

### BÁO CÁO CẬP NHẬT NHANH

Ngày 04 tháng 11 năm 2016

**Chuyên viên phân tích**

**Nguyễn Nam Ngà**

Nnnga\_ho@vcbs.com.vn

(+84) 966 362280

ITD vừa ra BCTC hợp nhất Q2 (từ 1/7/2016 đến 30/9/2016), chúng tôi xin được cập nhật nhanh một số thông tin về doanh nghiệp như sau:

#### **KQKD 6T.2016 (Từ ngày 1/04/2016 đến 30/09/2016): TĂNG TRƯỞNG CAO DTT VÀ LNST**

**ITD tiếp tục duy trì KQKD 6T.2016 tích cực. DTT đạt 306 tỷ đồng (+50% yoy, 41% KH), LNST đạt 28 tỷ đồng (+54%, 60% KH).**

Nguyên nhân của KQKD tích cực này là do:

1. Công ty tập trung phát triển các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi và triển khai các dự án đã ký như: Hợp đồng thầu phụ với liên danh Toshiba – Hitachi – Itochu về triển khai hệ thống ITS trên Cao tốc HCM – Long Thành – Dầu Giây, dự án ITS cho cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, dự án ETC cho Quốc lộ 1 và đường Hồ Chí Minh đoạn qua Tây Nguyên, của chủ đầu tư Công ty Cổ phần VETC/TASCO.
2. Kể từ 2014, ITD luôn trích lập đầy đủ các tổn thất tài chính đối với QEC (dự án xây dựng nhà máy sản xuất các thiết bị điện) để giảm thiểu ảnh hưởng do thất bại trong dự án này đem lại trong giai đoạn 2012-2014.
3. Công ty đạt phần thị tốt (trên 50% theo đánh giá của lãnh đạo doanh nghiệp ITD) trong thị trường cung cấp thiết bị và giải pháp công nghệ thu phí giao thông trên các tuyến đường cao tốc. Đây là lĩnh vực đi liền với hoạt động xây dựng đường cao tốc chính phủ có quy hoạch xây dựng. Bên cạnh đó, các trạm thu phí tự động đang được chính phủ ưu tiên triển khai để giảm thất thoát phí đường bộ. Mảng kinh doanh này chính là động lực tăng trưởng của ITD.

#### **SỨC KHỎE TÀI CHÍNH**

##### **Cấu trúc tài sản - tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao**

Với đặc điểm là một doanh nghiệp mang tính chất thương mại về CNTT, phần lớn tài sản của ITD là tài sản ngắn hạn, chiếm khoảng 86% TTS. Trong đó, các khoản phải thu chiếm 33% TTS, và hàng tồn kho chiếm 31% TTS. Hàng tồn kho và khoản phải thu có xu hướng tăng nhẹ tỷ trọng trên TTS trong 2 năm gần đây khi hoạt động SXKD tăng trưởng tốt. Tỷ trọng tài sản dài hạn có xu hướng giảm trong những năm gần đây, chỉ chiếm khoảng 13% TTS, trong đó chủ yếu là TSCĐ với tỷ trọng khoảng 11% TTS. Tỷ trọng này giảm là do ITD đầu tư vào TSCĐ tăng không đáng kể so với sự tăng trưởng của TSNH như hàng tồn kho và khoản phải thu.

##### **Cơ cấu nguồn vốn - chỉ vay nợ ngắn hạn, không vay nợ dài hạn**

Cơ cấu nguồn vốn của ITD trong năm 2015 duy trì sự cân bằng tương đối giữa nợ và vốn chủ sở hữu (52% nợ vs 48% vốn chủ sở hữu). 6T.2016, cơ cấu nguồn vốn thay đổi nhẹ, VCSH chiếm 43%, Nợ 57%). Trong đó nợ ngắn hạn chiếm đến 55% nguồn vốn. Các hoạt động SXKD thường ngày được tài trợ chủ yếu từ các khoản vay và nợ ngắn hạn như vay ngắn hạn ngân hàng, tạm ứng trước của khách hàng, và nợ nhà cung cấp. Tỷ trọng vay ngắn hạn có xu hướng giảm đi trong tỷ trọng nợ ngắn hạn. Từ 1 doanh nghiệp vay ngắn hạn chiếm 100% nợ ngắn hạn, hiện tại các khoản phải trả của nhà cung cấp và tạm ứng của

khách hàng chiếm tỷ trọng lần lượt trên nợ ngắn hạn khoảng 20%-30% và 19%. Điều này cho thấy ITD đang dần cải thiện vị thế và mối quan hệ trong chuỗi cung ứng của mình, phụ thuộc ít hơn vào các khoản vay ngân hàng. Q2/2016, EBIT/ Lãi Vay của ITD đạt 41x, tăng mạnh từ 27x trong 2015. Chúng tôi đánh giá khả năng trả lãi vay tài chính của ITD là rất an toàn.

### Khả năng thanh toán ở mức an toàn

Hệ số thanh toán hiện hành được duy trì ở mức an toàn đạt 1,6 lần. ITD khá thành công trong việc duy trì hệ số thanh toán hiện hành ổn định, dịch chuyển xung quanh ngưỡng 1,3 đến 1,6 trong những năm vừa qua. Hệ số thanh toán nhanh cũng được duy trì khá ổn định và an toàn, xấp xỉ 1. Tuy nhiên hệ số thanh toán nhanh có giảm nhẹ trong 6T.2016 (đạt 0,8), tỷ trọng hàng tồn kho tăng và tỷ trọng tiền mặt giảm đi. Tỷ lệ tiền mặt và các khoản phải thu chiếm khoảng 55% TS ngắn hạn trong 2015 và khoảng 47% TSNH 6T.2016. Tỷ trọng hàng tồn kho 6T.2016 của ITD tăng cao hơn để chuẩn bị cho quá trình SXKD của cả năm.

### Phân Tích Dòng Tiền

Dòng tiền từ hoạt động SXKD của ITD dương trong 2015 (12,5 tỷ đồng), tuy nhiên dòng tiền từ HĐSXKD 6T.2016 của ITD thường âm, 6T.2015 con số này là -49 tỷ đồng, và 6T.2016 là -41 tỷ đồng. Nguyên nhân là do 6T đầu năm ITD thường tích trữ tồn kho và nguyên liệu (tăng 98 tỷ đồng) cũng như khoản phải thu tăng lên (28 tỷ). Dấu hiệu tích cực thể hiện khi dòng tiền từ HĐXS KD 6T.2016 âm ít hơn 6T.2015 trong khi doanh thu tiếp tục tăng trưởng cao. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư 6T.2016 đạt -14 tỷ đồng chủ yếu do ITD chi tiền cho vay và mua các công cụ nợ của đơn vị khác (đạt 23 tỷ đồng). Đây cũng là 1 phần lý do tiền mặt tại thời điểm 6T.2016 giảm so với cùng kỳ năm ngoái. 6T.2016, ITD đã tiến hành trả cổ tức 14,6 tỷ đồng. Lưu chuyển tiền thuần trong 6T.2016 tuy thâm hụt 45 tỷ, nhưng chúng tôi đánh giá không đáng ngại do đây là giai đoạn ITD mở rộng HĐKD, dự kiến dòng tiền thuần cuối năm sẽ khả quan hơn.

### TRIỂN VỌNG 2016 -2017

Theo bộ giao thông vận tải, để chống thất thu, đến 2018, ½ số cửa hàng tại các trạm thu phí sẽ áp dụng công nghệ thu phí tự động không dừng và đến trước năm 2020, tất cả các cửa tại các trạm thu phí trên toàn quốc sẽ áp dụng hoàn toàn công nghệ này để đảm bảo tính chính xác, chống được thất thoát cao nhất. Trên các tuyến quốc lộ cả nước có 96 trạm thu phí đang thu phí và sẽ thu phí. Trong đó, có 45 trạm đang thu phí hoàn vốn cho các dự án BOT và 51 trạm thu phí chưa thu, đã thống nhất ký hợp đồng BOT và sẽ thu phí cho các dự án BOT sau khi hoàn thành (từ nay đến năm 2018). Đây là nguồn doanh thu khả quan cho ITD và những DN cùng ngành, đảm bảo nguồn DT ít nhất đến 2020 nếu ITD duy trì và phát triển được thị phần.

### Những dự án đang triển khai trong năm 2016 và 2017

- Công ty cổ phần công nghệ Tiên Phong thông báo đã ký kết hợp đồng EPC thiết kế, cung cấp và lắp đặt thiết bị để triển khai hệ thống thu phí tự động và kiểm soát tải trọng xe cho 19 trạm thuộc 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, của chủ đầu tư Công ty Cổ phần VETC/TASCO. Hợp đồng EPC có giá trị tạm tính trên 200 tỷ và dự kiến ghi nhận doanh thu vào 2016 và 2017.

- Hợp đồng thầu phụ với liên danh Toshiba – Hitachi – Itochu về triển khai hệ thống ITS trên Cao tốc HCM – Long Thành – Dầu Giây. Giá trị mà ITD đang tiếp tục triển khai khoảng 140 tỷ đồng.
- Dự án ITS cho cao tốc Hà Nội – Hải Phòng ITD đang triển khai, có tổng giá trị dự án là 700 tỷ, trong đó phần công việc thuộc về ITD khoảng 300 tỷ. ITD mới chỉ ghi nhận 1 phần doanh thu này.
- Dự án với Tp. Hồ Chí Minh về quản lý giám sát các nút giao thông chưa được chính thức triển khai, đang trong quá trình chuẩn bị. Hiện tại tổng giá trị hợp đồng đã ký và đang thực hiện là 600 tỷ đồng, trong đó dự đoán sẽ ghi nhận khoảng 400 tỷ đồng năm 2016.
- **Dự án triển vọng:** Dự án cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi, tổng giá trị khoảng 200 tỷ đồng, nếu đấu thầu thành công và thực hiện dự kiến ghi nhận KQKD cuối năm 2017.

Dựa vào những dự án triển vọng nói trên, chúng tôi dự phóng KQKD của ITD, DTT 2016 ước đạt 750 tỷ đồng (+19,4% yoy, 101% KH), LNST 2016 ước đạt 70 tỷ đồng (+9,4% yoy). Theo đó, EPS năm 2016 của ITD được ước tính ở mức 2.855 đồng/cổ phiếu, P/E pha loãng đạt 2.439 (đã tính 3.064.681 cổ phiếu trả cổ tức, và số 675.270 cổ phiếu ESOP dự kiến phát hành). ITD đang được giao dịch với mức P/E forward khá thấp so với các DN cùng ngành, đạt 7,9 lần.

Theo đánh giá của lãnh đạo ITD, thị phần của ITD trong mảng GTTM là trên 50%, hơn nữa, ITD có thâm niên và chuyên môn sâu trong lĩnh vực này hơn các nhà thầu cùng tham gia đấu thầu dự án như FPT, ELC, Viettel, Cadpro. Lãnh đạo ITD kỳ vọng KQKD 2017 ít nhất sẽ duy trì được nếu không khả quan hơn 2016. Tuy nhiên, tiến độ thực hiện dự án và ghi nhận KQKD phụ thuộc vào nhiều yếu tố khách quan ITD không quyết định hoàn toàn được. Theo nhận định của chúng tôi, do nguồn dự án thu phí tự động tương đối dồi dào do ưu tiên quy hoạch của chính phủ, cộng với thị phần tương đối tốt, ITD nhiều khả năng sẽ tiếp tục có KQKD khả quan vào năm 2017. **Chúng tôi dự phóng KQKD 2017 của ITD DT đạt 800 tỷ đồng (+8% yoy) và LNST đạt khoảng 75 tỷ đồng (+7% yoy).**

### ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Để có cái nhìn khách quan hơn về giá trị của ITD, chúng tôi tiến hành định giá ITD dựa trên 3 phương pháp là so sánh hệ số P/E, P/B, EV/EBITDA. Các công ty được lựa chọn để so sánh bao gồm các công ty hoạt động trong ngành CNTT và đối thủ cạnh tranh của ITD.

Doanh nghiệp	P/E	P/B	EV/EBITDA
ITD	7,9x	2,19x	5,78
CMG	8,9x	1,10x	5,05
ABC	8,25x	1,06x	3,56
FPT	11x	2,12x	6,35
ELC	12,66x	1,44x	7,37x
Trung vị	8,9x	1,44x	5,78x

*Nguồn Bloomberg, VCBS tổng hợp*

Theo như bảng trên đó, chúng tôi sử dụng hệ số P/E 8,9 x và P/B 1,44x, và EV/EBITDA 5,78x để thực hiện định giá cho cổ phiếu ITD. Chi tiết tính toán như sau:

Phương pháp	Hệ số ngành	Hệ số doanh nghiệp	Tỉ trọng	Kết quả định giá
So sánh P/E	8,9	EPS = 2.855	50%	25.409
So sánh P/B	1,44	BV/share = 13.968	25%	20.144
So sánh EV/EBITDA	5,78	EBITDA/Share = 4.490	25%	25.956
<b>Tổng hợp</b>			<b>100%</b>	<b>24.229</b>

*Nguồn Bloomberg, VCBS tổng hợp*

**Theo đó, giá trị hợp lý của ITD trong năm nay 24.229 đồng/cổ phiếu.**

Đặc biệt, nếu thu gọn đối tượng so sánh, chỉ chọn những đối thủ cạnh tranh trực tiếp của ITD trong lĩnh vực giao thông thông minh, ELC và FPT (FPT vừa ghi nhận KQKD từ hoạt động cung cấp hệ thống CNTT và trung tâm dữ liệu cho dự án thu phí không dừng và kiểm soát tải trọng trên Quốc lộ 1, đoạn qua Tây Nguyên với giá trị hơn 265 tỷ đồng trong T9.2016). Cả hai doanh nghiệp này đều có P/E (11x-12x) cao hơn so với mức P/E hiện tại của ITD. Bên cạnh đó, theo Bộ GTVT, mục tiêu đến hết năm 2020 sẽ đầu tư khoảng 2.500 km đường cao tốc, tập trung ưu tiên vào các đoạn cao tốc Bắc Nam phía Đông, các tuyến Thủ đô Hà Nội, TPHCM và các tuyến nối với các cảng biển, cửa khẩu quốc tế. Nhu cầu về trạm thu phí tự động và xây dựng công nghệ đi kèm cho các tuyến đường này là tất yếu. ITD tương đối có lợi thế đối với các dự án Giao Thông thông minh do thị phần đáng kể và có lợi thế thâm niên khi đầu thầu các dự án so với các DN khác.

**Vì những lý do trên, chúng tôi có khuyến nghị KHẢ QUAN cho doanh nghiệp ITD.**

Bên cạnh đó, nhà đầu tư cần theo dõi, vì mảng GTTM đang có triển vọng tốt, nên ITD sẽ không tránh vấp phải sự cạnh tranh, triển vọng dài hạn của ITD phụ thuộc cao vào việc duy trì và phát triển thị phần trong hoạt động GTTM. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật tình hình kinh doanh của ITD vào những báo cáo tiếp theo.

### TRÁI PHIẾU VIETCOMBANK NĂM 2016

#### Đặc điểm của Trái phiếu

- Tổng giá trị phát hành: 2.000 tỷ VND
- Giá trị đăng ký mua tối thiểu: 100 triệu đồng.
- Lãi suất thả nổi và được xác định bằng Lãi suất tham chiếu + 1%/năm.
- Lãi suất tham chiếu là trung bình lãi suất tiền gửi tiết kiệm cá nhân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng Vietcombank, Vietinbank, BIDV, Agribank
- Kỳ hạn trả lãi: lãi được thanh toán sau hàng năm
- Đối tượng phát hành: Cá nhân, tổ chức Việt Nam và nước ngoài.

#### Tính hấp dẫn của Trái phiếu

- Kỳ hạn: 10 năm nhưng thời hạn trái phiếu có thể rút ngắn còn 5 năm do Vietcombank có quyền mua lại tại năm thứ 5
- Sau 2 năm kể từ ngày phát hành, trái phiếu có thể được cầm cố tại Vietcombank và một số ngân hàng khác để vay vốn với lãi suất ưu đãi
- Sau 3 tháng kể từ ngày phát hành đến trước khi trái phiếu có thể cầm cố, Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) sẽ là trung gian mua bán thứ cấp trái phiếu

#### Lợi ích đối với các nhà đầu tư

- Lần đầu tiên có cơ hội đầu tư và sở hữu trái phiếu của tập đoàn tài chính đạt tiêu chuẩn quốc tế mà trước đây chỉ dành cho khách hàng doanh nghiệp và các tổ chức lớn.
- Tối ưu hóa phương án đầu tư bằng cách giảm thiểu rủi ro mà vẫn hưởng lãi suất cao hơn nhiều lãi suất gửi tiết kiệm.
- Khi đầu tư vào trái phiếu Vietcombank, nhà đầu tư có thể hưởng lãi suất trái phiếu cao của kỳ hạn dài nhưng linh hoạt về thời gian sở hữu trái phiếu.

### TRÁI PHIẾU CTCP MASAN

#### Đặc điểm của Trái phiếu

- Tổng giá trị bán thứ cấp: 70 tỷ đồng
- Kỳ hạn: 2 năm (09/2016 - 09/2018)
- Lãi suất cố định: 9,0%/năm
- Kỳ trả lãi: 6 tháng/lần

#### Tính hấp dẫn của Trái phiếu

- VCBS là trung gian mua bán thứ cấp trái phiếu: luôn đảm bảo mua lại tối đa 40 tỷ đồng trái phiếu đang lưu hành tại bất kỳ thời điểm nào sau ngày phát hành
- Cơ hội đầu tư và sở hữu trái phiếu của tập đoàn hàng đầu Việt Nam mà trước đây chỉ dành cho khách hàng doanh nghiệp và các tổ chức lớn.
- Hưởng lãi suất cao hơn nhiều lãi suất gửi tiết kiệm nhưng giảm thiểu rủi ro.

#### Tài sản bảo đảm của Trái phiếu

- TSBĐ luôn phải bảo đảm duy trì = 200% tổng giá trị Trái phiếu lưu hành
- TSBĐ là hơn 6 triệu cổ phiếu MSN niêm yết, có thanh khoản tốt, được phong tỏa 2 lần tại VCBS và VSD
- Đại lý quản lý TSBĐ: Vietcombank CN Thăng Long
- TSBĐ bổ sung (nếu có): bằng cổ phiếu MSN và bằng tiền

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Nguyễn Nam Nga**

Chuyên viên Phân tích Cao Cấp

Nnga\_ho@vcbs.com.vn