



**ITD – Khuyến nghị MUA**

Chúng tôi khuyến nghị **Mua trung hạn** cổ phiếu ITD với giá hợp lý là 20.664 đồng/cp, dựa trên phương pháp định giá FCFF và PE. Ngày 21/10/2015, cổ phiếu ITD đang được giao dịch với PE forward 2015 = 7,96x.

Theo Phê duyệt Đề án tái cơ cấu Ngành GTVT của Thủ tướng Chính phủ (QĐ 1210/QĐ-TTg ngày 24/07/2014), đến năm 2020 phải đưa vào khai thác hơn 2.000 km đường cao tốc, hiện đến năm 2015 ngành GTVT mới hoàn thành khoảng 600 km đường cao tốc. Chúng tôi cho rằng ngành GTVT sẽ có cơ hội tăng trưởng vượt bậc trong giai đoạn tới. Do đó sẽ kéo theo sự phát triển song hành của lĩnh vực Giao thông thông minh, là cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp như ITD. Góc nhìn tích cực của chúng tôi về cổ phiếu ITD dựa trên những luận điểm sau:

**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	20,664
Giá thị trường (21/10/2015)	16,900
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	15.32
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	268.16
Giá trị sổ sách/cp	15,288
Sở hữu nước ngoài (%)	19.16%
Giá hiện tại (đ/cp)	16,900
KLTB 10 ngày (cp)	93,403
Giá thấp nhất 52T (đ)	8,400
Giá cao nhất 52T (đ)	19,700
+/- 7 ngày qua	6.29%
+/- 1 tháng qua	7.64%

**(1) Giao thông thông minh (ITS) là lĩnh vực thế mạnh của ITD:** Với lợi thế về kinh nghiệm làm việc với nhà thầu nước ngoài và năng lực thi công tích hợp, ITD hiện đứng vị trí số 1 với 70 – 80% thị phần mảng thu phí một dừng (MTC). Hiện tại ITD đã và đang tham gia gói thầu ITS thuộc dự án cao tốc Tp. Hồ Chí Minh – Trung Lương, Tp. Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây, dự án hiện đại hóa Trung tâm điều hành vận tải đường sắt. Trong năm 2015, ITD thực hiện và hoàn thiện gói thầu EX 13 thuộc dự án đường ô tô cao tốc Hà Nội – Hải Phòng. Biên LNG trung bình của mảng này đạt 28,34% trong 3 năm 2012 – 2014.

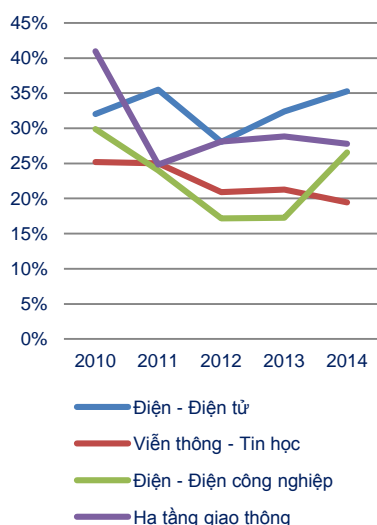
**(2) Đã trích lập gần như toàn bộ các khoản rủi ro tài chính từ hai công ty con thua lỗ.** ITD gặp khó khăn tài chính từ năm 2012 khi công ty con CTCP Thiết bị điện Thạch Anh gặp thua lỗ và phải phá sản. Tuy nhiên tình hình tài chính doanh nghiệp đã được cải thiện từ năm 2014 khi LNST cả năm đạt 32,91 tỷ đồng (+50,89%yoy) và hiện ITD đã trích lập 38,78 / 38,78 tỷ đồng các khoản đầu tư ngắn hạn – phải thu khác liên quan tới hai công ty con thua lỗ (CTCP Cơ điện Thạch Anh và CTCP Thiết bị điện Thạch Anh). Bên cạnh đó, ITD cũng đã trích lập 37,48 / 40,22 tỷ đồng vốn đầu tư dài hạn vào hai công ty con này.

**Dự báo KQKD 2015:** Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2015 của ITD sẽ đạt 544,19 tỷ đồng (+21,47%yoy). Với mức biên lợi nhuận gộp là 27,91%, LNG 2015 ước đạt 151,87 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo LNST cổ đông công ty mẹ ITD đạt 32,54 tỷ đồng tương ứng với mức EPS 2015 = 2.123 đồng.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
DTT (tỷ đ)	627.58	721.06	519.33	466.42	448.02
% tăng trưởng yoy		14.90%	-27.98%	-10.19%	-3.94%
Tổng tài sản (tỷ đ)	611.89	767.19	629.44	461.16	466.24
Vốn chủ sở hữu	190.53	221.72	216.41	197.86	200.03
Vốn điều lệ (tỷ đ)	116.10	116.10	127.71	127.71	127.71
LN gộp (tỷ đ)	193.87	195.42	116.69	115.22	122.51
LN sau thuế	68.01	78.38	27.45	21.81	32.91
Biên LN gộp	30.89%	27.10%	22.47%	24.70%	27.35%
ROE	35.70%	35.35%	12.69%	11.02%	16.45%
ROA	11.12%	10.22%	4.36%	4.73%	7.06%

Chuyên viên phân tích  
Lương Thu Hương  
Email: huonglt@bsc.com.vn  
Tel: + 84 4 39352722 (108)

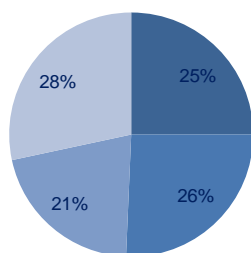


**HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH**
**Biên lợi nhuận gộp**


(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

**Hoạt động theo mô hình Tập đoàn, gồm Công ty mẹ và 9 công ty con.** Tiền thân của ITD là Trung tâm Ứng dụng Công nghệ Tin học và Điều khiển (CATIC), được thành lập từ năm 1994. Hiện ITD đang hoạt động theo mô hình Tập đoàn gồm Công ty mẹ, 6 công ty con trực tiếp và 3 công ty con gián tiếp hoạt động trong 4 lĩnh vực kinh doanh là (1) Điện – Điện tử; (2) Viễn thông – Tin học; (3) Điện – Điện Công nghiệp và (4) Hạ tầng Giao thông. Cổ phiếu ITD chính thức được niêm yết trên sàn HSX ngày 20/12/2011.

**Hạ tầng giao thông là lĩnh vực có tăng trưởng mạnh nhất và hiện chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu.** Giai đoạn 2010 – 2014, tỷ trọng đóng góp của các Khối kinh doanh cho tổng DTT luôn biến động. Đáng chú ý, tỷ trọng đóng góp vào tổng DTT từ lĩnh vực Điện công nghiệp giảm từ 37,49% (2011) xuống còn 20,96% (2014) do từ năm 2012 hai công ty con QMC và QEC gặp khó khăn. Tuy nhiên, lĩnh vực Hạ tầng giao thông lại đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu cao với CAGR = 11,48%, tỷ trọng đóng góp tăng từ 13,09% (2010) lên mức 28,36% (2014) xét trong cơ cấu tổng DTT; và tăng từ 17,35% (2010) lên thành 28,91% (2014) xét trong cơ cấu tổng LNG.

**Cơ cấu Doanh thu 2014**


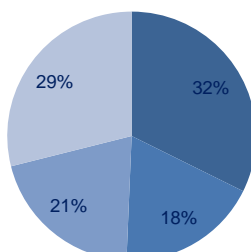
- Điện - Điện tử
- Viễn thông - Tin học
- Điện - Điện công nghiệp
- Hạ tầng giao thông

(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

**Cơ cấu Doanh thu thuần**

DTT (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013	2014
Điện - Điện tử	185.15	171.55	105.87	132.88	111.78
Viễn thông - Tin học	144.25	154.51	126.73	137.56	114.91
Điện - Điện công nghiệp	216.04	270.34	183.51	117.62	93.75
Hạ tầng giao thông	82.14	124.65	103.21	78.35	127.58

(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

**Cơ cấu LNG 2014**


- Điện - Điện tử
- Viễn thông - Tin học
- Điện - Điện công nghiệp
- Hạ tầng giao thông

(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

**Cơ cấu Lợi nhuận gộp**

LNG (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013	2014
Điện - Điện tử	59.31	60.87	29.71	43.07	39.40
Viễn thông - Tin học	36.36	38.66	26.48	29.26	22.37
Điện - Điện công nghiệp	64.56	64.96	31.51	20.29	24.90
Hạ tầng giao thông	33.64	30.93	28.99	22.61	35.84

(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

**Công ty mẹ ITD và CTCP Kỹ thuật điện Toàn cầu (GLT – công ty con) đóng góp chủ yếu cho doanh thu và lợi nhuận hợp nhất.** Tổng lợi nhuận gộp của Công ty mẹ ITD và GLT năm 2014 đạt 78,35 tỷ đồng, chiếm 64,25% LNG hợp nhất. Trong đó, Công ty mẹ chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực Hạ tầng Giao thông còn GLT tham gia cả 3 lĩnh vực kinh doanh còn lại. Năm tài chính 2013, LNST cổ đông cty mẹ GLT đạt 17,85 tỷ đồng, chiếm tới 81,82% tổng LNST hợp nhất ITD; tuy nhiên, con số này giảm còn 54,10% trong năm tài chính 2014 do ITD đẩy mạnh mảng Hạ tầng giao thông và hoạt động của các công ty con còn lại.

**ITD đang trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp sau thời kỳ khó khăn.** Hiện tại, hoạt động kinh doanh của ITD được phân chia thành 4 lĩnh vực chuyên biệt nhưng lại không phân tách cụ thể công ty thành viên đảm nhiệm tương ứng như trường hợp của FPT và CMG (ví dụ GLT tham gia cả 3 lĩnh vực Viễn thông – Tin học, Điện công nghiệp và Điện điện tử hoặc CTCP Tin học Siêu Tính chỉ tham gia phần Tin học trong mảng Viễn thông – Tin học). Do đó, trong năm 2015, ITD có thể sẽ thực hiện tái cấu trúc các công ty con, trong đó có định hướng đưa CTCP Công nghệ Tín Thông và Công ty TNHH MTV phần mềm Tiên Phong về cùng công ty mẹ nhằm tối ưu hóa hoạt động kinh doanh. Ngoài ra, Công ty cũng có kế hoạch sáp nhập ITD và GLT trong thời gian tới.

#### CÁC CÔNG TY CON ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP (tại 30/06/2015)

Công ty con trực tiếp	Hoạt động chính	Lĩnh vực	Vốn đầu tư tại 30/06/2015	Tỷ lệ sở hữu tại 30/06/2015	Dự phòng giảm giá tại 30/06/2015
CTCP công nghệ tự động Tân Tiến	Giải pháp điện tự động hóa	Điện – Điện tử	7.25 tỷ đồng	57.13%	
CTCP Tin học Siêu Tính	In ấn tốc độ cao, in code bar...	Viễn thông – Tin học	8.19 tỷ đồng	82.74%	
CTCP Cơ điện Thạch Anh (QMC)	Giải pháp lưới điện trung cao thế, M&E ...	Điện – Điện Công nghiệp	37.22 tỷ đồng	69.14%	34.48 tỷ đồng
CTCP Công nghệ Tín Thông	Định hướng về cty mẹ - hoạt động giao thông thông minh	Viễn thông – Tin học	10.86 tỷ đồng	99.92%	2.54 tỷ đồng
Cty TNHH MTV phần mềm Tiên Phong	Định hướng về cty mẹ - hoạt động giao thông thông minh	Viễn thông – Tin học Giao thông	20 tỷ đồng	100%	
CTCP Kỹ thuật điện Toàn Cầu (mã chứng khoán GLT – HNX)	Hạ tầng trung tâm dữ liệu Giải pháp chống sét Nguồn chính lưu, UPS Dịch vụ cho BTS Đầu tư hạ tầng viễn thông di động	Viễn thông – Tin học Điện – Điện tử Điện – Điện CN	26.63 tỷ đồng	48.06%	

#### CÔNG TY LIÊN KẾT (tại 30/06/2015)

Công ty liên kết	Hoạt động chính	Vốn đầu tư tại 30/06/2015	Tỷ lệ sở hữu tại 30/06/2015	Dự phòng giảm giá tại 30/06/2015
CTCP Định vị Tiên Phong	Tạm dừng	2.31 tỷ đồng	69.84%	2.31 tỷ đồng

(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

*Hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của ITD bắt đầu phục hồi từ năm 2014 với phần lớn tăng trưởng đến từ lĩnh vực Giao thông thông minh. Việc trích lập gần như toàn bộ các khoản rủi ro tài chính cũng sẽ góp phần tạo đà tăng trưởng.*

**ITD – Vượt qua giai đoạn khó khăn từ năm 2014.** Cuối năm 2011 sau khi dự án nhà máy của CTCP Thiết bị điện Thạch Anh – QEC (công ty con của CTCP Cơ điện Thạch Anh – QMC) chính thức đi vào hoạt động và thua lỗ đã mở màn cho giai đoạn khó khăn của ITD (2012 – 2013).

Ngày 21/10/2013, Tòa án Nhân dân tỉnh Bình Dương đã quyết định mở thủ tục phá sản với QEC. Tính đến ngày 31/03/2014, QEC lỗ lũy kế 44,5 tỷ đồng (trên tổng vốn 65,54 tỷ đồng), trong đó đáng chú ý có vụ kiện liên quan đến khoản nợ (bao gồm cả lãi vay) với ngân hàng ACB là 57,21 tỷ đồng (24/07/2014). Hội đồng thẩm định của Công ty đánh giá, giá trị nhà xưởng, quyền sử dụng đất và một số máy móc thiết bị của QEC đủ để hoàn trả khoản nợ này.

Tại ngày 31/03/2015, ITD đã trích dự phòng toàn bộ các khoản đầu tư ngắn



hạn, phải thu khác liên quan tới QMC và QEC. Cùng với đó, trích lập 100% khoản đầu tư dài hạn trực tiếp vào QEC, và hiện trích lập 34,48 tỷ đồng / 37,22 tỷ đồng khoản đầu tư dài hạn vào QMC. Trong Q1 năm tài chính 2015 Công ty chưa tăng trích lập.

Đơn vị: Đồng	Giá trị tại 30/06/2015	Dự phòng tại 30/06/2015
Đầu tư ngắn hạn vào QEC	4,704,104,587	4,704,104,587
Khoản cho mượn và lãi cho vay QEC	20,636,778,890	20,636,778,890
Khoản cho QMC mượn	3,500,000,000	3,500,000,000
Khoản cho QEC vay thông qua ITDs	9,940,500,000	9,940,500,000
Đầu tư dài hạn vào QEC	3,000,000,000	3,000,000,000
Đầu tư dài hạn vào QMC	37,221,619,964	34,484,000,000

(Nguồn: BCTC ITD Q1 2015, BSC tổng hợp)

**Kết quả kinh doanh bắt đầu phục hồi với biên lợi nhuận gộp 2014 đạt 27,35%**, cao hơn mức biên của năm 2011 (thời điểm trước giai đoạn khó khăn). Biên lợi nhuận gộp 2014 đạt 27,35%, tăng mạnh so với mức biên 22,47% năm 2012 và vượt mức biên LNG 27,10% của năm 2011. Cụ thể triển vọng từng lĩnh vực kinh doanh như sau:

### GIAO THÔNG THÔNG MINH – LĨNH VỰC CHIẾN LƯỢC

**Giao thông thông minh (ITS) sẽ là lĩnh vực kinh doanh đột phá và là động lực tăng trưởng cho ITD giai đoạn tới.** Xét trong giai đoạn 2010 – 2014, biên lợi nhuận gộp của lĩnh vực Hạ tầng giao thông giảm mạnh năm 2010 do chịu ảnh hưởng chung của việc thực hiện Nghị quyết 11/NQ-CP (các dự án giao thông bị tạm dừng, đình hoãn và giãn tiến độ). Tuy nhiên những năm gần đây nhờ việc đẩy mạnh xây dựng hạ tầng giao thông của Chính phủ, ITD đang là nhà thầu đứng vị trí số 1 trong mảng giao thông thông minh, đặc biệt là lĩnh vực thu phí đang chiếm 70 – 80% thị phần. Bên cạnh đó, ITD có khả năng trúng thầu cao, đặc biệt là các dự án ODA do có lợi thế năng lực và kinh nghiệm làm việc với các nhà thầu nước ngoài.

Một số dự án tiêu biểu đã và đang triển khai như sau:

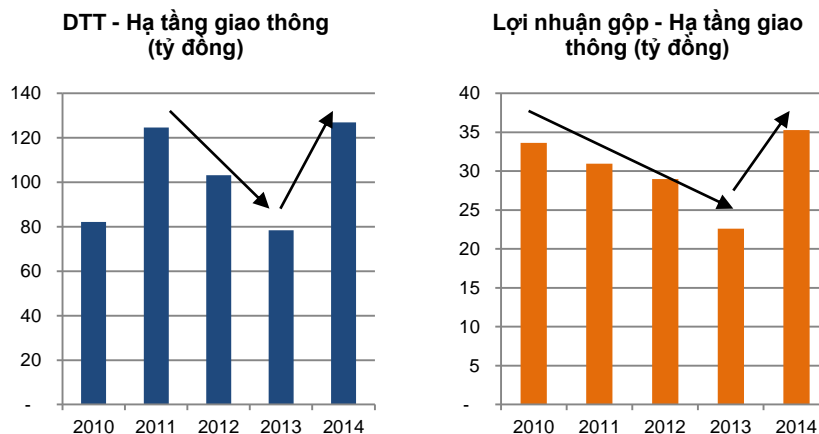
Các dự án tiêu biểu	Giá trị gói thầu tham gia	Mô tả dự án
Dự án ITS cao tốc thành phố Hồ Chí Minh – Trung Lương		Tổng mức đầu tư cả dự án là 38,53 triệu USD, đây là hệ thống giao thông thông minh đầu tiên tại Việt Nam, được đưa vào vận hành ngày 20/03/2015.
Dự án ITS cao tốc Tp.Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây	~ 200 tỷ đồng	Gói thầu đã được thực hiện khoảng 10%. Gói thầu của ITD thuộc hợp đồng cung cấp lắp đặt hệ thống thu phí tự động sử dụng công nghệ DSRC và hệ thống biển báo điện tử. Tổng giá trị gói thầu do liên danh Toshiba – Hitachi – ITOCHU đảm nhiệm là 4 tỷ Yên (khoảng 831 tỷ VND), dự kiến được đưa vào hoạt động trong nửa đầu năm 2017
Dự án hiện đại hóa Trung tâm điều hành vận tải đường sắt	~ 1,43 triệu EUR và 21 tỷ đồng	Sau khoảng thời gian bị chậm 19 tháng (tính đến tháng 8/2014), dự án sẽ được đẩy mạnh trở lại trong năm 2015. Tổng mức đầu tư của dự án là 254,93 tỷ VND

**Trạm thu phí cao tốc Tp. Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây**



<b>Gói thầu EX-13</b> <b>Dự án đường ô tô</b> <b>cao tốc Hà Nội –</b> <b>Hải Phòng</b>	764 tỷ đồng	Giá trị công việc ITD cung cấp chiếm 50,18%. Liên danh đầu thầu gồm có: ITD, Cty SK C&C, CTCP Máy – Thiết bị dầu khí, CTCP Việt Vương.
---	-------------	--

Chúng tôi đánh giá với mức tăng trưởng doanh thu Hạ tầng giao thông 2014 đạt 62,82%yoy, cùng với tốc độ tăng trưởng nhanh của lĩnh vực Xây dựng hạ tầng giao thông, đây sẽ là bước đi chiến lược của ITD trong giai đoạn tới.



(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

### CÁC LĨNH VỰC CÒN LẠI – HOẠT ĐỘNG ỔN ĐỊNH

Chúng tôi đánh giá với ba mảng kinh doanh còn lại là Viễn thông – Tin học, Điện – Điện Công nghiệp và Điện – Điện tử sẽ chỉ hoạt ổn định và giao động quanh mức trung bình như trong giai đoạn 2010 – 2014, cơ hội tăng trưởng mạnh mẽ như lĩnh vực Giao thông thông minh sẽ không cao.

Do cty mẹ GLT đóng góp tới trên 54% LNST hợp nhất của ITD và hoạt động trên cả 3 lĩnh vực kinh doanh còn lại, nên chúng tôi sẽ đề cập đến một số mảng kinh doanh chính của GLT. Hoạt động kinh doanh đóng góp chính cho DT và LN của GLT là:

- Chống sét:** đây là mảng kinh doanh truyền thống và có doanh số cao của GLT. Hiện tại GLT đang là nhà cung cấp chính thức tại Việt Nam của hãng ERICO International Corporation (USA), cung cấp trọn bộ thiết bị chống sét lan truyền gồm kim thu sét phóng điện sớm thế hệ mới, cáp thoát sét chống nhiễu, thiết bị nối đất chống sét - chống nhiễu, thiết bị chống sét trên mạng điện, mạng thông tin liên lạc và điều khiển. GLT có kinh nghiệm 12 năm trong lĩnh vực cung cấp, lắp đặt, bảo trì hệ thống chống sét.
- Máy lạnh chính xác:** được sử dụng trong các phòng thiết bị, trung tâm dữ liệu như tổng đài, máy chủ, switch... Sản phẩm được hoạt động liên tục, điều khiển chính xác nhiệt độ và độ ẩm môi trường xung quanh, đảm bảo an toàn cho thiết bị máy móc trong phòng máy. Hiện GLT đang cung cấp và lắp đặt dòng máy lạnh STULZ (Đức).
- Nguồn / UPS:** là giải pháp cung cấp tạm thời điện năng cho các thiết bị điện khi điện lưới gặp sự cố (mất điện, tăng giảm điện áp,...). GLT đang cung cấp các sản phẩm từ Riello UPS (hãng hàng đầu châu Âu).

## TRIỂN VỌNG LĨNH VỰC GIAO THÔNG THÔNG MINH

Bộ Giao thông Vận tải đang quản lý 67 dự án BOT, BT, PPP lĩnh vực đường bộ với tổng mức đầu tư khoảng 183 nghìn tỷ đồng (đã có 18 dự án được đưa vào khai thác). Dự kiến trong năm 2015 sẽ thu hút thêm khoảng 56 tỷ đồng nguồn vốn BOT vào lĩnh vực xây dựng hạ tầng đường bộ.

Năm 2015 Chính phủ sẽ thực hiện giải ngân cho các dự án đầu tư xây dựng của bộ GTVT là 77.924,6 tỷ đồng (trong đó bao gồm: 6.621,6 tỷ đồng vốn ngân sách nhà nước, 29.323 tỷ đồng vốn trái phiếu Chính phủ và 41.980 tỷ đồng vốn ngoài NSNN).



(Trạm thu phí không dừng)

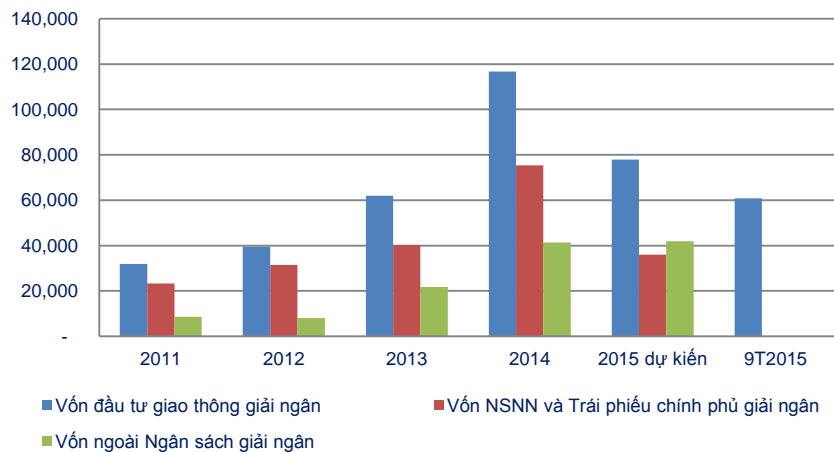
## XÂY DỰNG HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐƯỢC ĐẨY MẠNH

**Đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông – Triển vọng tăng trưởng lớn cho Ngành GTVT:** Trong giai đoạn từ 2011 – 2014, tổng vốn đầu tư hạ tầng giao thông đã giải ngân đạt mức tăng trưởng CAGR = 54,02%, tăng từ mức 31.938 tỷ đồng (2011) lên 116.702 tỷ đồng (2014). Đây là mức cao kỷ lục cho đầu tư giao thông tính đến thời điểm hiện tại, ngoài ra, lũy kế vốn huy động ngoài ngân sách cũng lên tới 178.165 tỷ đồng cho 65 dự án giao thông thời điểm chốt năm 2014.

Theo Phê duyệt Đề án tái cơ cấu Ngành GTVT của Thủ tướng Chính phủ (QĐ 1210/QĐ-TTg ngày 24/07/2014), đến năm 2020 Ngành phải đưa vào khai thác hơn 2.000 km đường cao tốc. Hiện đến năm 2015, trên 600 km đường cao tốc đã được xây dựng, qua đó cho thấy tiềm năng tăng trưởng rất lớn của Ngành giai đoạn 5 năm tới.

Bên cạnh đó, ngoài mô hình BOT (xây dựng – kinh doanh – chuyển giao) mô hình đối tác công tư PPP (Nghị định 15/2015/NĐ-CP về PPP mới ban hành) cũng sẽ góp phần thu hút vốn đầu tư giao thông và phát triển kết cấu hạ tầng giao thông.

Vốn đầu tư Giao thông giải ngân (2011 - 2015)



(Nguồn: Bộ GTVT, BSC tổng hợp)

## GIAO THÔNG THÔNG MINH (ITS) – TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN

**Giao thông thông minh – Phát triển song hành với các dự án Hạ tầng giao thông:** với chiều dài các đoạn đường cao tốc được tăng lên nhanh chóng, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của lĩnh vực Giao thông thông minh sẽ rất khả quan. Theo bộ GTVT, năm 2020 có thể sẽ hoàn thành được 2.200 km đường cao tốc, vượt 200 km so với kế hoạch trong Đề án tái cơ cấu. Bên cạnh đó, ngoài việc phát triển đường cao tốc, Chính phủ cũng phê duyệt đầu tư nâng cấp quốc lộ 1A từ Hà Nội đến Cần Thơ phải hoàn thành trước năm 2016, đầu tư nối thông tuyến đường Hồ Chí Minh và nâng cấp đoạn qua Tây Nguyên,...

Ngoài ra, theo Điều 20 thông tư 90/2014/TT-BGTVT (có hiệu lực thi hành từ ngày 01/03/2015) quy định vận hành khai thác công trình, thiết bị trên đường cao tốc, các công trình bắt buộc phải có quy trình vận hành khai thác Hệ thống giám sát Giao thông thông minh, thiết bị công nghệ điều khiển giao thông. Hiện tại tính trung bình cứ 50km đường bộ sẽ có 1 trạm thu phí (gồm thu phí không dừng, thu phí mở một dừng, thu phí kín), đi kèm

với đó là các hệ thống kiểm soát tải trọng (gồm hệ thống cân động, cân tĩnh, camera giám sát (CCTV), hệ thống điều hành trung tâm).

Vì vậy chúng tôi nhận định lĩnh vực Giao thông thông minh sẽ phát triển mạnh và song hành với chiều dài của các dự án Giao thông.

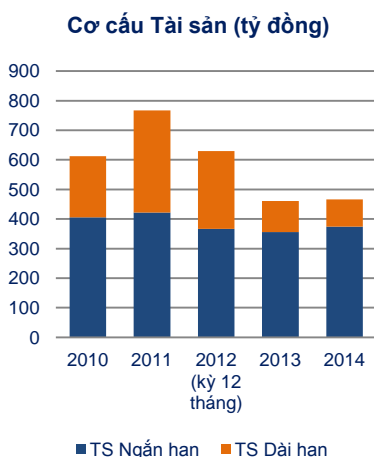
**Số lượng nhà thầu có kinh nghiệm thi công ITS đường cao tốc tại Việt Nam không nhiều.** Hiện tại một số tên tuổi quen thuộc trong mảng phân phối, lắp đặt thiết bị ITS là ITD, Cadpro, ELC (ELC đẩy mạnh mảng cân tải trọng trong năm 2015). Ngoài ra, FPT và Viettel cũng đã bước chân vào lĩnh vực ITS nhưng thực hiện hợp tác phát triển ứng dụng công nghệ với địa phương (FPT) và ứng dụng CNTT vào quản lý giao thông thông qua thuê bao điện thoại di động (Viettel).

**Một số dự án ITS tiêu biểu đã được đưa vào vận hành:**

- **Hệ thống giao thông thông minh đầu tiên của Việt Nam (cao tốc Tp. Hồ Chí Minh – Trung Lương) chính thức vận hành ngày 20/03/2015.** Tổng mức đầu tư của dự án là 38,5 triệu USD, dọc tuyến 40km cao tốc có 38 camera theo dõi giao thông (gồm camera thể hiện trạng thái giao thông trên đường, nhận dạng xe, quan sát điều khiển làn xe,...).
- **Dự án thu phí không dừng và kiểm soát tải trọng xe trên QL1 và đường Hồ Chí Minh đoạn qua Tây Nguyên:** Dự án được thực hiện thí điểm tại 3 trạm từ ngày 30/04/2015 trước khi áp dụng đại trà tại 35 trạm thu phí trên QL1 (Thanh Hóa – Cần Thơ) và QL14 (đường Hồ Chí Minh đoạn qua Tây Nguyên). Dự án gồm hệ thống thu phí không dừng (sử dụng thẻ E-tag dán trên xe) kết hợp với hệ thống cân động công nghệ cảm biến thạch anh giúp việc quản lý giao thông hiệu quả và tiết kiệm hơn.

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Niên độ tài chính của ITD bắt đầu từ 01/04 đến 31/03 hằng năm. Công ty bắt đầu thực hiện niên độ tài chính này từ năm tài chính 2012.

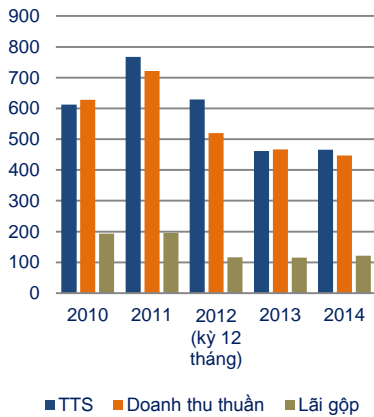


ITD bắt đầu gặp khó khăn từ năm 2012 khi dự án QEC thất bại, dẫn đến hoạt động doanh nghiệp có nhiều thay đổi và kết quả kinh doanh suy giảm. Tính từ năm 2011, LNST của ITD giảm từ mức 78,38 tỷ đồng (BLN thuần 10,87%) xuống chỉ còn 21,81 tỷ đồng năm 2013 (BLN thuần 4,68%). Tuy nhiên, tình hình tài chính doanh nghiệp bắt đầu chuyển dịch khả quan từ năm 2014 do ITD gần như đã hoàn thành trích lập các khoản rủi ro tài chính, cùng với đó hoạt động kinh doanh cốt lõi có nhiều khởi sắc.

Chúng tôi sẽ tập trung phân tích tình hình tài chính của ITD trên những điểm chính sau (1) Khả năng thanh toán, (2) Cơ cấu vốn, (3) Khả năng sinh lời và (4) Dự phòng các rủi ro tài chính.

**Khả năng Thanh toán – Ở mức An toàn:** Chúng tôi đánh giá ITD có thanh khoản tài chính tốt. Trong giai đoạn 2010 – 2014, hệ số thanh toán ngắn hạn đều ở mức cao, khoảng từ 1,45 đến 2,22. Hệ số thanh toán nhanh cũng ở mức khá an toàn với trung bình 5 năm đạt 1,15.

**Cơ cấu Vốn – Đang trong quá trình Tái cơ cấu:** Cơ cấu Tài sản có sự chuyển dịch từ tài sản dài hạn sang tài sản ngắn hạn, quá trình này diễn ra trong giai đoạn 2012 – 2013 khi tỷ trọng TS ngắn hạn trên TTS tăng từ 58% lên mức 77% năm 2013 và đạt 80% năm 2014. Nguyên nhân do tại ngày 31/03/2014 Tập đoàn có đánh giá lại các tài sản của QEC trên cơ sở chấm dứt hoạt động gồm Tài sản được phân loại chờ thanh lý (57,09 tỷ đồng) và Nợ phải trả tương ứng (51,61 tỷ đồng). Toàn bộ giá trị này đều được đưa về Tài sản ngắn hạn và Nợ ngắn hạn theo quy định.

**TTS - DTT - Lãi gộp (Tỷ đồng)**


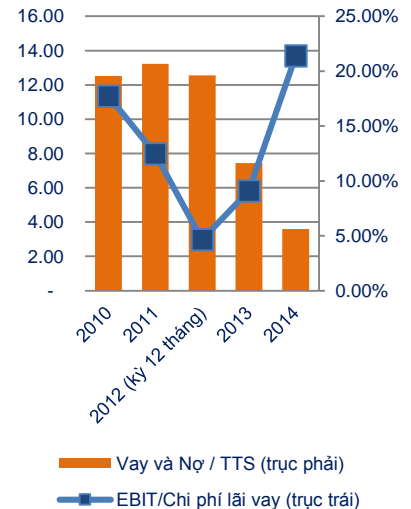
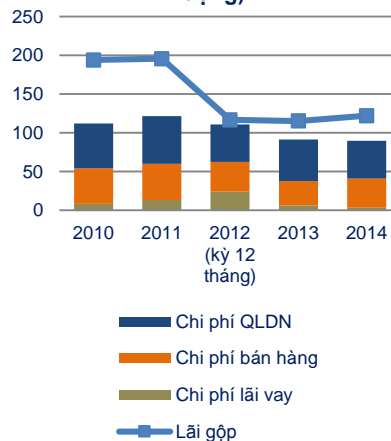
(Nguồn: ITD, BSC tổng hợp)

Bên cạnh đó, khoản Vay và Nợ cũng được cơ cấu giảm, tỷ lệ Vay và Nợ ngắn hạn / Dài hạn trên TTS giảm từ 19,56% (2010) xuống mức 11,63% (2013). Đặc biệt năm tài chính 2014, ITD đã cơ cấu lại nợ dài hạn, vay ngân hàng giảm từ 33 tỷ (01/04/2014) về 0 đồng (31/03/2015), lãi suất vay được tiết giảm từ 6,35 tỷ đồng (1,36% DTT) xuống chỉ còn 3,25 tỷ đồng (0,73% DTT).

**Khả năng sinh lời – Biên lợi nhuận Cải thiện:** Trong giai đoạn 5 năm (2010 – 2014), doanh thu thuần của ITD sụt giảm đáng kể do hoạt động kinh doanh của QMC và QEC gặp khó khăn. Hiện Toàn Cầu (GLT) và công ty mẹ ITD có đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của cả tập đoàn.

Đáng chú ý, mặc dù những năm gần đây DTT liên tục giảm nhưng biên lợi nhuận của ITD đã có sự cải thiện. Biên lợi nhuận gộp tăng từ mức đáy 22,47% năm 2012 lên 24,7% (2013) và đạt 27,35% năm 2014 (tương đương mức BLN gộp năm 2011 – thời điểm trước khi ITD khó khăn).

Cùng với các khoản Vay và Nợ được cơ cấu giảm, khả năng thanh toán chi phí lãi vay (Interest coverage ratio) cũng tăng mạnh, tăng từ 2,98 (2012) lên 13,69 (2014).

**Tỷ lệ chi phí hoạt động (tỷ đồng)**


(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

**Trích lập dự phòng gần như 100% các khoản rủi ro tài chính từ QMC và QEC:** Như đã trình bày phía trên, hiện công ty mẹ ITD đã trích lập dự phòng 100% các khoản đầu tư ngắn hạn, các khoản phải thu khác với đối tượng là CTCP Thiết bị điện Thạch Anh (QEC) và CTCP Cơ điện Thạch Anh (QMC). Với các khoản đầu tư tài chính dài hạn, ITD cũng trích lập gần như hoàn toàn các khoản rủi ro. Do đó, chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của ITD đã về mức khá an toàn.

**Trong năm 2015, ITD đã phát hành tăng vốn điều lệ theo hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu và ESOP.** ITD đã tăng vốn điều lệ lên mức 153,25 tỷ đồng theo hình thức (1) Phát hành cổ phiếu trả cổ tức năm 2014 với tỷ lệ 15% (giá trị phát hành 1.915.301 cổ phiếu) và (2) Phát hành theo chương trình ESOP với 638.480 cổ phần (~ 6,38 tỷ đồng).



CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH	2010	2011	2012	2013	2014
<b>1. Chỉ tiêu về khả năng thanh toán</b>					
+ Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.70	1.45	1.66	2.22	1.77
+ Hệ số thanh toán nhanh	1.16	0.88	1.06	1.42	1.24
+ Khả năng thanh toán tức thời	0.21	0.17	0.43	0.25	0.26
<b>2. Chỉ tiêu về cơ cấu vốn</b>					
+ Tài sản Ngắn hạn/ Tổng tài sản	0.66	0.55	0.58	0.77	0.80
+ Tài sản Dài hạn/ Tổng tài sản	0.34	0.45	0.42	0.23	0.20
+ Hệ số Nợ/ Tổng tài sản	0.49	0.50	0.45	0.46	0.47
+ Nợ ngắn hạn/TTS	0.39	0.38	0.35	0.35	0.45
+ Nợ dài hạn/TTS	0.10	0.12	0.10	0.11	0.02
<b>3. Chỉ tiêu về năng lực hoạt động</b>					
+ Vòng quay hàng tồn kho		4.49	4.13	4.28	6.92
+ Vòng quay các khoản phải thu		3.91	4.25	3.64	3.42
+ Vòng quay các khoản phải trả		5.99	5.96	7.43	8.99
Số ngày hàng tồn kho		81.31	88.46	85.30	52.76
Số ngày khoản phải thu		93.43	85.83	100.38	106.81
Số ngày khoản phải trả		60.96	61.29	49.11	40.60
<b>4. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời</b>					
+ Hsố lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần (%)	10.84%	10.87%	4.52%	4.68%	7.35%
+ Hsố lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu (%)	35.70%	35.35%	13.38%	11.02%	16.45%
+ Hệ số lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	11.12%	10.22%	4.60%	4.73%	7.06%
+ Hệ số lợi nhuận từ HĐKD/Doanh thu thuần	13.51%	11.67%	6.47%	5.26%	8.87%
<b>5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)</b>					
Hệ số Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	3.21	3.46	2.91	2.33	2.33
Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản	1.03	0.94	1.02	1.01	0.96
Hệ số Lãi trước thuế, lãi suất/Doanh thu	0.15	0.15	0.13	0.08	0.10
Hệ số lãi trước thuế/Lãi trước thuế, lãi suất	0.91	0.87	0.62	0.83	0.93
Hệ số lãi ròng/Lãi trước thuế	0.78	0.85	0.56	0.71	0.80
<b>ROE</b>	<b>35.70%</b>	<b>35.35%</b>	<b>13.38%</b>	<b>11.02%</b>	<b>16.45%</b>

(Nguồn: BCTC ITD, BSC tổng hợp)

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2015 chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của ITD sẽ có nhiều chuyển biến tích cực nhờ lĩnh vực Giao thông thông minh, chúng tôi giả định mảng kinh doanh này sẽ có doanh thu tăng trưởng 60% so với doanh thu 2014 nhờ doanh thu ghi nhận thêm từ dự án Tp.Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây, dự án cao tốc Hà Nội – Hải Phòng và một số dự án ITS khác.

Các mảng kinh doanh còn lại là Điện – Điện tử, Viễn thông – Tin học, Điện – Điện Công nghiệp, chúng tôi dự đoán sẽ không có nhiều đột biến về kết quả kinh doanh như lĩnh vực Giao thông thông minh, và dự báo tăng trưởng doanh thu ở mức 5%yoy trong năm 2015.

Dự báo DTT 2015 hợp nhất sẽ đạt 544,19 tỷ đồng, với mức biên 27,91% của cả tập đoàn, LN gộp 2015 ước đạt 151,87 tỷ đồng. LNST cổ đông công ty mẹ 2015 là 32,54 tỷ đồng tương ứng với EPS 2015 = 2.123 đồng/cp.

**Giai đoạn 2016 – 2019**, với đề án cơ cấu lại ngành GTVT và mục tiêu phát triển đường cao tốc (tốc độ tăng trưởng CAGR = 27,23% tăng từ 600km lên 2000km), cùng với phát triển song song đường quốc lộ và các đường nối liền trên toàn quốc, chúng tôi giả định ở mức thận trọng lĩnh vực Giao thông thông minh của ITD sẽ tiếp tục tăng trưởng 5 - 10% mỗi năm. Ngoài ra các mảng kinh doanh còn lại sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 5%. Dự kiến đến năm 2019, ITD sẽ đạt doanh thu thuần 673,49 tỷ đồng.

*Những giả định chúng tôi sử dụng trong quá trình dự báo KQKD đều được căn cứ dựa trên chiến lược phát triển của ITD cũng như những dữ liệu trong quá khứ. Chúng tôi đặt giả định với quan điểm cẩn trọng.*



## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với hai phương pháp định giá là FCFF và PE, chúng tôi đặt trọng số mỗi phương pháp là 50 – 50 để xác định mức giá hợp lý trên 1 cổ phiếu ITD là 20.664 đồng/cp.

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	7.20%
beta	0.65
ke	10.61%
kd	9.50%
E/A	55.47%
D/A	44.53%
Tax rate	22%
WACC	8.93%
g	3.00%

(Nguồn: BSC)

**Quan điểm đầu tư:** Chúng tôi khuyến nghị Mua trung và dài hạn cổ phiếu ITD với giá hợp lý là 20.664 đồng/cp, tăng 22,27% so với mức giá đóng cửa ngày 21/10/2015.

### Định giá theo phương pháp FCFF:

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF theo 2 giai đoạn là 2015 – 2019 và giai đoạn sau năm 2019.

Giai đoạn 1 (2015 – 2019): Giai đoạn này chúng tôi nhận định doanh thu, lợi nhuận của Tập đoàn sẽ tăng trưởng tốt nhờ triển vọng của mảng Giao thông thông minh (kỳ vọng tăng trưởng 5 - 10% doanh thu mỗi năm). Các mảng kinh doanh còn lại sẽ không có nhiều đột biến.

Giai đoạn 2 (sau năm 2019): ở giai đoạn dài hạn, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của ITD là 3%.

Theo phương pháp định giá FCFF, giá trị hợp lý trên 1 cổ phiếu ITD sẽ là 21.156 đồng.

### Định giá theo phương pháp PE:

Xét trong nhóm các doanh nghiệp ngành CNTT Viễn thông niêm yết trên HSX và HNX, PE trung vị của nhóm là khoảng 9,77, mức vừa phải so với tình hình thị trường hiện nay.

Với EPS 2015 ước tính đạt 2.123 đồng và chúng tôi lấy mức PE để định giá là 9,50, mức giá hợp lý cho một cổ phiếu ITD sẽ là 20.173 đồng/cp.

### Tổng hợp 2 phương pháp định giá:

Chúng tôi đặt trọng số mỗi phương pháp là 50 – 50 để xác định mức giá hợp lý trên 1 cổ phiếu ITD là 20.664 đồng/cp.

**PHỤ LỤC 1**
**Định giá cổ phiếu ITD theo phương pháp FCFF**

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		7.43%	7.93%	8.43%	8.93%	9.43%	9.93%	10.43%
	0.5%	20,347	19,352	18,476	17,697	17,000	16,370	15,799
	1.0%	21,167	20,049	19,074	18,215	17,451	16,766	16,149
	1.5%	22,126	20,855	19,758	18,802	17,959	17,209	16,538
	2.0%	23,260	21,795	20,549	19,473	18,535	17,708	16,973
	2.5%	24,625	22,909	21,472	20,249	19,195	18,274	17,462
<b>Giá cổ phần</b>	<b>3.0%</b>	26,298	24,249	22,566	<b>21,156</b>	19,956	18,921	18,018
	3.5%	28,396	25,891	23,881	22,230	20,847	19,670	18,654
	4.0%	31,105	27,951	25,493	23,521	21,901	20,544	19,389
	4.5%	34,737	30,610	27,515	25,104	23,169	21,579	20,247
	5.0%	39,861	34,175	30,125	27,088	24,723	22,824	21,264
	5.5%	47,635	39,205	33,625	29,651	26,671	24,350	22,486

(Nguồn: BSC dự báo)

**PHỤ LỤC 2 – Dự báo kết quả kinh doanh**

Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>3. Doanh số thuần</b>	<b>448.02</b>	<b>544.19</b>	<b>581.79</b>	<b>610.88</b>	<b>641.42</b>	<b>673.49</b>
4. Giá vốn hàng bán	325.51	392.32	423.57	444.75	466.99	490.34
<b>5. Lãi gộp</b>	<b>122.51</b>	<b>151.87</b>	<b>158.22</b>	<b>166.13</b>	<b>174.43</b>	<b>183.16</b>
6. Thu nhập tài chính	8.10	6.65	6.40	6.52	6.46	6.49
7. Chi phí tài chính	3.80	6.76	6.11	5.91	5.47	5.16
- Trong đó: Chi phí lãi vay	3.24	5.54	5.21	4.85	4.49	4.14
8. Chi phí bán hàng	37.54	43.54	45.96	48.26	50.67	53.21
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	49.53	54.42	58.18	60.48	62.86	66.00
10. Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	39.75	53.81	54.36	58.00	61.89	65.28
11. Thu nhập khác	3.90	2.90	4.08	3.77	4.23	4.30
12. Chi phí khác	2.43	1.54	2.40	2.13	2.44	2.46
13. Thu nhập khác, ròng	1.47	1.35	1.68	1.64	1.79	1.85
13b. Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-	-	-
14. Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	41.22	55.16	56.04	59.65	63.68	67.12
15. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	8.41	12.14	11.21	11.93	12.74	13.42
16. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	0.10	-	-	-	-	-
17. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	8.31	12.14	11.21	11.93	12.74	13.42
<b>18. Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>32.91</b>	<b>43.03</b>	<b>44.83</b>	<b>47.72</b>	<b>50.94</b>	<b>53.70</b>
Hoạt động không liên tục	(13.12)	-	-	-	-	-
LNST từ HĐ Liên tục và không liên tục	19.80	43.03	44.83	47.72	50.94	53.70
19. Lợi ích cổ đông thiểu số	9.30	10.48	10.97	11.48	12.02	12.58
20. Cổ đông của Công ty mẹ	10.49	32.54	33.86	36.24	38.93	41.12
21. Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	822	2,123				

(Nguồn: BSC dự báo)

**PHỤ LỤC 3 – Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>TÀI SẢN</b>						
A. Tài sản ngắn hạn	373.35	378.15	427.87	467.56	502.05	517.47
I. Tiền và tương đương tiền	55.10	67.81	101.58	126.70	147.32	147.41
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	53.55	53.55	53.55	53.55	53.55	53.55
III. Các khoản phải thu	153.74	186.25	198.69	208.85	219.18	230.20
IV. Hàng tồn kho, ròng	40.14	50.12	53.58	56.26	59.07	62.03
V. Tài sản lưu động khác	13.72	20.42	20.46	22.20	22.93	24.28
Tài sản được phân loại lại chờ thanh lý	57.09					
B. Tài sản dài hạn	92.89	87.14	83.57	90.06	105.15	142.23
I. Phải thu dài hạn						
II. Tài sản cố định	81.83	78.11	74.71	81.56	96.92	134.32
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	1.48					
IV. Đầu tư dài hạn	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
V. Tài sản dài hạn khác	6.38	6.12	6.25	6.19	6.22	6.20
Lợi thuế thương mại	2.02	1.72	1.42	1.12	0.82	0.52
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>466.24</b>	<b>465.29</b>	<b>511.43</b>	<b>557.62</b>	<b>607.20</b>	<b>659.70</b>
<b>NGUỒN VỐN</b>						
A. Nợ phải trả	221.21	207.18	213.93	218.17	222.80	227.90
I. Nợ ngắn hạn	210.92	176.67	188.53	197.70	207.34	217.46
II. Nợ dài hạn	10.29	30.52	25.41	20.46	15.46	10.44
B. Vốn chủ sở hữu	200.03	207.86	241.77	277.98	316.92	358.03
I. Vốn và các quỹ	200.03	207.86	241.77	277.98	316.92	358.03
II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác						
C. Lợi ích cổ đông thiểu số	45.01	50.25	55.74	61.48	67.48	73.77
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>466.24</b>	<b>465.29</b>	<b>511.43</b>	<b>557.62</b>	<b>607.20</b>	<b>659.70</b>

(Nguồn: BSC dự báo)

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN****Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

