	61	62	62	62	64	64
EBITDA	426	459	449	526	569	552	582	589
Doanh thu tài chính	346	514	353	286	304	319	353	372
Chi phí tài chính	143	163	86	66	61	59	60	62
Lợi nhuận khác	7	3	5	5	5	5	5	5
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	38	45	429	298	356	392	466	517
EBT	632	797	1.088	988	1.111	1.148	1.282	1.357
Thuế	119	140	112	151	165	150	162	167
Thuế suất hiệu dụng	18,8%	17,6%	10,3%	15,2%	14,9%	13,1%	12,7%	12,3%
Lợi nhuận sau thuế	513	657	976	837	946	998	1.119	1.190
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1	0	0	0	0	0	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	512	657	976	837	946	998	1.119	1.190
Biên LN ròng	28,3%	27,4%	40,4%	31,8%	32,7%	31,3%	32,9%	32,8%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2.464	2.704	3.980	3.118	3.478	3.669	4.116	4.376
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tiền và các khoản tương đương tiền	427	835	536	711	807	1.265	1.476	2.028
Các khoản đầu tư ngắn hạn	774	884	417	417	417	417	417	417
Các khoản phải thu	565	859	1.003	1.162	1.215	1.406	1.387	1.592
Hàng tồn kho	667	501	544	568	656	732	749	847
Tài sản ngắn hạn khác	48	45	63	79	87	96	102	109
Tài sản ngắn hạn	2.480	3.123	2.562	2.937	3.182	3.915	4.131	4.993
Tài sản cố định	830	783	730	678	626	574	519	465
Các khoản đầu tư dài hạn	1.975	2.646	3.629	4.105	4.461	4.853	5.319	5.836
Tài sản dài hạn khác	11	22	34	26	29	32	34	36
Tài sản dài hạn	2.817	3.452	4.393	4.809	5.115	5.459	5.872	6.337
Tổng tài sản	5.297	6.574	6.954	7.747	8.297	9.374	10.003	11.330
Các khoản phải trả	595	898	731	1.005	905	1.262	1.051	1.442
Vay nợ ngắn hạn	152	83	285	316	347	383	408	435
Nợ ngắn hạn khác	502	591	404	395	434	478	510	544
Nợ ngắn hạn	1.248	1.572	1.421	1.717	1.686	2.123	1.968	2.421
Vay nợ dài hạn	99	690	238	173	63	29	8	0
Nợ dài hạn khác	83	96	95	105	116	128	136	145
Nợ dài hạn	182	787	333	278	179	156	144	145
Nợ phải trả	1.431	2.358	1.753	1.995	1.865	2.280	2.112	2.566
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	3.194	3.221	3.640	3.703	3.779	3.779	3.779	3.779
Lợi nhuận chưa phân phối	583	826	1.354	1.761	2.272	2.835	3.519	4.274
Vốn chủ sở hữu	3.866	4.216	5.197	5.752	6.432	7.094	7.891	8.764
Lợi ích cổ đông thiểu số	29	0	0	5	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	5.326	6.574	6.950	7.751	8.297	9.374	10.003	11.330

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	669	987	465	982	806	1.195	1.005	1.376
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(1.037)	(795)	(523)	(486)	(366)	(402)	(476)	(527)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(377)	215	(241)	(321)	(344)	(334)	(319)	(297)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(744)	407	(299)	176	96	458	211	552
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.172	427	835	536	711	807	1.265	1.476
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	427	835	536	711	807	1.265	1.476	2.028

Phân tích các chỉ số	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số sinh lời								
Biên LN gộp	29,9%	24,4%	25,0%	26,6%	26,5%	24,4%	24,2%	23,5%
Biên EBITDA	23,5%	19,2%	18,6%	20,0%	19,7%	17,3%	17,1%	16,2%
Biên LN hoạt động	21,3%	16,6%	16,0%	17,6%	17,5%	15,4%	15,2%	14,5%
Biên LN ròng	28,3%	27,4%	40,4%	31,8%	32,7%	31,3%	32,9%	32,8%
Tỷ số LN/tổng tài sản	10,0%	11,1%	14,4%	10,7%	11,1%	10,6%	10,9%	10,5%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	15,1%	16,3%	20,7%	14,7%	15,4%	14,7%	15,1%	14,6%
Chỉ số đòn bẩy								
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	5,4x	10,5x	6,8x	11,7x	15,8x	18,3x	20,0x	20,0x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA (EBITDA / (I + capex))	1,5x	6,9x	6,7x	13,3x	17,8x	20,6x	22,5x	22,5x
Tỷ số nợ/tổng nguồn vốn	6,1%	15,5%	9,1%	7,8%	6,0%	5,5%	5,0%	4,7%
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	6,5%	18,3%	10,1%	8,5%	6,4%	5,8%	5,3%	5,0%
Chỉ số thanh khoản								
Hệ số vòng quay tài sản	2,9x	2,7x	2,9x	2,9x	2,9x	2,9x	2,9x	3,1x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	117,4	108,5	140,8	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	185,9	150,5	164,2	164,0	164,0	164,0	164,0	164,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	177,8	117,7	105,3	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0
Hệ số thanh toán hiện hành	2,0x	2,0x	1,8x	1,7x	1,9x	1,8x	2,1x	2,1x
Hệ số thanh toán nhanh	1,4x	1,6x	1,4x	1,3x	1,4x	1,5x	1,7x	1,7x

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc – Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Quỳnh Trang

Chuyên viên phân tích
trangntq@vpbs.com.vn

Châu Hòa Nhi

Trợ lý phân tích
nhich@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418

Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.