

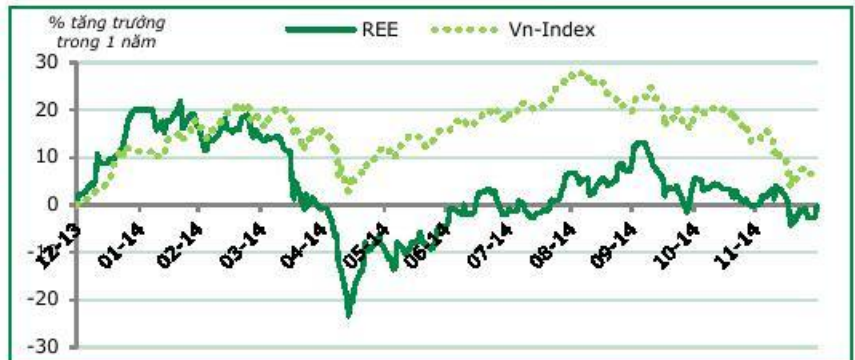
# CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Ngày 31 tháng 12 năm 2014

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (30/12/2014) (đồng/cp)	27.500		
Giá mục tiêu	29.800		
Khuyến nghị ngắn hạn	Năm giữ		
Ngưỡng kháng cự trung hạn	28.500		
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	26.000		
Mã Bloomberg: <b>REE VN</b>	Sàn niêm yết: HSX		
Ngành: M&E, cho thuê văn phòng, đầu tư tài chính			
Bêta	1,25		
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần (nghìn đồng/cp)	34,9 / 21,0		
Khối lượng lưu hành (triệu cp)	269		
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.399		
Tỷ lệ free-float (triệu cp)	189,9		
KLGDĐQ 12 tháng (cp)	1.307.527		
Sở hữu nước ngoài (%)	49,0%		
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)	
2015 VPBS dự phóng	5,4%	3.719	
2014 VPBS dự phóng	5,4%	3.605	
Trượt 12 tháng gần nhất (tại cuối Q3/2014)	5,9%	3.122	
2013	5,9%	3.980	
2012	5,9%	2.704	
	2009-2013 CAGR	2014E (tỷ đồng)	2014-19 CAGR
Doanh thu thuần	19,7%	2.772	8,3%
EBITDA	13,5%	674	8,4%
Lãi ròng	22,4%	955	6,3%
Chỉ số trượt:	REE	Nhóm cùng ngành	VNI
P/E	8,8x	9,9x	13,1x
P/B	1,3x	2,0x	1,8x
Nợ vay/VCSH	9,3%	30,0%	107,1%
Biên lãi ròng	32,0%	7,4%	9,1%
ROE	15,3%	20,9%	13,6%
ROA	11,1%	7,5%	2,6%



Trong báo cáo cập nhật CTCP Cơ điện lạnh (REE-HSX), chúng tôi duy trì khuyến nghị dài hạn **NĂM GIỮ** và kỳ vọng mức tăng giá và lợi suất cổ tức là 13,7% dựa trên các yếu tố sau:

- ❖ **Lợi nhuận từ mảng đầu tư chiến lược sụt giảm:** Lợi nhuận từ mảng đầu tư chiến lược trong 9T2014 giảm 45% so với cùng kỳ do thiếu khoản lợi nhuận đột biến từ PPC. Thậm chí trong quý cuối năm, mặc dù PPC chắc chắn sẽ ghi nhận lợi nhuận cao từ việc đồng Yên mất giá so với tiền VNĐ và chi phí khấu hao giảm mạnh, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của REE từ mảng đầu tư trong năm 2014 vẫn sẽ giảm 21% so với năm trước.
- ❖ **Tốc độ tăng trưởng lãi ròng từ năm 2014 đến năm 2019 ở mức thấp:** Chúng tôi kỳ vọng rằng đồng Yên sẽ không mất giá quá nhiều so với VNĐ trong những năm tới, dẫn đến khoản lãi từ chênh lệch tỷ giá của PPC sẽ thấp hơn, do đó REE sẽ không có lợi nhuận đột biến từ các công ty liên kết. Vì vậy, chúng tôi dự phóng lãi ròng đạt tốc độ CAGR là 6,3% từ năm 2014 đến năm 2019.
- ❖ **Cổ phiếu REE hiện đã phản ánh giá trị hợp lý và tăng trưởng kém hơn thị trường:** Mặc dù cổ phiếu REE hiện đang giao dịch với mức P/E thấp hơn nhóm cùng ngành, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu REE không rẻ do tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp. Trong vòng 12 tháng qua, giá cổ phiếu REE đã giảm 0,3%, thấp hơn mức tăng của chỉ số VN-Index (7,4%).
- ❖ **Mô hình định giá** chiết khấu dòng tiền (DCF) và tổng các giá trị thành phần (SOP) của chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 29.800 đồng/cổ phiếu, với mức tăng giá là 8,3% so với giá đóng cửa vào ngày 30 tháng 12 năm 2014, và lợi suất cổ tức ước tính là 5,4%.

### 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 56% doanh thu hợp nhất 9T2014); sản xuất, lắp ráp và phân phối hệ thống điều hòa không khí (21%); quản lý và khai thác bất động sản (20%); và điện (3%). Ngoài ra, REE còn có những khoản đầu tư chiến lược phần lớn vào các ngành cơ sở hạ tầng.

*Nhóm cùng ngành: Do thiếu các công ty niêm yết trong nước có cùng quy mô với REE cũng như do sự đa dạng trong hoạt động kinh doanh của REE, thông tin ngành thể hiện ở bảng trên là chỉ số trung bình của các công ty thuộc thị trường Châu Á mới nổi chuyên về dịch vụ M&E và sản xuất máy điều hòa. (xem thêm chi tiết ở trang 7)*

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2014

Trong 9 tháng đầu năm 2014, REE ghi nhận 1.825,2 tỷ đồng doanh thu thuần hợp nhất, tăng 8,4% so với cùng kỳ năm trước. Mảng dịch vụ cơ điện công trình (M&E) đóng góp nhiều nhất (55,8% doanh thu thuần), tiếp theo là Reetech (21,4%), bất động sản (19,6%) và điện (3,2%).

*Mặc dù lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng, nhưng lãi ròng giảm do sự sụt giảm lợi nhuận từ các công ty liên kết của REE.*

Lợi nhuận hoạt động kinh doanh hợp nhất tăng 41,8% so với cùng kỳ, chủ yếu do sự cải thiện biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh của mảng dịch vụ M&E (từ 11% trong 9T2013 lên đến 17% trong 9T2014). Tuy nhiên, lãi ròng hợp nhất lại giảm mạnh 18,9% so với cùng kỳ do sự sụt giảm lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết, và đạt 681,0 tỷ đồng, hoàn thành 76,3% kế hoạch lợi nhuận ròng cả năm.

Những kết quả này khả quan hơn dự phóng của chúng tôi trong báo cáo cập nhật phát hành ngày 20 tháng 8 năm 2014, tương ứng 65,1% doanh thu thuần và 104,5% lãi ròng theo dự phóng trước đó của chúng tôi cho năm 2014.

Chúng tôi nhận thấy rằng doanh thu của REE trong quý cuối năm 2014 sẽ cao hơn cùng kỳ năm ngoái do việc hợp nhất với CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC-HSX) và doanh thu mảng M&E tăng cao. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu của TBC thấp hơn so với mức ước tính trước đó của chúng tôi; do vậy, chúng tôi giảm doanh thu dự phóng năm 2014 và 2015 của TBC.

Sau khi cập nhật lợi nhuận và cổ tức từ một số công ty liên doanh liên kết, chúng tôi điều chỉnh tăng lãi ròng hợp nhất dự phóng năm 2014 lên mức 955 tỷ đồng, nhưng vẫn giảm 2% so với kết quả thực hiện năm 2013.

### Kết quả hợp nhất 9T2014

tỷ đồng	9T2014	% tăng s/v cùng kỳ	Kế hoạch năm 2014	% kế hoạch	VPBS dự phóng năm 2014	% VPBS dự phóng	VPBS dự phóng năm 2015
<b>Doanh thu thuần:</b>	<b>1.825</b>	<b>8%</b>	<b>2.654</b>	<b>69%</b>	<b>2.772</b>	<b>66%</b>	<b>3.174</b>
Dịch vụ M&E	1.018	8%	1.460	70%	1.630	62%	1.826
Reetech	391	1%	750	52%	526	74%	526
Bất động sản	358	2%	444	81%	478	75%	492
Đầu tư chiến lược <sup>(1)</sup>	58	n/a			138	n/a	330
<b>Lợi nhuận hoạt động kinh doanh theo mảng:</b>							
Dịch vụ M&E	170	62%			261	65%	237
Reetech	34	-29%			32	107%	32
Bất động sản	225	4%			296	76%	305
Đầu tư chiến lược <sup>(2)</sup>	312	-45%			493	63%	475
<b>LN HĐ kinh doanh hợp nhất <sup>(3)</sup></b>	<b>768</b>	<b>42%</b>			<b>971</b>	<b>79%</b>	<b>1.050</b>
<b>Lãi ròng</b>	<b>681</b>	<b>-19%</b>	<b>892</b>	<b>76%</b>	<b>955</b>	<b>71%</b>	<b>1.002</b>

*Ghi chú: (1) doanh thu quý 3 của TBC; (2) bao gồm lợi nhuận từ các công ty liên kết; (3) bao gồm lợi nhuận từ các hoạt động tài chính khác như: chênh lệch tỷ giá, lãi tiền gửi, v.v.*  
*Nguồn: Dữ liệu công ty, VPBS*

*Lợi nhuận mảng dịch vụ M&E tăng trưởng phù hợp với kỳ vọng. Chúng tôi duy trì mức dự báo.*

### **Dịch vụ M&E: doanh thu và lợi nhuận năm 2014 tăng mạnh**

Trong 9T2014, mặc dù doanh thu tăng nhẹ 7,7% và đạt 1.017,7 tỷ đồng, nhưng lợi nhuận hoạt động kinh doanh lại tăng mạnh 62,5% so với cùng kỳ và đạt 169,5 tỷ đồng. Kết quả này khá tương đồng với dự phóng của chúng tôi và tương ứng lần lượt 62,4% và 65% mức ước tính cho cả năm. Theo cập nhật mới nhất của chúng tôi với ban lãnh đạo công ty, tại ngày 30 tháng 9 năm 2014, giá trị hợp đồng chưa thực hiện là 3,6 nghìn tỷ đồng. Một số dự án mới ký tiêu biểu trong quý 3 năm 2014 là: Khách sạn Khatoco Liberty ở Nha Trang và Nhà máy ACE Sanofi Việt Nam.

Chúng tôi giữ nguyên dự phóng doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của mảng dịch vụ M&E. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh của mảng này sẽ vượt xa kế hoạch của ban lãnh đạo (1.460 tỷ đồng doanh thu và 140 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế). Dự án Nhà ga số 2 – Sân bay Nội Bài được hoàn thành trong quý cuối năm 2014, dẫn đến doanh thu sẽ tăng mạnh. Thêm vào đó, công ty cũng thường ghi nhận nhiều doanh thu hơn vào nửa cuối năm 2014.

### **Bất động sản – tăng nhẹ do tỷ lệ lấp đầy cao hơn**

*Tỷ lệ lấp đầy cải thiện giúp lợi nhuận mảng bất động sản tăng. Chúng tôi duy trì mức dự báo.*

Tỷ lệ lấp đầy tăng từ mức 95% năm 2013 lên 98% trong 9T2014. Doanh thu của mảng này tăng nhẹ 1,8% so với cùng kỳ, đạt 358 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng 3,5% so với cùng kỳ lên mức 225 tỷ đồng trong 9T2014.

Theo báo cáo nghiên cứu của Colliers International, giá thuê văn phòng hạng B khu vực ngoài trung tâm đã tăng nhẹ trong quý 3/2014. Mặc dù việc thị trường bất động sản đã phục hồi hay chưa vẫn còn gây tranh cãi, chúng tôi duy trì dự báo giá thuê văn phòng sẽ tăng 3% mỗi năm từ năm 2014 đến năm 2019.

Theo thảo luận gần đây của chúng tôi và ban lãnh đạo, dự án cho thuê văn phòng tại số 11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, (bên cạnh toà nhà REE Tower), dự kiến sẽ được khởi công xây dựng vào quý 2 năm 2015 và đưa vào hoạt động sau 2 năm xây dựng. Tuy nhiên, do chưa có thông báo và ngày khởi công chính thức nên chúng tôi không đưa dự án này vào mô hình định giá, tương tự như trong báo cáo cập nhật trước đó của chúng tôi.

### **Reetech – duy trì mức thực hiện năm 2013**

*Chi phí bán hàng làm giảm biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh nhưng chúng tôi kỳ vọng kết quả quý 4 tốt hơn.*

Trong 9T2014, mảng Reetech ghi nhận 391,4 tỷ đồng doanh thu, tăng nhẹ 1,1% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, lợi nhuận hoạt động kinh doanh lại giảm mạnh 29,0% so với cùng kỳ và đạt 33,9 tỷ đồng do chi phí bán hàng tăng mạnh. Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh giảm từ 14% trong 9T2013 xuống còn 9% trong 9T2014.

Chúng tôi tin rằng doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của Reetech trong quý cuối năm 2014 sẽ cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái, nhờ một số dự án M&E có thể sẽ sử dụng sản phẩm Reetech. Do đó, chúng tôi duy trì dự báo doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của mảng này sẽ bằng mức thực hiện của năm trước.

## Đầu tư chiến lược – cổ tức cao và biến động

Lợi nhuận từ mảng đầu tư chiến lược bao gồm: cổ tức từ các công ty đầu tư, lợi nhuận từ thanh lý các khoản đầu tư và phần lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết. Trong đó, phần lãi lỗ từ công ty liên doanh, liên kết được tính toán như sau: tỷ lệ sở hữu của REE nhân với lãi ròng của công ty liên doanh liên kết, trừ đi cổ tức nhận được và phân bổ lợi thế thương mại.

Trong 9T2014, REE ghi nhận 312,7 tỷ đồng lợi nhuận hoạt động kinh doanh từ mảng đầu tư chiến lược, giảm 45,1% so với cùng kỳ và tương ứng 63,4% kế hoạch cả năm, do lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết giảm mạnh.

### Phần lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết: biến động mạnh theo tỷ giá JPY/VND

Về phía các công ty liên kết, CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC – HSX) là khoản đầu tư lớn nhất của REE, với trị giá đầu tư đạt 1.207 tỷ đồng, tính đến ngày 30 tháng 9 năm 2014. Tỷ lệ sở hữu của REE tại PPC là 22,35% vào ngày 30 tháng 12 năm 2014, tương ứng 71.115.450 cổ phiếu.

Trong 9T2014, REE đã ghi nhận lỗ 10,2 tỷ đồng trong phần lợi nhuận từ công ty liên kết, trái ngược so với mức lãi 382,5 tỷ đồng cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân là do: (1) PPC không ghi nhận khoản lợi nhuận chênh lệch tỷ giá lớn từ việc đồng JPY mất giá so với VND; (2) mức ước tính của giá bán điện cho EVN thấp hơn năm ngoái; và (3) các khoản cổ tức cao từ phía các công ty liên kết.

### Tỷ giá JPY so với VND



Nguồn: Bloomberg

Tuy nhiên, trong quý cuối năm 2014, chúng tôi dự báo lãi ròng của PPC sẽ tăng mạnh so với kết quả 9T2014. Thứ nhất, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá giữa JPY và VND sẽ duy trì tại mức hiện tại, dẫn đến PPC sẽ ghi nhận khoản lãi từ chênh lệch tỷ giá khoảng 370 tỷ đồng trong quý 4 năm 2014. Tại thời điểm cuối tháng 9 năm 2014, PPC hiện có khoản vay nợ 25,1 tỷ JPY, tương ứng 4.835,8 tỷ đồng với tỷ giá 192,97 VND/JPY. Tại ngày 30 tháng 12 năm 2014, tỷ giá bán là 179,46 VND/JPY, dẫn đến khoản lãi nhuận chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện là 339,1 tỷ đồng cho PPC trong quý 4 năm 2014.

Thứ hai, chi phí khấu hao của PPC sẽ giảm sâu nhờ vào số năm khấu hao của nhà máy nhiệt điện Phả Lại số 2 tăng thêm 10 năm nữa, dẫn đến chi phí khấu hao mỗi năm vào khoảng 150 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với mức khấu hao 521 tỷ đồng đã ghi nhận trong 9T2014. Do đó, công ty sẽ hoàn nhập khoảng 370 tỷ đồng vào quý cuối năm 2014.

Cuối cùng, PPC đã chính thức ký kết giá bán điện năm 2014 cho EVN, tương ứng với mức giá năm 2013, cao hơn 15% so với giá ước tính (85% giá bán điện năm 2013). Do đó, doanh thu và lợi nhuận cả năm sẽ tăng mạnh.

Thêm vào đó, các công ty điện liên kết của REE cũng gần như hoàn tất quá trình ký kết giá bán điện chính thức cho EVN và bằng với giá năm 2013. Ngoài ra, kết quả kinh doanh 9T2014 của một số công ty điện như CTCP Thủy điện Thác Mơ (TMP – HSX) khá khả quan và cao hơn năm ngoái nhờ vào sản lượng cao hơn.

Tóm lại, chúng tôi cập nhật mô hình định giá và kỳ vọng lãi ròng của PPC trong năm 2014 sẽ đạt khoảng 1.300 tỷ đồng. Với tỷ lệ sở hữu hiện tại, REE sẽ ghi nhận khoảng 290,6 tỷ đồng từ phần lợi nhuận của PPC, cao hơn ước tính trước của chúng tôi. Tuy nhiên, trong năm 2015, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi ước tính lãi ròng của PPC chỉ đạt 1.000 tỷ đồng do đồng JPY sẽ chỉ giảm nhẹ, dẫn đến lợi nhuận của REE từ PPC là 223,5 tỷ đồng.

### Cổ tức: khoản cổ tức lớn từ các công ty điện

Trong 9T2014, REE ghi nhận 298,9 tỷ đồng cổ tức từ các khoản đầu tư của mình, tăng 53,6% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ khoản cổ tức lớn từ PPC (106,7 tỷ đồng). Ngoài ra, những công ty thủy điện khác cũng tăng tỷ lệ cổ tức như CTCP Thủy điện Thác Mơ (TMP – HSX), CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC – HSX).

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi áp dụng hai phương pháp định giá: mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và tổng giá trị thành phần (SOP) để đưa ra giá trị hợp lý của REE tại mức **29.800** đồng/cổ phiếu, cao hơn giá mục tiêu 28.400 đồng trong báo cáo cập nhật trước nhờ khoản lợi nhuận từ công ty liên kết tăng.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Giá (đồng/cp)
Mô hình DCF	29.155	70%	20.400
Mô hình SOP	31.246	30%	9.400
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>29.800</b>

Chúng tôi thay đổi một số giả định chính như sau:

- **Tốc độ tăng trưởng doanh thu:** 15% trong năm 2014, 14% năm 2015 và từ 6% đến 8% từ năm 2016 đến năm 2019 do chúng tôi điều chỉnh giảm mức dự báo doanh thu của TBC và doanh thu dịch vụ M&E.
- **Lợi nhuận từ 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 tình hình hoạt động kinh doanh 9T2014 của từng công ty.

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

Tỷ đồng	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f
Phần LN từ công ty liên doanh, liên kết	38	45	429	154	215	201	247	267	276
% Tăng trưởng	173%	17%	861%	-64%	39%	-7%	23%	8%	3%

Nguồn: BCTC kiểm toán, VPBS dự báo

## MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)

Mô hình DCF của chúng tôi xác định giá mục tiêu là 29.155 đồng/cổ phiếu.

Các yếu tố đầu vào cho mô hình DCF được cập nhật theo dữ liệu hiện tại:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 6,25%.
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường dự kiến* ở mức 14,74%.
- *Beta của REE* được ước tính ở mức 1,25.
- *Chi phí vốn cổ phần* được ước tính là 16,86% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 16%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của REE* là 5%.

## TỔNG GIÁ TRỊ CÁC 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. Mô hình của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 31.246 đồng/cổ phiếu.

Mảng kinh doanh		Giá trị (tỷ đồng)
Dịch vụ M&E	P/E tại mức 7,7 lần	1.423
Reetech	P/E tại mức 6,1 lần	151
Cho thuê văn phòng	Chiết khấu dòng tiền vĩnh viễn	2.410
Đầu tư chiến lược *	Giá trị thị trường và chiết khấu 10%	4.119
Cộng: Tiền thuần (loại trừ tiền thuần của TBC)		295
<b>Giá trị công ty</b>		<b>8.407</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)		269.070.539
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>31.246</b>

(\* ) Đầu tư chiến lược bao gồm giá trị đầu tư vào TBC

Mảng kinh doanh	P/E công ty / P/E thị trường	P/E VN-Index hiện tại	P/E mục tiêu của REE
Dịch vụ M&E	0,6	13,1 lần	7,7 lần
Reetech	0,5	13,1 lần	6,1 lần

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

Công ty	Quốc gia	Vốn hoá triệu USD	Doanh thu		Lãi ròng		Trượt 12 tháng			P/E	P/B	P/E	P/B
			9T2014 triệu USD	% so với cùng kỳ	9T2014 triệu USD	% so với cùng kỳ	Nợ vay/ VCSH	ROA	ROE	Hiện tại	Hiện tại	tương đối hiện tại	tương đối hiện tại
<b>Dịch vụ M&amp;E</b>													
CTCP Kỹ nghệ lạnh	Việt Nam	19	22	10%	2	74%	30%	8%	16%	6,9	1,1	0,5	0,6
Adhi Karya Persero Tbk PT	In-đô-nê-xi-a	506	443	-21%	16	-11%	95%	4%	23%	19,2	4,1	1,0	1,8
Crest Builder Holdings Bhd	Ma-lay-xi-a	55	47	-40%	3	-68%	130%	7%	18%	8,8	0,5	0,6	0,2
Shenzhen Hongtao Decoration Co Ltd	Trung Quốc	1.386	454	9%	39	22%	0%	8%	14%	22,3	2,9	0,6	0,9
Sriracha Construction PCL	Thái Lan	278	63	6%	24	17%	0%	34%	40%	9,9	3,8	0,6	1,8
Trung bình		449	206	-7%	17	7%	51%	12%	22%	13,4	2,5	0,6	1,1
Trung vị		278	63	6%	16	17%	30%	8%	18%	9,9	2,9	0,6	0,9
CTCP Cơ điện lạnh	Việt Nam	346	86	8%	32	-19%	9,3%	11%	15%	8,8	1,3	0,7	0,8
<b>Reetech</b>													
Gree Electric Appliances Inc of Zhuhai	Trung Quốc	17.338	16.096	12%	1.507	22%	42%	9%	37%	8,2	2,7	0,2	0,8
Qingdao Haier Co Ltd	Trung Quốc	8.835	11.382	6%	633	13%	95%	7%	28%	10,2	2,5	0,7	1,3
TCL Corp	Trung Quốc	5.685	11.194	13%	319	76%	194%	4%	21%	10,2	2,0	0,3	0,6
Fujitsu General Ltd	Nhật Bản	1.066	1.599	-4%	51	-33%	27%	11%	30%	7,4	2,0	0,5	1,5
Kang Yong Electric PCL	Thái Lan	175	206	-13%	16	-8%	0%	10%	14%	9,1	1,3	0,5	0,6
Panasonic Manufacturing Philippines Corp	Phi-líp-pin	38	119	0%	3	113%	0%	3%	5%	10,0	0,4	0,5	0,2
Trung bình		5.523	6.766	2%	422	30%	60%	8%	23%	9,2	1,8	0,4	0,8
Trung vị		3.376	6.397	3%	185	18%	34%	8%	25%	9,6	2,0	0,5	0,7
CTCP Cơ điện lạnh	Việt Nam	346	86	8%	32	-19%	9,3%	11%	15%	8,8	1,3	0,7	0,8

Dữ liệu tại ngày 30/12/2014. Nguồn: Bloomberg, VPBS dự báo

## 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						
		13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	3%	33.400	31.300	29.500	28.000	26.600	25.500	24.500
	4%	35.000	32.600	30.500	28.800	27.300	26.100	25.000
	5%	37.000	34.100	31.800	<b>29.800</b>	28.100	26.800	25.600
	6%	39.600	36.000	33.200	31.000	29.100	27.500	26.200
	7%	43.000	38.500	35.100	32.400	30.200	28.400	27.000

### 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	5,7	30.900	30.400	29.900	29.400	28.800	28.300	27.800
	6,2	31.000	30.500	30.000	29.500	29.000	28.400	27.900
	6,7	31.100	30.600	30.100	29.600	29.100	28.500	28.000
	7,2	31.200	30.700	30.200	29.700	29.200	28.600	28.100
	7,7	31.300	30.800	30.300	<b>29.800</b>	29.300	28.800	28.200
	8,2	31.400	30.900	30.400	29.900	29.400	28.900	28.300
	8,7	31.500	31.000	30.500	30.000	29.500	29.000	28.400
	9,2	31.600	31.100	30.600	30.100	29.600	29.100	28.500
	9,7	31.800	31.200	30.700	30.200	29.700	29.200	28.700

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật của REE cho thấy một xu hướng giảm điểm trung hạn kể từ khi đường giá tạo đỉnh tại 31.600 đồng/cổ phiếu và rơi xuống phía dưới ngưỡng hỗ trợ trung hạn của đường MA50 và MA100 trong biên độ từ 28.000 đến 28.500 đồng/cổ phiếu. Ngưỡng này sau đó đã trở thành ngưỡng kháng cự cho cổ phiếu này.

Cổ phiếu REE hiện đang dao động quanh vùng hỗ trợ dài hạn tại mức 27.000 đồng, tạo bởi đường trung bình động 400 ngày (2 năm). Khối lượng giao dịch của REE đang ổn định ở mức trung bình, cho thấy khả năng REE đang nằm trong một quá trình tích lũy. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** 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	31.600
Giá thấp nhất trong 3 tháng	26.000
Đường MA 50 ngày	28.000
Đường MA 100 ngày	28.500
Kháng cự trung hạn	28.500
Hỗ trợ trung hạn	26.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NĂM GIỮ</b>





## PHỤ LỤC – DỰ PHÓNG CỦA VPBS

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>1.810</b>	<b>2.396</b>	<b>2.413</b>	<b>2.772</b>	<b>3.174</b>	<b>3.424</b>	<b>3.641</b>	<b>3.875</b>	<b>4.129</b>
Dịch vụ M&E	855	1.244	1.418	1.630	1.826	2.045	2.229	2.430	2.648
Reetech	587	711	526	526	526	526	526	526	526
Bất động sản	369	441	470	478	492	507	522	538	554
Điện				138	330	346	364	382	401
% tăng trưởng	0,1%	32,3%	0,7%	14,9%	14,5%	7,9%	6,3%	6,4%	6,6%
Giá vốn hàng bán	1.229	1.749	1.749	1.914	2.128	2.323	2.479	2.603	2.786
<b>Lợi nhuận gộp (trừ chi phí khấu hao)</b>	<b>582</b>	<b>646</b>	<b>664</b>	<b>858</b>	<b>1.046</b>	<b>1.102</b>	<b>1.162</b>	<b>1.272</b>	<b>1.344</b>
Chi phí bán hàng	57	52	50	53	57	62	66	70	75
Chi phí quản lý doanh nghiệp	99	135	166	132	142	154	164	245	261
<b>Tổng CPBH và CPQLDN</b>	<b>156</b>	<b>187</b>	<b>216</b>	<b>184</b>	<b>199</b>	<b>215</b>	<b>229</b>	<b>314</b>	<b>336</b>
<b>EBITDA</b>	<b>426</b>	<b>459</b>	<b>449</b>	<b>674</b>	<b>847</b>	<b>886</b>	<b>933</b>	<b>958</b>	<b>1.008</b>
Khấu hao	41	61	61	115	166	169	159	98	84
<b>EBIT</b>	<b>385</b>	<b>398</b>	<b>387</b>	<b>559</b>	<b>681</b>	<b>718</b>	<b>774</b>	<b>859</b>	<b>925</b>
Doanh thu tài chính	346	514	353	473	424	440	456	474	490
Chi phí tài chính	143	163	86	60	56	58	60	62	66
Lợi nhuận khác	7	3	5	61	6	6	6	6	6
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	38	45	429	154	215	201	247	267	276
<b>EBT</b>	<b>632</b>	<b>797</b>	<b>1.088</b>	<b>1.186</b>	<b>1.270</b>	<b>1.307</b>	<b>1.424</b>	<b>1.544</b>	<b>1.631</b>
Thuế	119	140	112	165	198	192	207	228	243
Thuế suất hiệu dụng	18,8%	17,6%	10,3%	13,9%	15,6%	14,7%	14,5%	14,7%	14,9%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>513</b>	<b>657</b>	<b>976</b>	<b>1.021</b>	<b>1.073</b>	<b>1.115</b>	<b>1.217</b>	<b>1.316</b>	<b>1.387</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1	0	0	67	71	76	82	88	94
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>512</b>	<b>657</b>	<b>976</b>	<b>955</b>	<b>1.002</b>	<b>1.039</b>	<b>1.135</b>	<b>1.228</b>	<b>1.293</b>
Biên LN ròng	28,3%	27,4%	40,4%	34,4%	31,6%	30,3%	31,2%	31,7%	31,3%
% tăng trưởng	42,7%	28,3%	48,5%	-2,1%	4,9%	3,7%	9,3%	8,2%	5,3%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2.464	2.704	3.980	3.605	3.719	3.819	4.174	4.516	4.756

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	427	835	536	722	637	541	438	309	223
Các khoản đầu tư ngắn hạn	774	884	417	400	400	400	400	400	400
Các khoản phải thu	565	859	1.003	1.157	1.263	1.382	1.490	1.606	1.733
Hàng tồn kho	667	501	544	634	716	794	861	923	1.003
Tài sản ngắn hạn khác	48	45	63	169	225	260	295	333	376
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.480</b>	<b>3.123</b>	<b>2.562</b>	<b>3.082</b>	<b>3.241</b>	<b>3.377</b>	<b>3.484</b>	<b>3.571</b>	<b>3.735</b>
Tài sản cố định	830	783	730	1.101	996	887	788	750	727
Các khoản đầu tư dài hạn	1.975	2.646	3.629	3.566	4.281	4.982	5.729	6.496	7.272
Tài sản dài hạn khác	11	22	34	169	257	346	441	546	665
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2.817</b>	<b>3.452</b>	<b>4.393</b>	<b>4.837</b>	<b>5.534</b>	<b>6.215</b>	<b>6.958</b>	<b>7.792</b>	<b>8.663</b>
<b>Lợi thế thương mại</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>75</b>	<b>45</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.297</b>	<b>6.574</b>	<b>6.954</b>	<b>7.993</b>	<b>8.820</b>	<b>9.607</b>	<b>10.442</b>	<b>11.364</b>	<b>12.398</b>
Các khoản phải trả	595	898	731	840	934	987	1.020	1.036	1.071
Vay nợ ngắn hạn	152	83	285	277	317	342	364	388	413
Nợ ngắn hạn khác	502	591	404	309	319	309	255	193	123
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.248</b>	<b>1.572</b>	<b>1.421</b>	<b>1.426</b>	<b>1.570</b>	<b>1.638</b>	<b>1.639</b>	<b>1.617</b>	<b>1.606</b>
Vay nợ dài hạn	99	690	238	165	69	37	20	0	0
Nợ dài hạn khác	83	96	95	83	95	86	73	58	41
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>182</b>	<b>787</b>	<b>333</b>	<b>248</b>	<b>164</b>	<b>123</b>	<b>93</b>	<b>58</b>	<b>41</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1.431</b>	<b>2.358</b>	<b>1.753</b>	<b>1.673</b>	<b>1.734</b>	<b>1.761</b>	<b>1.731</b>	<b>1.675</b>	<b>1.648</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	3.194	3.221	3.640	3.715	3.779	3.787	3.787	3.787	3.787
Lợi nhuận chưa phân phối	583	826	1.354	1.789	2.260	2.759	3.346	4.016	4.745
Vốn khác	89	169	203	379	570	775	1.001	1.249	1.516
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.866</b>	<b>4.216</b>	<b>5.197</b>	<b>5.884</b>	<b>6.608</b>	<b>7.321</b>	<b>8.134</b>	<b>9.052</b>	<b>10.048</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	5	436	477	524	577	637	702
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>5.297</b>	<b>6.574</b>	<b>6.954</b>	<b>7.993</b>	<b>8.820</b>	<b>9.607</b>	<b>10.442</b>	<b>11.364</b>	<b>12.398</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	669	987	465	585	951	920	955	945	957
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(1.037)	(795)	(523)	(482)	(745)	(731)	(792)	(827)	(836)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(377)	215	(241)	83	(291)	(285)	(266)	(247)	(207)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(744)</b>	<b>407</b>	<b>(299)</b>	<b>186</b>	<b>(85)</b>	<b>(96)</b>	<b>(103)</b>	<b>(129)</b>	<b>(86)</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.172	427	835	536	722	637	541	438	309
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>427</b>	<b>835</b>	<b>536</b>	<b>722</b>	<b>637</b>	<b>541</b>	<b>438</b>	<b>309</b>	<b>223</b>
Dòng tiền tự do	500	1.005	517	52	941	910	930	905	918
<b>Phân tích các chỉ số</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số sinh lời</b>									
Biên LN gộp (trừ chi phí khấu hao)	32,1%	27,0%	27,5%	31,0%	33,0%	32,2%	31,9%	32,8%	32,5%
Biên EBITDA	21,3%	16,6%	16,0%	20,2%	21,5%	21,0%	21,3%	22,2%	22,4%
Biên LN hoạt động	23,5%	19,2%	18,6%	24,3%	26,7%	25,9%	25,6%	24,7%	24,4%
Biên LN ròng	28,3%	27,4%	40,4%	34,4%	31,6%	30,3%	31,2%	31,7%	31,3%
Tỷ số LN/tổng tài sản	10,0%	11,1%	14,4%	12,8%	11,9%	11,3%	11,3%	11,3%	10,9%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	15,1%	16,3%	20,7%	17,2%	16,0%	14,9%	14,7%	14,3%	13,5%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>									
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	5,4x	10,5x	6,8x	17,1x	27,8x	30,6x	33,4x	36,5x	37,3x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA ( EBITDA / ( I + capex ) )	1,4x	8,8x	6,9x	6,9x	10,0x	10,6x	11,2x	11,5x	11,9x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	6,1%	15,5%	9,1%	7,0%	5,5%	4,9%	4,5%	4,1%	3,9%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	6,5%	18,3%	10,1%	7,5%	5,9%	5,2%	4,7%	4,3%	4,1%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>									
Hệ số vòng quay tài sản	2,9x	2,7x	2,9x	2,9x	2,8x	2,8x	2,9x	2,9x	3,0x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	113,9	130,9	151,6	152,3	145,2	147,3	149,4	151,3	153,2
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	176,8	187,3	152,6	160,2	160,1	155,1	150,1	145,2	140,3
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	198,2	104,5	113,6	120,9	122,8	124,8	126,8	129,3	131,4
Hệ số thanh toán hiện hành	2,0x	2,0x	1,8x	2,2x	2,1x	2,1x	2,1x	2,2x	2,3x
Hệ số thanh toán nhanh	1,4x	1,6x	1,4x	1,6x	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x	1,5x

## 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%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### **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

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### **Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### **Lý Khắc Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### **Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### **Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### **Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### **Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## 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 báo 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 khiến 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.

### 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