

# CTCP CÔNG NGHỆ TIÊN PHONG (ITD - HOSE)

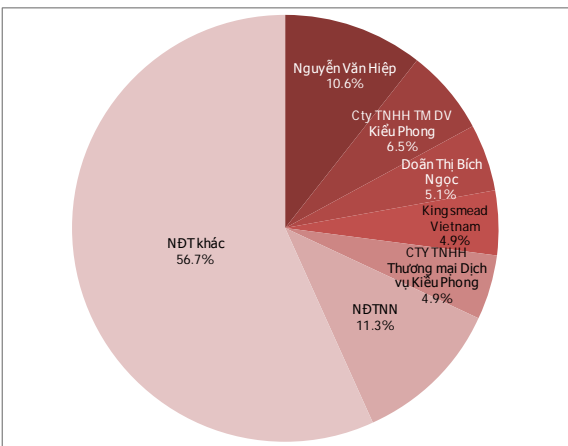
**Khuyến nghị: GIỮ**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND)	21,100
Giá mục tiêu (VND)	23,400
Tiềm năng tăng/giảm (%)	10.9
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	20.6
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	82.4
Tăng trưởng giá so với VNI- (%)	77.9
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	323.3
SL CP lưu hành (triệu cp)	15.3
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	5.7
P/E Forward (x)	6.2
P/B (x)	1.4
P/E VN-Index (x)	13.1

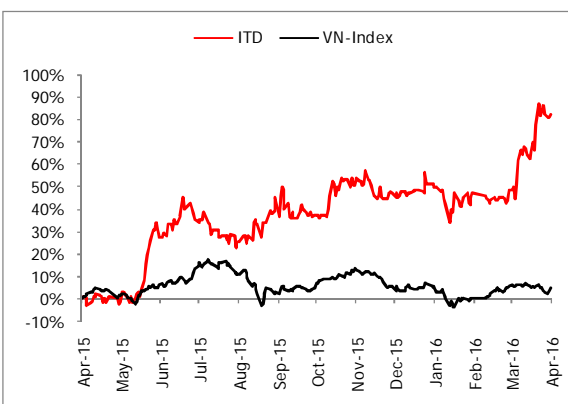
Nguồn: ITD, MSI

## Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 04/2016)



Nguồn: ITD, MSI

## Tăng trưởng cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MSI

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

CTCP Công nghệ Tiên Phong (ITD) tiền thân là Trung tâm Ứng dụng Công nghệ Tin học và Điều khiển (CATIC), được thành lập năm 1994 và chính thức niêm yết vào năm 2011. Qua hơn 22 năm phát triển, ITD đã trở thành một tập đoàn với 9 công ty con, trong đó có 6 công ty đầu tư trực tiếp và 3 công ty đầu tư gián tiếp, hoạt động chuyên sâu trong lĩnh vực kỹ thuật cao, bao gồm điện, điện tử, tự động, viễn thông, tin học, cơ điện ...

Trong thời gian vừa qua, ITD là Công ty đã đẩy mạnh xây dựng và phát triển các giải pháp tích hợp trong 4 lĩnh vực kinh doanh chính của Tập đoàn, qua đó tạo ra nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định: (1) Giao thông thông minh - ITS, (2) Giải pháp viễn thông tin học - ICT, (3) Điện tự động - EC&I, (4) Hạ tầng kỹ thuật điện - ETI.

ITD đang là nhà thầu hàng đầu trong lĩnh vực giao thông thông minh, chiếm 70%-80% thị phần mảng thu phí. Do có kinh nghiệm làm việc với các nhà thầu nước ngoài, ITD có lợi thế rất lớn khi tham gia đấu thầu cho các dự án lớn và dự án ODA. Một số dự án ITS tiêu biểu có thể kể đến như: dự án cao tốc TP.HCM - Trung Lương, dự án cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây, dự án hiện đại hoá Trung tâm điều hành vận tải đường sắt Việt Nam, gói thầu EX-13 dự án đường ô tô cao tốc Hà Nội - Hải Phòng.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Hiện tính trên lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại 15,3 triệu cổ phiếu, có 3 cổ đông lớn nhất lần lượt là ông Nguyễn Văn Hiệp với 10,6% cổ phần, CT TNHH TM DV Kiểu Phong nắm giữ 6,5% cổ phần, và bà Doãn Thị Bích Ngọc - Thành viên HĐQT ITD- giữ 5,1% cổ phần. Các nhà đầu tư nước ngoài đang sở hữu tổng cộng 16,2% cổ phần của ITD. 56,7% cổ phần còn lại do các cổ đông khác nắm giữ.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

ITD ghi nhận tăng trưởng cao trong giai đoạn 2007-2010 với đóng góp từ 2 mảng chính là kinh doanh dịch vụ và tích hợp hệ thống. Tuy nhiên, Công ty đã gặp khó khăn trong giai đoạn khó khăn trong giai đoạn 2011-2014, do kinh doanh thua lỗ tại công ty Thiết bị điện Thạch Anh (QEC) khi hợp tác cùng Artech (Tây Ban Nha) triển khai dự án xây dựng nhà máy để chuyển giao công nghệ thiết bị đo điện. Hiện ITD đang tiến hành các thủ tục phá sản QEC và đã trích lập đầy đủ dự phòng rủi ro cho dự án này. Lợi nhuận sụt giảm mạnh, đến năm 2013 chỉ còn bằng 1/5 lợi nhuận năm 2009.

Chúng tôi cho rằng sau giai đoạn tái cơ cấu hoạt động kinh doanh và định hướng tập trung vào 3 mảng kinh doanh cốt lõi là thu phí tự động (ITS), hạ tầng kỹ thuật điện (ETI) và Smart Security (ICT) sẽ là động lực tăng trưởng của ITD trong 3 năm tới. Trong đó, mảng ITS sẽ có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào việc Chính phủ đang tập trung đầu tư phát triển hạ tầng giao thông Việt Nam và việc tích hợp hệ thống trạm thu phí không dừng ETC sẽ là xu hướng chung trong việc hoàn thiện hạ tầng trong tương lai.

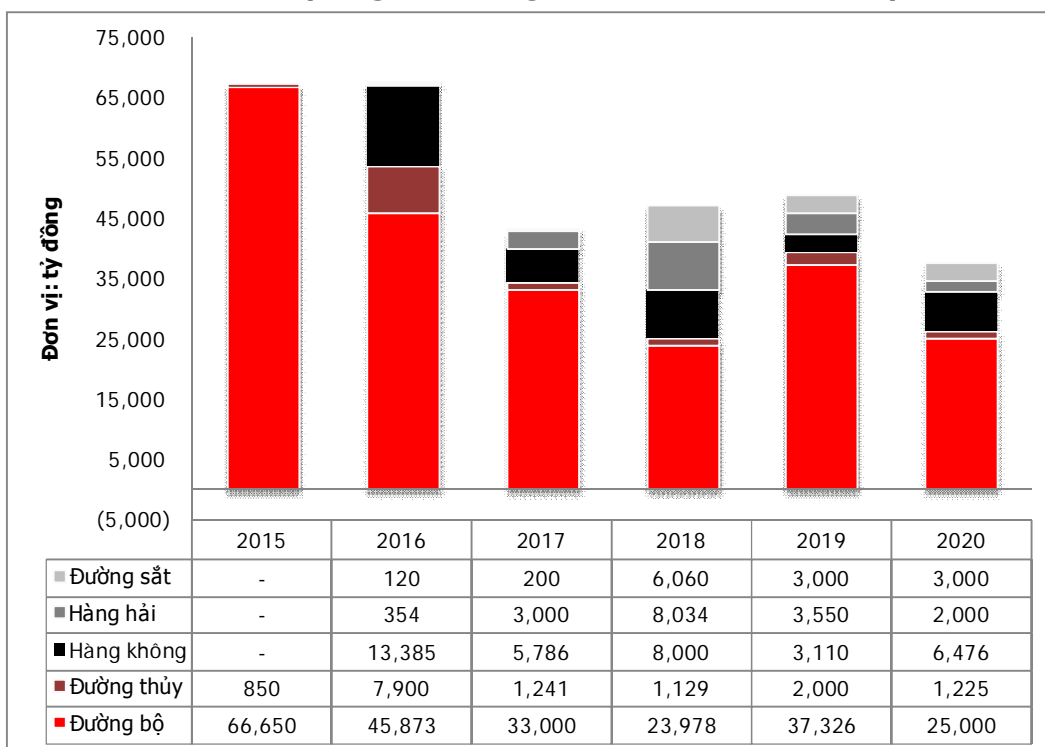
**ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG GIAO THÔNG TẠI VIỆT NAM**

Theo tính toán của Bộ GTVT, tổng nhu cầu vốn đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng giao thông Việt Nam giai đoạn 2016-2020 ước tính khoảng 1.015.000 tỷ đồng (khoảng 48 tỷ USD, là nhu cầu vốn đầu tư cho các công trình giao thông do Bộ GTVT, các Tổng công ty nhà nước quản lý và các công trình chủ yếu tại Hà Nội, TP.HCM). Trong đó, đường bộ có nhu cầu khoảng 651.000 tỷ đồng, đường sắt khoảng 119.000 tỷ đồng, hàng không khoảng 101.000 tỷ đồng, hàng hải 68.000 tỷ đồng và đường thủy nội địa hơn 33.000 tỷ đồng.

Ngày 24/7/2014, Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng đã ký quyết định Phê duyệt Đề án Tái cơ cấu Ngành GTVT, trong đó, đề án yêu cầu lĩnh vực đường bộ đến năm 2020 tập trung đầu tư xây dựng và hoàn thành 2.000 km đường cao tốc. Theo Bộ GTVT, tính đến thời điểm hiện tại, cả nước đã hoàn thành và đưa vào khai thác 746 km đường cao tốc trên 12 tuyến. Vụ Kế hoạch và Đầu tư cho biết ngoài 746 km đường cao tốc đã đưa vào khai thác, 9 tuyến cao tốc khác dài 525 km đang thi công với tổng mức đầu tư 133.500 tỷ đồng. Ngoài ra, 5 dự án cao tốc với tổng chiều dài 247 km đã xác định được nguồn vốn với tổng mức đầu tư 5.600 tỷ đồng gồm: Vành đai 3 Hà Nội đoạn Mai Dịch - Nam Thăng Long, cao tốc Hà Nội - Lạng Sơn đoạn TP Lạng Sơn - Cửa khẩu Hữu Nghị, cao tốc Dầu Giây - Phan Thiết, cao tốc Vân Đồn - Móng Cái, tuyến Vành đai 3 Tân Vạn - Nhơn Trạch. Đến cuối năm 2018, cả nước sẽ có 1.518 km đường cao tốc được đưa vào khai thác.

Bộ GTVT đang tập trung triển khai phương án đầu tư hàng loạt tuyến cao tốc mới theo hình thức xã hội hoá (PPP), trong đó ưu tiên đầu tư các đoạn tuyến cao tốc Bắc-Nam phía Đông, tuyến cao tốc nối với cảng biển, cửa khẩu quốc tế.

Cụ thể, có 11 dự án cao tốc với chiều dài 643km với tổng mức đầu tư là 109,5 nghìn tỷ đồng dự kiến được đầu tư theo hình thức PPP có hỗ trợ của Nhà nước. Như vậy, nếu tất cả các tuyến này được đầu tư xây dựng, đến năm 2020, cả nước sẽ có 2.161 km đường cao tốc được đưa vào khai thác.

**Nhu cầu vốn đầu tư Hạ tầng Giao thông từ 2015-2020 theo lĩnh vực**

Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải

2010-2015	2015-2020	2020-2030
<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Thống nhất tiêu chuẩn hoá hệ thống ITS toàn quốc.</li> <li>+ Quy hoạch và xây dựng các trung tâm điều hành và kiểm soát GT tại 3 khu vực Bắc, Trung, Nam.</li> <li>+ Kiểm soát thông tin trên đường tập trung vào các điểm xung yếu.</li> <li>+ Thông tin tắc nghẽn giao thông do sự cố.</li> <li>+ Hỗ trợ và điều hành giao thông trong trường hợp có sự cố.</li> <li>+ Trao đổi dữ liệu giữa các Trung tâm điều hành để thực hiện việc thông tin, kiểm soát giao thông.</li> <li>+ Thu phí không dừng và một dừng tại đảo thu phí.</li> <li>+ Xây dựng hệ thống cân động lực để kiểm soát xe quá tải.</li> <li>+ Trao đổi dữ liệu về các cân động để điều chỉnh tình trạng xe chờ quá tải.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Thông tin tắc nghẽn giao thông (do và không do sự cố).</li> <li>+ Thông tin về thời gian đi lại.</li> <li>+ Thông tin về thời tiết và tình trạng mặt đường.</li> <li>+ Hỗ trợ kiểm soát và điều hành giao thông.</li> <li>+ Giám sát xe nặng, xe vận chuyển hàng nguy hiểm.</li> <li>+ Trao đổi dữ liệu giám sát xe tải giữa các trung tâm.</li> <li>+ Cung cấp các thông tin về xe Bus.</li> <li>+ Trao đổi thông tin về xe Bus từ trung tâm đến trung tâm.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Thông tin về sự cố và tắc nghẽn thông qua giám sát liên tục trên toàn tuyến.</li> <li>+ Thu phí không dừng và cho phép xe chạy suốt (Free Flow).</li> <li>+ Thu phí đỗ xe và đỗ xe để đi xe Bus.</li> <li>+ Trao đổi thông tin về thu phí đỗ xe và đi xe Bus giữa các trung tâm điều hành đường bộ</li> <li>+ Phối hợp xác định tình trạng đường tại các khu đô thị lớn.</li> </ul>

**TỔNG QUAN VỀ GIAO THÔNG THÔNG MINH (ITS)**

Giao thông thông minh - ITS là sự tích hợp giữa cơ sở hạ tầng GTVT và công nghệ thông tin hỗ trợ quản lý, vận hành hạ tầng giao thông một cách hiệu quả và đảm bảo an toàn giao thông, giảm thời gian và tiết kiệm chi phí đi lại. Hiện nay, ITS đã được ứng dụng ở nhiều nước tiên tiến trên thế giới và trong khu vực với các ứng dụng tiện ích chủ yếu như: Tổ chức mạng lưới thông tin giữa các trung tâm điều hành giao thông, thông tin điều hành và kiểm soát giao thông trên đường, thu phí không dừng (ETC), kiểm soát xe tải trọng nặng, thông tin về tắc nghẽn và sự cố, thông tin về thời tiết và tình trạng mặt đường, thông tin về thời gian đi lại, hỗ trợ thông tin về xe Bus, cung cấp thông tin về nơi đỗ xe và thu phí điểm đỗ xe.

Ở Việt Nam, ITS đã bắt đầu được triển khai ứng dụng trong những năm gần đây và đã đạt được những kết quả ban đầu hết sức tích cực. Các giải pháp ứng dụng ITS phổ biến tại Việt Nam hiện nay chủ yếu là thu phí, giám sát hành trình, đếm, phân loại phương tiện giao thông tự động, hệ thống bảng thông báo điện tử, kiểm soát xe quá tải, quá khổ, ... Theo quy hoạch Hệ thống giao thông đường bộ Việt Nam, việc nâng cấp, xây dựng và phát triển hệ thống đường quốc lộ được quan tâm và ưu tiên thực hiện. Trong quá trình đó, việc ứng dụng ITS cũng được chú trọng và khẩn trương tiến hành nhằm xây dựng hệ thống giao thông an toàn, bền vững. Việt Nam đã có Lộ trình ứng dụng ITS, do Bộ GTVT ban hành, được chia làm 3 giai đoạn: 2010-2015, 2015-2020 và 2020-2030. Mục tiêu của lộ trình này là: Tiêu chuẩn hoá ITS toàn quốc, quy hoạch và xây dựng các trung tâm điều hành và kiểm soát giao thông tại 3 khu vực Bắc, Trung, Nam, và xây dựng hoàn thiện các ứng dụng, các hệ thống ITS con.

Hệ thống thu phí điện tử không dừng (Electronic Toll Collection - ETC) là một trong những nội dung nghiên cứu quan trọng của ITS. Ứng dụng của ETC có ý nghĩa quan trọng trong việc giảm thiểu ách tắc giao thông tại các trạm thu phí, hiện đại hóa các trạm thu phí thủ công ở nước ta. Hiện nay, trên các tuyến quốc lộ có gần 100 trạm thu phí (chưa tính các đoạn đường tránh) đang thu phí và sẽ thu phí khi các dự án BOT hoàn thành và đưa vào sử dụng. Cụ thể, có 45 trạm thu phí đang thu phí hoàn vốn cho các dự án BOT và 51 trạm thu phí chưa thu, nhưng đã thống nhất ký hợp đồng BOT và sẽ thu phí cho các dự án BOT sau khi hoàn thành trong khoảng từ nay đến năm 2018. Tuy nhiên hầu hết các trạm này chưa triển khai làn thu phí tự động không dừng (ETC), còn các trạm đã triển khai hệ thống ETC lại sử dụng các công nghệ khác nhau (công nghệ DSRC sử dụng OBU và công nghệ RFID sử dụng thẻ Etag). Việt Nam đã và đang triển khai nhiều công nghệ thu phí tự động không dừng, nhưng chủ yếu là ba công nghệ: DSRC 5.8Ghz passive (thụ động), DSRC 5.8Ghz Active (chủ động) và RFID passive (thụ động). Do đó, việc tích hợp công nghệ, kết nối và chia sẻ thông tin giữa các trạm thu phí gặp rất nhiều khó khăn.

Để giải quyết các tồn tại nêu trên, Bộ GTVT đã kiến nghị với Chính phủ và được Thủ tướng đồng ý chủ trương cho phép Bộ GTVT triển khai các trạm ETC theo công nghệ RFID sử dụng thẻ eTag trên các tuyến đường cao tốc và quốc lộ trên toàn quốc nhằm thống nhất một công nghệ (RFID) và khả năng liên thông giữa các trạm. Đối với các trạm thu phí đang sử dụng công nghệ DSRC, cần dịch chuyển sang công nghệ RFID để thống nhất việc sử dụng RFID theo định hướng chung của Bộ GTVT.

Bộ GTVT đã chốt tiến độ thực hiện triển khai lắp đặt hệ thống thu phí tự động không dừng trên QL1 và đường Hồ Chí Minh qua Tây Nguyên trước ngày 30/06/2016 và chính thức vận hành từ 01/07/2016. Theo đó, đến ngày 01/07 tới đây, toàn bộ các trạm thu phí trên QL 1 và đường Hồ Chí Minh đoạn qua Tây Nguyên phải triển khai tối thiểu 50% số làn thu phí tự động không dừng (ETC); phần đầu đến cuối năm 2018 toàn bộ các trạm chỉ có làn ETC (vẫn có barrier) và hết năm 2020 sẽ bỏ barrier tại các trạm thu phí. Ngoài ra, trong thời gian gần đây, Tổng công ty Đầu tư và Phát triển đường cao tốc Việt Nam (VEC) cũng đề xuất Bộ GTVT cho phép triển khai hệ thống trạm thu phí tự động không dừng theo công nghệ RFID trên 2 tuyến cao tốc Nội Bài-Lào Cai và Cầu Giẽ-Ninh Bình theo hình thức PPP.

Như vậy, với tốc độ phát triển hạ tầng giao thông tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng lĩnh vực Giao thông thông minh là rất lớn, tỷ lệ thuận chiều dài của các công trình giao thông đang triển khai.

## **TRIỂN VỌNG KINH DOANH**

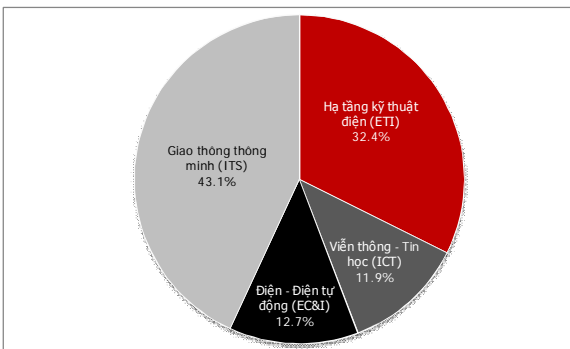
### **Mảng Giao thông thông minh (ITS)**

ITD là công ty hàng đầu trong lĩnh vực thu phí tự động, chiếm khoảng 70% thị phần mảng giải pháp thu phí tại Việt Nam và hệ thống thu phí bán tự động của Công ty đã trở thành tiêu chuẩn áp dụng trên toàn quốc. Hiện tại, ITD đang hợp tác cùng Vietinbank triển khai các hệ thống thu phí không dừng cho các trạm thu phí. Trong thời gian vừa qua, Công ty mẹ Tiên Phong tiếp tục đẩy mạnh đầu tư phát triển các giải pháp kinh doanh tích hợp trong lĩnh vực ITS và gặt hái được nhiều thành công.

Giao thông thông minh là mảng kinh doanh cốt lõi của ITD và luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của Công ty trong nhiều năm qua. Mảng ITS đóng góp 28,5% vào tổng doanh thu thuần của toàn Công ty trong năm 2014 và tăng lên 43,1% trong 9T.2015. Sau khi tham gia lĩnh vực giao thông thông minh với dự án cung cấp hệ thống thu phí đường cao tốc TP.HCM - Trung Lương, và ghi nhận doanh thu đáng kể trong năm 2010, ITD đã từng bước khẳng định mình trong lĩnh vực này. Với kinh nghiệm thực hiện các dự án, hợp đồng lớn với các công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng đường cao tốc như: VEC, TASCOS, CIENCO..., cùng việc làm chủ được các công nghệ và giải pháp của nước ngoài đã giúp ITD mở rộng quy mô và khẳng định vị thế của mình trong lĩnh vực còn nhiều tiềm năng này.

Chúng tôi cho rằng với chủ trương xã hội hoá đầu tư vào các dự án giao thông, và gia tăng nhu cầu về áp dụng công nghệ cao trong quản lý điều hành giao thông thì mảng giao thông thông minh sẽ là động lực tăng trưởng của ITD trong vòng 3-5 năm tới. Triển vọng của mảng này trong thời gian tới như sau:

### **Cơ cấu doanh thu 9T.2015**



Nguồn: ITD, MSI

- 1. Áp dụng công nghệ thu phí tự động trên QL1 và QL14 trong năm 2016** - Ngày 1/3/2016, Bộ GTVT đã có quyết định số 596/QĐ-BGTVT về việc lựa chọn liên danh Công ty cổ phần Tasco và Công ty Cổ phần VETC là nhà đầu tư thực hiện dự án “Thu phí tự động không dừng và kiểm soát tải trọng xe trên toàn quốc – giai đoạn 1 áp dụng cho Quốc lộ 1 và đường Hồ Chí Minh đoạn qua Tây Nguyên” theo hình thức hợp đồng BOO. Dự kiến trong năm 2016, toàn bộ các trạm thu phí trên Quốc lộ 1 và Quốc lộ 14 sẽ được triển khai lắp đặt hệ thống thu phí tự động không dừng áp dụng công nghệ RFID và mở rộng triển khai trên toàn quốc. Theo đó, Liên danh Tasco-VETC sẽ cung cấp dịch vụ lắp đặt thiết bị và thu phí tự động không dừng cho các nhà đầu tư BOT. Thời hạn khởi công, hoàn thành xây dựng, kinh doanh, chuyển giao công trình dự án là từ năm 2016 đến năm 2018. Tổng mức đầu tư và tổng vốn của dự án là 1.524 tỷ đồng. Giai đoạn 1 áp dụng cho 28 trạm đủ điều kiện phê duyệt, không tính 9 trạm do Vietinbank cung cấp tín dụng. ITD là một trong những công ty có nhiều kinh nghiệm và đã từng hợp tác với TASCOS xây dựng hệ thống thu phí tự động trong những năm qua, chúng tôi đánh giá tỷ trọng doanh thu mảng ITS của ITD sẽ tăng mạnh trong những năm tới. Đặc biệt, ngoài doanh thu từ phần cung cấp thiết bị và tích hợp, ITD còn có thể ký thêm hợp đồng cho việc bảo trì, bảo dưỡng cho các hệ thống đã xây dựng.

- 2. Hướng đến lĩnh vực xây dựng hệ thống kiểm soát trọng tải** - Bộ GTVT cũng đã trình Chính phủ về quy hoạch trạm cân cố định xung quanh các trạm thu phí. Đặc biệt, tất cả các trạm thu phí nằm trong quy hoạch kiểm soát tải trọng xe sẽ phải lắp trạm cân tự động tốc độ cao, gọi là trạm cảm biến, tất cả các quốc lộ đầu tư thu phí theo hình thức BOT đều phải làm việc này. Việc triển khai hệ thống cân tải trọng cho các trạm thu phí trên toàn quốc sẽ mở ra cơ hội cho ITD trong những năm tới. Theo chúng tôi được biết, ITD đã bắt đầu có hợp đồng xây dựng hệ thống cân tự động và dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư phát triển lĩnh vực này nhằm tạo thêm nguồn doanh thu mới ngoài mảng thu phí tự động.

### Mảng Hạ tầng kỹ thuật điện (ETI)

ITD đang trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp sau thời kỳ khó khăn. Hiện tại, hoạt động kinh doanh của Công ty được phân chia thành 4 lĩnh vực kinh doanh riêng biệt, tuy nhiên lại không phân tách cụ thể công ty thành viên đảm nhiệm tương ứng.

Năm 2014, GLT là công ty thành viên của ITD - đóng góp khoảng 54,1% vào tổng lợi nhuận của ITD và tham gia hoạt động trong cả 3 mảng còn lại của ITD là Viễn thông - tin học, điện công nghiệp và Hạ tầng kỹ thuật điện, do đó GLT đóng vai trò chủ đạo trong hoạt động của ITD ngoài mảng kinh doanh cốt lõi của công ty mẹ là giao thông thông minh ITS.

Thông qua công ty thành viên Công ty Global - Sitem (GSC), GLT cung cấp giải pháp tổng thể cho các dự án Datacenter cũng như hạ tầng mạng ICT. GSC là liên doanh của 3 công ty hàng đầu trong khu vực: Toàn Cầu (Việt Nam), Sitem (Thái Lan) và Atlas CSF (Malaysia), GLT cung cấp các giải pháp kỹ thuật, công nghệ và tích hợp hệ thống hoàn chỉnh cho hạ tầng trung tâm dữ liệu và trạm viễn thông (BTS) bằng các giải pháp sau:

- **Dịch vụ xây dựng và cho thuê cơ sở Hạ tầng các trạm BTS** - GLT có nhiều kinh nghiệm trong việc triển khai xây dựng các trạm BTS, với hơn 800 trạm BTS các loại cho các nhà mạng lớn như Mobifone, Vinaphone, Vietnam Mobile. GLT cũng đang sở hữu khoảng 180 trạm BTS để cho các nhà mạng điện thoại di động thuê phát sóng. Việc cho thuê các trạm BTS này đem lại doanh thu cho ITD trung bình khoảng 29 tỷ đồng/năm.
- **Dịch vụ quản lý, giám sát lắp đặt cho các hệ thống hạ tầng mạng và các trung tâm dữ liệu (Datacenter)** - GSC tư vấn, thiết kế, cung cấp thiết bị cũng như quản lý, giám sát và lắp đặt cho các hệ thống hạ tầng mạng và các trung tâm dữ liệu (Datacenter), trung tâm chuyển mạch (MSC), phòng server, phòng IT, bên cạnh các loại hình dịch vụ bảo trì bảo dưỡng định kỳ, xử lý sự cố 24/24 cũng được cung cấp nhằm đảm bảo hệ thống luôn được hoạt động tối ưu
- **Giải pháp máy lạnh chính xác (PAC - Precise Air Conditioner)** là hệ thống máy lạnh chuyên dụng dùng trong Datacenter, trung tâm chuyển mạch MSC, phòng Server, phòng thiết bị IT,... đảm bảo thiết bị luôn được hoạt động trong một điều kiện tốt nhất về nhiệt độ và độ ẩm...
- **Giải pháp chống sét và hệ thống nguồn** - là lĩnh vực hoạt động truyền thống của GLT, và đang mang lại doanh số lớn cho công ty. ITD là đại diện phân phối hệ thống chống sét toàn diện của ERICO International Corporation (Mỹ) - tập đoàn hàng đầu thế giới về tư vấn, thiết kế, cung cấp các giải pháp và thiết bị chống sét hiện đại.
- **Giải pháp nguồn / thiết bị UPS** - cung cấp các sản phẩm bộ lưu điện UPS và các giải pháp về nguồn sạch của RIELLO (Italia). UPS cung cấp tạm thời điện năng nhằm duy trì sự hoạt động liên tục của các thiết bị sử dụng khi điện lưới gặp sự cố.

Về triển vọng dài hạn, theo chúng tôi đánh giá, tiềm năng phát triển mảng ETI của ITD là khá thấp do thị trường mảng viễn thông Việt Nam đã tương đối bão hòa và tốc độ tăng trưởng chung trên thị trường đang bị chậm lại trong bối cảnh có quá nhiều nhà khai thác. Doanh thu tăng trưởng chậm, đẩy các nhà mạng phải cân nhắc kỹ trong việc đầu tư thêm vào cơ sở hạ tầng hoặc lắp đặt thêm trạm thu phát sóng BTS trong tương lai.

**Các mảng kinh doanh khác (EC&I và ICT)**

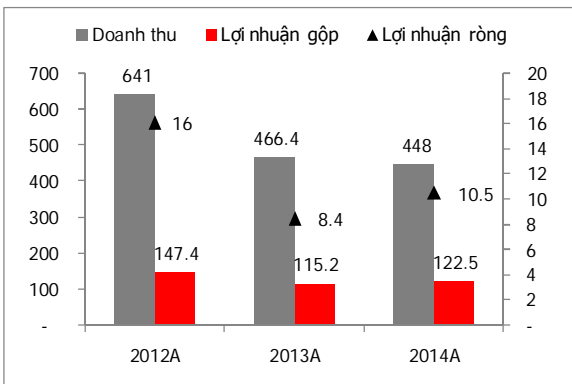
Cho mảng Tin học Viễn thông (ICT), Hiện tại, ITD là đơn vị cung cấp thành công dịch vụ, giải pháp kỹ thuật, công nghệ viễn thông tin học được áp dụng trong việc quản lý công ty và doanh nghiệp thuộc Nhà nước, như cung cấp điện kế điện tử đọc chỉ số từ xa qua RFID cho các Tổng công ty điện lực miền Nam và miền Bắc, cung cấp giải pháp quản lý chuỗi cung ứng tại các nhà máy sản xuất (ACE Cook) và giải pháp quảng cáo số cho các khách sạn (Pullman resort).

Đặc biệt, ITD đang cung cấp giải pháp an ninh cho ngành công an, ngân hàng và ITD cho biết sẽ đẩy mạnh lĩnh vực giải pháp an ninh, giám sát (Smart security) trong những năm tới. Việc ITD ký kết Bản ghi nhớ về hợp tác với SK Telecom (một trong ba chaebol lớn nhất của Hàn Quốc) nhằm phát triển và kinh doanh các giải pháp công nghệ thông tin truyền thông ICT tại Việt Nam. Việc hợp tác với SK Telecom là thông tin tích cực cho ITD khi hai bên sẽ cùng nhau triển khai các giải pháp ICT mà SK Telecom đã triển khai thành công tại Hàn Quốc. Chúng tôi nhận thấy đây là mảng kinh doanh mới của ITD trong năm nay và mảng này được kỳ vọng sẽ mang đến những hợp đồng có giá trị ổn định do nhu cầu cho hệ thống an ninh tại Việt Nam là rất lớn.

Cho Mảng Điện tự động (EC&I), ITD chuyên cung cấp các giải pháp kỹ thuật, dịch vụ ứng dụng công nghệ điều khiển, đo lường và tự động hoá quá trình sản xuất, điều khiển máy móc thiết bị, bao gồm cả thiết bị, hệ thống điện động lực trong phạm vi nhà máy.

Theo chúng tôi nhận thấy, đây là hai mảng chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu của ITD và đang có xu hướng giảm dần trong các năm vừa qua. Mặc dù đây là hai lĩnh vực có quy mô thị trường lớn và biên lợi nhuận gộp cao (trên 30%), tuy nhiên ITD đã chịu lỗ nặng nề trong giai đoạn 2012-2014 do Công ty đã đầu tư thiếu hiệu quả khi hợp tác cùng Arteche thành lập Công ty thiết bị điện Thạch Anh (QEC) xây dựng nhà máy tại Bình Dương, và kinh doanh thua lỗ dẫn đến việc phá sản trong năm 2013. Do đó, chúng tôi đánh giá cao sự thay đổi về chiến lược trong mảng ICT khi tập trung lĩnh vực Smart Security, tuy nhiên ITD và SK Telecoms sẽ mất vài năm để nghiên cứu thị trường và phát triển sản phẩm phù hợp với nhu cầu khách hàng tại Việt Nam.

**Kết quả tài chính 2012-2014 (tỷ đồng)**



Nguồn: BCTC ITD, MSI

**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

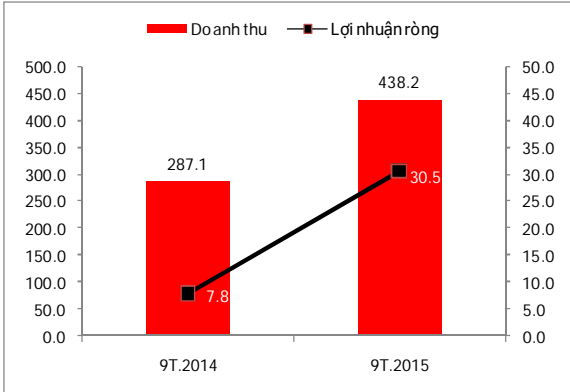
**Kết quả kinh doanh từ 2012 - 2014 (năm tài chính kết thúc vào 31/03 hằng năm)**

Trong năm 2012, ITD ghi nhận 641 tỷ đồng doanh thu và 16 tỷ đồng lợi nhuận, chỉ đạt 71,2% và 42,2% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận mà ĐHCĐ đã đặt ra cho năm 2012, do Chính phủ giảm đầu tư công dẫn đến nhiều dự án bị giãn hoặc hoãn triển khai. Khách hàng của Công ty có xu hướng giảm và thận trọng trong đầu tư, có một số dự án bị kéo dài thời gian triển khai, nghiệm thu và quyết toán công trình do chủ đầu tư gặp khó khăn về tài chính. Đặc biệt, ITD bị tổn thất lớn từ hoạt động đầu tư Nhà máy thiết bị Điện Thạch Anh (QEC). Do các khách hàng điện lực và công nghiệp cắt giảm gần như trên 80% hoạt động đầu tư, làm cho tình hình tài chính của QEC mất cân đối, xảy ra thua lỗ do gánh nặng nợ và lãi vay cao.

Trong năm 2013, do tình hình khó khăn chung của nền kinh tế và những tổn thất từ dự án QEC đã ảnh hưởng khá nhiều đến hoạt động của ITD. Năm 2013, doanh thu của ITD là 466,4 tỷ đồng (-27,2% y/y), đạt 84,4% kế hoạch. Lợi nhuận của công ty giảm mạnh còn 8,4 tỷ đồng, thấp hơn 47,4% so với 2012, nguyên nhân do ITD phải trích lập dự phòng liên quan đến những thiệt hại từ dự án QEC.

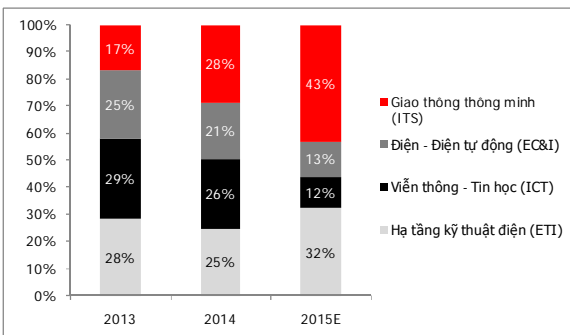
Trong 2014 là năm vực dậy của ITD khi Công ty đã bắt đầu tăng tỷ trọng và đẩy mạnh phát triển mảng kinh doanh cốt lõi là giao thông thông minh. Tuy doanh thu năm 2014 đạt 448 tỷ đồng, giảm nhẹ 3,9%, nhưng lợi nhuận ròng tăng 24,3% đạt 10,4 tỷ đồng và biên lợi nhuận ròng tăng từ 1,8% lên 2,3%.

**Kết quả 9 tháng của năm tài chính 2015 - 2016 (tỷ đồng)**



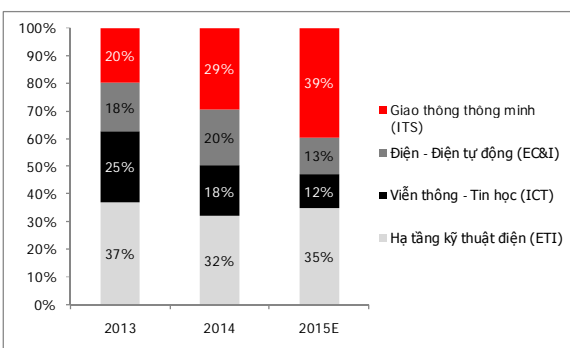
Nguồn: BCTC ITD, MSI

**Cơ cấu doanh thu**



Nguồn: BCTC ITD, MSI dự phóng

**Cơ cấu lợi nhuận gộp**



Nguồn: BCTC ITD, MSI dự phóng

**Kết quả 9 tháng và ước tính của năm tài chính 2015 - 2016**

Trong Q3.2015, Công ty ghi nhận 234,9 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 88,4% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận ròng của ITD đạt 21.4 tỷ đồng, tăng 96,3% so với lợi nhuận Q3.2014, chủ yếu do thời điểm cuối năm ITD đã tập trung đẩy nhanh tiến độ thi công nên các dự án được hoàn thành đúng tiến độ.

Như vậy, sau 9 tháng đầu năm, ITD đã đạt được kết quả rất tích cực với 438,2 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 53,4% so với mức 285,6 tỷ đồng của 9T.2014 và hoàn thành 81,1% kế hoạch của Công ty. Lợi nhuận ròng Công ty đạt được là 30,5 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng 291% so với cùng kỳ năm trước.

Cho cả năm 2015, chúng tôi ước tính doanh thu của ITD là 584,1 tỷ đồng (+30,4% y/y) và lợi nhuận đạt 48,1 tỷ đồng, tăng 358,4% so với 2014, nhờ (1) doanh thu từ các dự án đang triển khai trong năm 2015 thường sẽ được ghi nhận vào thời điểm cuối năm do đặc thù ngành công nghệ, (2) ITD đã trích lập hơn 79 tỷ đồng dự phòng cho các khoản lỗ và vay nợ tại QEC trong năm 2014 và ITD sẽ không phải trích lập dự phòng thêm từ 2015.

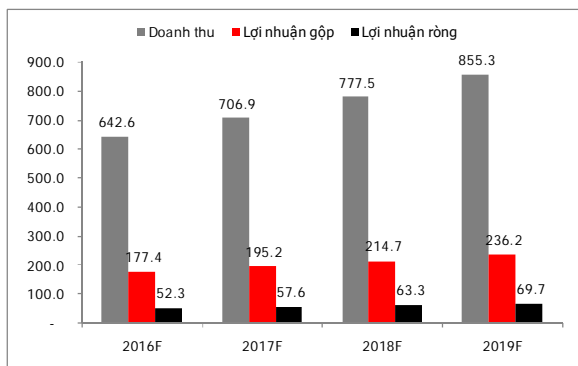
Theo đó, cho cả năm 2015, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng giao thông thông minh của ITD sẽ đóng góp khoảng 251,6 tỷ đồng, tăng trưởng 97,3% so với năm 2014. Trong đó những dự án chính mang lại doanh thu trong năm 2015 có thể kể đến như:

- Dự án giữa ITD với liên doanh Toshiba – Hitachi – Itochu nhằm cung cấp và lắp đặt hệ thống thu phí và hệ thống biển báo điện tử cho hệ thống giao thông thông minh thuộc dự án xây dựng Đường cao tốc Bắc - Nam (đoạn TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây) của chủ đầu tư Tổng công ty đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam (VEC) với giá trị hợp đồng khoảng 219 tỷ đồng.
- Gói thầu EX-13 thuộc dự án đường ô tô cao tốc Hà Nội - Hải Phòng, ITD hoàn thiện thiết kế, cung cấp và lắp đặt hệ thống giao thông thông minh với tổng giá trị hợp đồng khoảng 763,9 tỷ đồng, trong đó giá trị công việc ITD cung cấp chiếm 50,18%, tương đương với khoảng 383 tỷ đồng.

Mảng hạ tầng kỹ thuật điện ETI là mảng có tốc độ tăng trưởng nhanh thứ 2 sau mảng ITS. Doanh thu dự kiến từ mảng ETI cho cả năm 2015 là 189 tỷ đồng, chủ yếu đóng góp từ lĩnh vực Datacenter và xây dựng cho thuê trạm BTS. Biên lợi nhuận mảng ETI có xu hướng cải thiện trong các năm gần đây, do các máy móc và thiết bị đã khấu hao gần hết, nhưng giá trị sử dụng vẫn còn tương đối tốt.

Hai mảng còn lại là ICT và EC&I là hai mảng kinh doanh yếu kém nhất trong tập đoàn, do đó từ năm 2015, ITD sẽ bắt đầu thu gọn quy mô và sát nhập những công ty hoạt động không hiệu quả nhằm kiểm soát chi phí. Như vậy, ở mức thận trọng, chúng tôi ước tính doanh thu mảng ICT và EC&I cho cả năm 2015 sẽ lần lượt đạt 69,2 tỷ đồng (-39,7% y/y) và 74,2 tỷ đồng (-20,8% y/y).

**Triển vọng kinh doanh 2016F-2018F**  
(tỷ đồng)



Nguồn: MSI dự phóng

**Triển vọng kinh doanh từ năm 2016 đến 2018**

Trong những năm tới, ITD sẽ tập trung phát triển mảng giao thông thông minh ITS và mảng ICT nhằm tận dụng kinh nghiệm và công nghệ trong lĩnh vực Smart security mà SK Telecom đang sở hữu. Kết quả kinh doanh của ITD được chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng mạnh do (1) triển vọng phát triển của mảng giao thông thông minh ITS rất khả quan vì được Bộ GTVT khuyến khích áp dụng trong những năm tới, (2) định hướng phát triển mảng Viễn thông tin học ICT của ITD là phù hợp với xu thế chung của thị trường thế giới, (3) mảng ETI còn nhiều tiềm năng để phát triển do nhu cầu đầu tư hạ tầng viễn thông của các nhà mạng lớn như Vinaphone, Mobifone và các nhà mạng nước ngoài đang muốn mở rộng hoạt động tại Việt Nam như Hutchison.

Đặc biệt, đến cuối năm 2018, cả nước sẽ có 1.518 km đường cao tốc được đưa vào khai thác sẽ đẩy mạnh nhu cầu xây dựng các trạm thu phí không dừng và trạm cân tự động. Ngoài ra, nhu cầu và tỷ lệ tiêu thụ của cả xe du lịch và xe thương mại tăng sẽ tạo cơ hội cho các công ty như ITD phát triển các giải pháp cho ngành giao thông vận tải. Vì thế chiến lược đầu tư mảng ITS là một sự lựa chọn phù hợp cho mục tiêu phát triển bền vững và lâu dài của Công ty.

Trong năm 2016, chúng tôi ước tính ITD sẽ đạt 642,5 tỷ đồng, và lợi nhuận sẽ đạt 52,3 tỷ đồng. EPS forward là 3.415 đồng, và P/E forward là 6,3x. Trong những tháng đầu năm 2016, với những thông tin tích cực từ Bộ GTVT về việc áp dụng hệ thống thu phí không dừng và trạm cân tự động trên toàn quốc, do đó chúng tôi ước tính Công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu là 10% và lợi nhuận là 8,8% trong năm 2016.

Cho giai đoạn 2017-2019, tăng trưởng doanh thu được đóng góp thêm từ mảng ICT, khi ITD và SK Telecom đã hoàn thành việc nghiên cứu thị trường, sản phẩm phù hợp với thị trường Việt Nam và bắt đầu có thêm các hợp đồng mới, tuy nhiên, mảng ITS vẫn là động lực tăng trưởng chính của ITD. Như vậy, chúng tôi kỳ vọng ITD sẽ vẫn tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng doanh thu 10% mỗi năm cho đến năm 2019.

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	9T.2015	Kế hoạch 2015	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu (tỷ VND)	641.0	466.4	448.0	438.2	540.0	584.3	642.6	706.9	777.5	855.3
Tăng trưởng (% y/y)	19.1	(11.3)	(3.2)	52.6	20.5	30.4	10.0	10.0	10.0	10.0
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	16.0	8.4	10.5	30.5	N/A	48.1	52.3	57.6	63.3	69.7
Tăng trưởng (% y/y)	93.5	(52.1)	8.7	292.7	N/A	358.4	8.8	10.0	10.0	10.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	2.5	1.8	2.3	7.0	N/A	8.2	8.1	8.1	8.1	8.1
Vốn chủ sở hữu	216.4	197.9	200.0	235.8	N/A	259.4	300.4	345.3	394.8	464.3
Tổng tài sản	629.4	461.2	466.2	644.9	N/A	585.6	650.0	720.2	797.0	896.0
ROE (%)	7.4	4.3	5.2	12.9	N/A	18.5	17.4	16.7	16.0	15.0
ROA (%)	2.5	1.8	2.3	4.7	N/A	8.2	8.1	8.0	7.9	7.8
EPS (VND)	1,256.3	660.9	821.8	2,169.6	N/A	3,139.0	3,415.1	3,756.6	4,132.3	4,545.5
BVPS (VND)	16,945.5	15,493.1	15,662.3	15,384.2	N/A	16,925.4	19,604.8	22,532.9	25,762.4	30,296.2
Cổ tức (VND)	1,200.0	-	-	1,200.0	N/A	1,200.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	2,001.0
P/E (x)	3.5	9.1	9.9	8.1	N/A	5.6	6.2	5.6	5.1	4.6
P/B (x)	0.3	0.4	0.5	1.1	N/A	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7

Nguồn: ITD, MSI dự phóng



WACC (Chi phí sử dụng vốn bình quân)	
COE (Chi phí vốn chủ sở hữu)	18.0%
COD (Chi phí sử dụng nợ)	10.4%
Thuế	20.0%
WACC	11.2%
Tăng trưởng	2.0%

Phương pháp đánh giá	Tỉ trọng	Giá cổ phiếu	Giá thị trường	Tiềm năng tăng trưởng
Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF)	100%	23,353		
<b>Tỉ trọng trung bình giá CP</b>		<b>23,400</b>	<b>21,100</b>	<b>11%</b>

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

ITD là công ty đa ngành hoạt động nhiều năm trong lĩnh vực kỹ thuật cao, bao gồm điện, điện tử, tự động, viễn thông, tin học, cơ điện.. Hiện tại, ITD đang tập trung phát triển các giải pháp tích hợp trong 4 lĩnh vực kinh doanh chính: (1) Giao thông thông minh ITS, (2) Hạ tầng kỹ thuật điện ETI, (3) Viễn thông tin học ITC, (4) Điện tự động EC&I.

Tuy nhiên mảng ITC và EC&I đang hoạt động không hiệu quả và ITD đang trong quá trình tái cấu trúc mô hình hoạt động, theo đó sẽ sáp nhập 3 công ty sau: Công ty mẹ Tiên Phong, CTCP Kỹ Thuật Điện Toàn Cầu và CTCP Công Nghệ Tự Động Tân Tiến. Cho định hướng phát triển mới của Công ty, ITD sẽ tập trung phát triển 2 mảng chính trong tương lai: Giao thông thông minh ITS và Smart Security. Theo đó, Công ty mẹ Tiên Phong sẽ tập trung mảng giao thông thông minh.

Ngoài ra, Công ty Tin học Siêu Tính cũng sẽ được sáp nhập về Công ty mẹ, và sẽ được giao phụ trách mảng Smart Security. Hiện tại Công ty Tin học Siêu Tính đang triển khai các sản phẩm trong lĩnh vực lưới điện thông minh, giải pháp in ấn PoD, và dự án về nhận diện tự động. Như vậy, chúng tôi đánh giá ITD là có tiềm năng tăng trưởng tốt sau giai đoạn tái cơ cấu. Động lực phát triển trong 3 năm tới nằm ở mảng giao thông thông minh ITS và mảng Smart Security. Trong đó, mảng giao thông thông minh sẽ có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ nhờ việc đẩy nhanh tốc độ đầu tư hạng tầng đường cao tốc. Smart Security là mảng mới và cần thời gian để nghiên cứu thị trường và phát triển sản phẩm, sẽ được hưởng lợi từ thoả thuận hợp tác với đối tác SK Telecom từ Hàn Quốc.

### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF) với chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) ở mức 11,2% nhằm đánh giá giá trị của cổ phiếu ITD và chia làm 2 giai đoạn tăng trưởng: giai đoạn năm 2016-2019 sẽ tăng trưởng ổn định với giá định tốc độ tăng trưởng doanh thu của ITD bình quân đạt 10%/năm. Sau đó, từ năm 2019 trở đi, ITD sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng vô hạn với mức tăng trưởng là 2%/năm. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu ITD là 23.400 đồng/cổ phiếu.

### Khuyến nghị

Dựa trên những phân tích và định giá nêu trên, chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu ITD cho mục đầu tư trung hạn vì những lý do sau:

- Cổ phiếu ITD đang được định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) với giá trị hợp lý là 23.400 đồng/cp, so với giá thị trường hiện nay ở mức 21.100 đồng/cp, tiềm năng tăng trưởng giá cổ phiếu là 10,9%.
- ITD là một trong những công ty uy tín tại Việt Nam với hơn 22 năm hoạt động trong lĩnh vực kỹ thuật cao chuyên cung cấp các thiết bị hiện đại, dịch vụ kỹ thuật cao, giải pháp tích hợp và chuyển giao công nghệ.
- ITD là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực giao thông thông minh ITS và chiếm khoảng 70% thị phần mảng thu phí toàn quốc. ITD hiện đang là lựa chọn hàng đầu bởi các nhà thầu và các chủ đầu tư trong việc cung cấp và xây dựng hệ thống giao thông thông minh. ITD dự kiến mở rộng sang lĩnh vực trạm cân tự động trong những năm tới.
- Các mảng kinh doanh khác cũng đang tạo ra nguồn doanh thu ổn định từ việc cho thuê trạm BTS và dịch vụ xây dựng lắp đặt trung tâm dữ liệu Datacenter. Ngoài ra, Công ty đang hợp tác với SK Telecom của Hàn Quốc để phát triển mảng Smart Security, đây là 1 mảng tiềm năng dự kiến sẽ mang lại nguồn doanh thu mới trong tương lai.
- Hưởng lợi từ quy hoạch phát triển đường cao tốc của Chính phủ Việt Nam từ 2016-2020, và chủ trương triển khai hệ thống thu phí không dừng và trạm cân tự động trên toàn quốc của Bộ GTVT.
- ITD hiện tại không vay nợ dài hạn và chỉ có một lượng nợ ngắn hạn tương đối nhỏ với chi phí lãi thấp.
- Cổ tức bằng tiền mặt 12% hằng năm, và tỷ suất cổ tức tương đương khoảng 5,6%.
- Hiện tại, cổ phiếu ITD đang được giao dịch ở mức thấp hơn so với giá trị thực với P/E forward 2016F là 6,3x, thấp hơn 51,8% so với P/E của thị trường (13,1x)

Chúng tôi sẽ có báo cáo cập nhật về Công ty khi có những sự thay đổi tích cực trong thời gian tới.

## CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

## CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

**Tiến sỹ Lê Đức Khánh** - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: [khanhld@msi.com.vn](mailto:khanhld@msi.com.vn)

**Bùi Đức Hoàn** - Trưởng phòng

Email: [hoanbd1@msi.com.vn](mailto:hoanbd1@msi.com.vn)

**Nguyễn Ngọc Nam** - Chuyên viên Cao cấp

Email: [namnn1@msi.com.vn](mailto:namnn1@msi.com.vn)

**Trịnh Thị Hồng** - Chuyên viên Cao cấp

Email: [hongtt@msi.com.vn](mailto:hongtt@msi.com.vn)

**Phan Thị Ngọc Mai** - Chuyên viên

Email: [maiptn1@msi.com.vn](mailto:maiptn1@msi.com.vn)

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

**Võ Văn Cường** - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: [cuongvv1@msi.com.vn](mailto:cuongvv1@msi.com.vn)

**Trần Minh Đức** - Chuyên viên Cao cấp

Email: [ductm1@msi.com.vn](mailto:ductm1@msi.com.vn)

**Bùi Ngọc Lan Phương** - Chuyên viên

Email: [phuongbnl@msi.com.vn](mailto:phuongbnl@msi.com.vn)

## TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

**Phan Nguyễn Hoàn Quân** - Giám đốc ICC

Email: [quanpnh@msi.com.vn](mailto:quanpnh@msi.com.vn)

**KHUYẾN CÁO:** Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.