

**CTCP ĐT-PT Công nghệ Điện tử Viễn thông (HSX- ELC)**

**Xác nhận chu kỳ tăng trưởng mới**

- Doanh nghiệp công nghệ có vị thế vững chắc trong hầu hết các lĩnh vực hoạt động nên chiếm lợi thế cạnh tranh tương đối so với đối thủ
- KQKD đang cải thiện nhanh
- Khả năng tăng trưởng đột biến lợi nhuận trong quý 4 và năm 2016
- Các mảng kinh doanh cốt lõi đều đang tăng trưởng, với lượng lớn hợp đồng kinh tế đã ký kết

**Quan điểm:**

ELC- DN công nghệ trong lĩnh vực viễn thông, GTVT, an ninh quốc phòng, có vị thế tốt trong các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, với thị phần chi phối hoặc độc quyền. Do đó, trong giai đoạn nhu cầu công nghệ hóa được mở rộng, đặc biệt là lĩnh vực giao thông, ELC đang có lượng hợp đồng kinh tế đã ký kết rất lớn trong năm 2015 và cũng như tiềm năng ghi nhận lượng hợp đồng lớn trong các năm tiếp theo. Theo ước tính của chúng tôi, năm 2015 tổng giá trị hợp đồng ký kết của ELC hơn 1.030 tỷ đồng, với khoảng 50% sẽ ghi nhận trong năm 2015 và phần còn lại sẽ ghi nhận trong năm 2016 và 2017. Đồng thời, tiềm năng hợp đồng lớn triển khai hạ tầng tại nhà mạng Mobiphone sau khi nhà mạng này tách ra độc lập với Vinaphone sẽ là động lực lớn đối với tăng trưởng của ELC trong năm 2016. Nếu trúng gói thầu lớn về triển khai hệ thống hạ tầng đối với Mobiphone, ELC có thể sẽ có doanh thu tăng trưởng gần như gấp đôi trong năm 2016.

Do đó, nếu chỉ tính riêng hoạt động kinh doanh cốt lõi, EPS pha loãng cuối năm 2015 khoảng 2.200 đồng. Riêng năm 2016, dù chưa tích hợp vào mô hình định giá phần giá trị hợp đồng lớn có khả năng sẽ ký kết với Mobiphone, ELC vẫn có khả năng ghi nhận mức EPS vào khoảng 3.300 đồng. ELC là DN đang trong đà tăng trưởng cao và vị thế độc quyền trong nhiều mảng kinh doanh. Đồng thời, PE trung bình ngành theo vốn hóa cũng như mức PE trung bình lịch sử giao dịch của ELC (giai đoạn 2012-hiện tại) đều xoay quanh vùng 10x. Do đó, chúng tôi đánh giá mức PE hợp lý đối với ELC vào khoảng 10x. Theo đó, giá trị hợp lý đối với ELC vào năm 2016 sẽ vào khoảng 33.000 đồng, cao hơn giá thị trường khoảng 39%. Do đó, chúng tôi đưa ra mức khuyến nghị **MUA** trong **ĐÀI HẠN**.

**Chỉ tiêu tài chính quan trọng**

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế đến HT	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	418,9	330,6	409,9	730,0	860,2
% tăng trưởng	-12,7%	-21,1%	181,5%	120,8%	17,8%
Lợi nhuận sau thuế	35,9	64,1	18,2	88,7	133,9
% tăng trưởng	-69,1%	78,6%	146,8%	38,5%	50,9%
Tỷ suất LNST (%)	8,6%	19,4%	4,4%	12,2%	15,6%
ROA (%)	3,8%	6,2%		7,3%	9,5%
ROE (%)	5,4%	9,6%		12,2%	16,7%
EPS (VND)	978	1.694		2.172	3.268
EPS đ/chính (VND)	890	1.568		2.172	3.268
Giá trị sổ sách (VND)	17.338	17.973		18.975	20.133
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-		1.200	2.000
P/E (x)		8,1		10,2	6,8

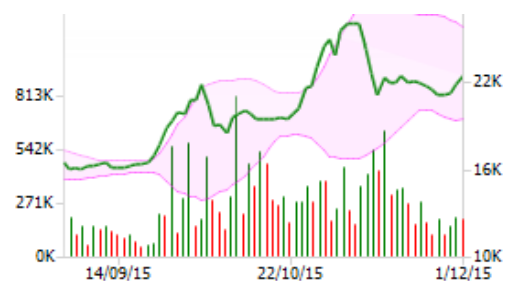
**MUA**

Giá thị trường (VND)	23.800
Giá mục tiêu (VND)	33.000
Thời gian đầu tư	<b>ĐÀI HẠN</b>

**Thông tin cổ phiếu**

Ngành	Công nghệ
Vốn hóa ( tỷ đồng)	911,0 tỷ đồng
SLCP DLH (cp)	40.855.498
Beta	0,51
Free Float (%)	18,1
Giá cao nhất 52 tuần*	26.000
Giá thấp nhất 52 tuần*	11.100
KLGD bình quân 20 phiên	350.000

\*Giá điều chỉnh



**Tỷ suất sinh lời (%)**

	3T	1N	3N
ELC	42%	90%	20%
Công nghệ	10%	25%	97%
VN30 Index	1%	-5%	31%
VNIndex	2%	1%	52%

**Cổ đông lớn (%)\***

Công ty TNHH Quản lý quỹ SSI	19,34
Phan Chiến Thắng	8,05
Trần Hùng Giang	7,96
Công ty TNHH Đầu tư DT&T	6,46
Nguyễn Đức Thiện	5,83
Vietnam Equity Holding	5,28
Nguyễn Mạnh Hải	5,18
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	15,6

**Huỳnh Minh Tuấn**

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1318

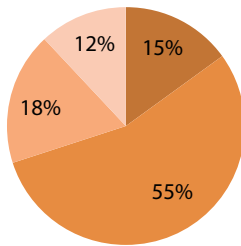
Tuan.hm@vdsc.com.vn

### Doanh nghiệp công nghệ có vị thế vững chắc trong hầu hết các lĩnh vực hoạt động

ELC thuộc loại hình DN kinh doanh theo dự án về lĩnh vực công nghệ trong các ngành khá đặc thù như: viễn thông, giao thông vận tải và an ninh quốc phòng. Trong đó, mảng công nghệ trong lĩnh vực viễn thông vẫn đóng vai trò chủ đạo trong hoạt động của DN, với tỷ trọng mảng này vào khoảng 55% trong năm 2014 và dự kiến giảm dần về 40% trong năm 2015. Tỷ trọng mảng viễn thông được ban lãnh đạo ELC định hướng giảm dần nhằm phát triển DN bền vững trên ba trụ cột kinh doanh: viễn thông, giao thông vận tải và an ninh quốc phòng. Điều này sẽ giúp hoạt động kinh doanh ELC giảm phụ thuộc vào sự phát triển của ngành viễn thông, đặc biệt là nhu cầu đầu tư của các nhà mạng đi động như Vinaphone, Mobiphone, Viettel...

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu năm 2014**

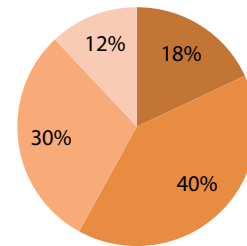
■ An ninh quốc phòng ■ Viễn thông ■ GTVT ■ Khác



Nguồn: ELC, Rongviet Research

**Hình 2: Cơ cấu doanh thu kế hoạch năm 2015**

■ An ninh quốc phòng ■ Viễn thông ■ GTVT ■ Khác



Nguồn: ELC, Rongviet Research

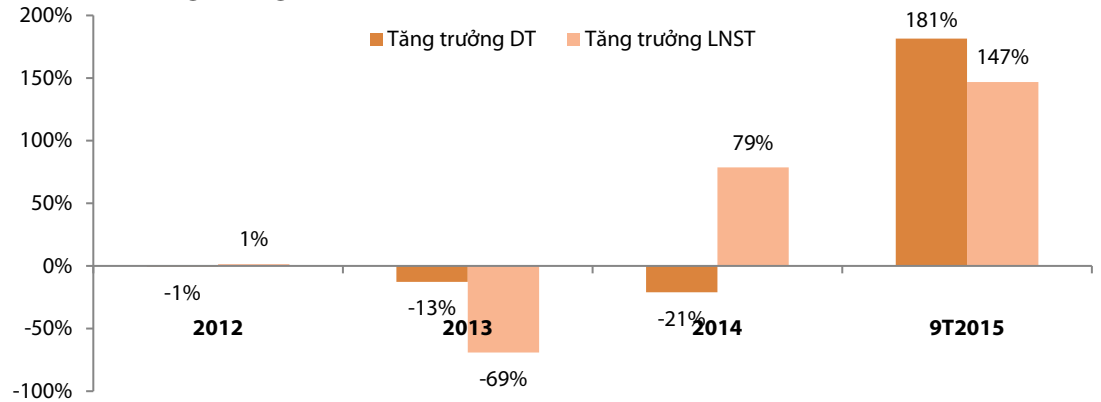
Điểm nổi bật đối với ELC là vị thế gần như độc quyền trong hầu hết các lĩnh vực hoạt động. Do đó, khách hàng của ELC có độ gắn kết bền chặt với DN, với phần lớn là các bộ ngành của Chính phủ và các DN Nhà nước. Điều này là một lợi thế nhưng cũng khiến KQKD của ELC có tính mùa vụ, tập trung hạch toán lợi nhuận và doanh thu trong quý 4.

Ngoài các thành viên am hiểu về đặc thù kinh doanh và thị trường hoạt động của Công ty, Ban lãnh đạo của ELC đang có thêm sự hỗ trợ về mặt quản lý tài chính của các thành viên đến từ Công ty quản lý quỹ SSI. Điều này sẽ hỗ trợ ELC khá nhiều trong việc xây dựng các kế hoạch tài chính đối với các dự án lớn cũng như là quản trị tài chính của DN hiệu quả hơn.

### KQKD đang cải thiện nhanh

KQKD năm 2014 đánh dấu bước chuyển giao chu kỳ kinh doanh mới. Trong các năm trước, do kế hoạch tái cấu trúc của VNPT và đầu tư công bị siết chặt nên nhiều dự án của ELC trong lĩnh vực viễn thông, giao thông vận tải và cả quốc phòng bị trì hoãn. Tuy nhiên, từ năm 2014, các dự án trong các lĩnh vực này bắt đầu hồi phục nên lợi nhuận đã bắt đầu tăng trưởng trở lại, với LNST 2014 tăng 79% (yoy).

**Hình 3: Hình tăng trưởng LNST và DT**



Nguồn: ELC, Rongviet Research

KQKD 9T2015 xác nhận thêm về chu kỳ tăng trưởng mới của ELC. Tiếp nối đà tăng trưởng trong năm 2014, doanh thu 9T2015 tiếp tục đạt 409,9 tỷ, tăng 181% so với cùng kỳ và LNST đạt 18,2 tỷ, tăng 149% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trong quý 3, DN đã hạch toán phần doanh thu đột biến từ dự án hợp tác kinh doanh khoảng 64 tỷ đồng. Nếu loại trừ tác động của phần doanh thu và chi phí đột biến này thì doanh thu và LNST 9T2015 của ELC được đánh giá tăng trưởng lần lượt 137% và 53% so với cùng kỳ.

Trong quý 3, ELC hạch toán hai khoản đột biến: doanh thu từ dự án hợp tác kinh doanh và khoản trích lập chi phí dự phòng tài chính. ELC thực hiện chuyển nhượng dự án Thanh Trì trong quý 3 nên DN đã hạch toán một phần doanh thu và chi phí từ việc chuyển nhượng này, với doanh thu và lợi nhuận được hạch toán lần lượt vào doanh thu dự án hợp tác kinh doanh (64 tỷ đồng) và giá vốn khoảng 55 tỷ đồng. Trong quý 4, DN nhiều khả năng sẽ ghi nhận toàn bộ doanh thu và chi phí còn lại của dự án này.

Ngoài ra, trong quý 3, ELC cũng tiến hành thanh lý khoản đầu tư kém hiệu quả tại Công ty Liên doanh Dược phẩm Eloge France Việt Nam (Eloge) nên DN đã tiến hành ghi nhận khoản tăng đột biến chi phí dự phòng đầu tư tài chính gần 10 tỷ đồng. Trong đó, phần lớn là dự phòng đối với khoản đầu tư vào Eloge và khoản nợ vay của Eloge.

#### **Khả năng tăng trưởng đột biến lợi nhuận trong quý 4 và năm 2016**

Trong 9T đầu năm nay, ELC chỉ mới ghi nhận LNST 18,2 tỷ đồng, tương ứng với khoảng 24% kế hoạch năm của DN. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá rất cao khả năng hoàn thành và thậm chí vượt kế hoạch năm của ELC. Bởi vì, trong 3Q đầu năm, ELC đa phần chỉ ghi nhận doanh thu từ việc cung cấp thiết bị nên biên lợi nhuận khá thấp, với biên lợi nhuận gộp 9T2015 chỉ khoảng 29% (đã loại trừ doanh thu lợi nhuận bất thường dự án Thanh Trì), thấp hơn khoảng 6 điểm phần trăm so với biên gộp trung bình 2011-2014. Đồng thời, ELC thường hạch toán doanh thu và lợi nhuận khá chênh lệch giữa quý 4 và 3 quý còn lại của năm. Trong giai đoạn 2012-2014, mức doanh thu và LNST Q4 thường chiếm lần lượt 45% và 63% so với tổng doanh thu và LNST cả năm. Do đó, với lượng lớn hợp đồng đã ký kết cũng như đang thi công, chúng tôi ước tính LNST năm 2015 của ELC sẽ đạt vào khoảng 88,7 tỷ đồng (chưa bao gồm LN bất thường từ dự án Thanh Trì), vượt 15% so với kế hoạch của DN. Ngoài ra, giá trị hợp đồng chưa hạch toán trong năm 2015 và các hợp đồng ký kết trong năm 2016 cũng là động lực tăng trưởng chính của ELC trong giai đoạn 2016-2017, đặc biệt là mảng viễn thông và giao thông vận tải. Chúng tôi ước tính LNST năm 2016 sẽ tăng trưởng hơn 50% so với năm 2015.

**Bảng 01: Kết quả kinh doanh Q3-FY2015**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	151,2	153,1	-1,2%	33,7	348,1%
Lợi nhuận gộp	43,4	35,9	21,0%	1,2	3554,9%
Chi phí bán hàng và quản lý	20,2	26,1	-22,4%	2,4	741,5%
Thu nhập HDKD	23,2	9,8	137,0%	-1,2	N/A
EBITDA	10,7	-0,1	N/A	2,8	281,3%
EBIT	10,7	-0,1	N/A	2,8	281,3%
Chi phí tài chính	11,9	9,1	31,4%	1,9	534,6%
- Chi phí lãi vay	0,9	0,8	20,3%	1,7	-45,4%
Lợi nhuận trước thuế	9,8	-0,8	N/A	1,1	755,2%
Lợi nhuận sau thuế	9,7	1,0	894,4%	1,1	764,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	13,7	3,7	270,2%	1,2	1002,8%

Nguồn: ELC, RongViet Research tổng hợp

**Bảng 02: Phân tích HĐKD Q3-FY15**

Chỉ tiêu	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	28,7%	23,4%	528bps	3,5%	2519bps
EBITDA/Doanh thu	7,1%	0,0%	710bps	8,3%	-123bps
EBIT /Doanh thu	7,1%	0,0%	710bps	8,3%	-123bps
TS lợi nhuận ròng	6,4%	0,6%	576bps	3,3%	308bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	9,1%	2,4%	666bps	3,7%	539bps
<b>Vòng quay vốn lưu động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	3,0	3,3	-0,3	1,1	1,9
-Khoản phải thu	1,5	1,5	0,0	0,3	1,1
-Khoản phải trả	2,5	2,3	0,2	0,6	1,8
<b>Đòn bẩy (x)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,6	0,6	-0,1	0,5	0,0

Nguồn: RongViet Research, (\*) thường niên hóa

Dưới đây là phần phân tích chi tiết các mảng kinh doanh và vị thế của ELC trong ngành nhằm làm luận cứ cho các nhận định về tăng trưởng lợi nhuận và doanh thu của ELC:

### Các mảng kinh doanh cốt lõi đều đang tăng trưởng, với lượng lớn hợp đồng kinh tế đã ký kết

**Viễn thông.** Tổng giá trị hợp đồng ký kết vào khoảng 500-600 tỷ đồng, gồm dự án lớn (khoảng 300 tỷ) về triển khai hệ thống truyền dẫn thông tin di động (Viba) và nhiều dự án nhỏ lẻ khác. Biên lợi nhuận của dự án này được kỳ vọng sẽ cao hơn so với các năm trước do ELC đã có kinh nghiệm triển khai hệ thống này tại Vinaphone. Do đó, khi triển khai đối với Mobiphone, ELC sẽ tiết kiệm được chi phí phát triển sản phẩm.

Về triển vọng dài hạn, ELC sẽ hưởng lợi từ hai yếu tố chính: quá trình đầu tư hạ tầng của Mobiphone sau tách sang hoạt động độc lập với Vinaphone và xu hướng chuyển dịch từ hạ tầng 3G lên 4G.

Hiện tại, Mobiphone vẫn đang phải thuê hạ tầng để hoạt động nhưng với xu hướng sở hữu hạ tầng riêng trong ngành viễn thông, Mobiphone sẽ phải đầu tư thêm lượng lớn tài sản, đặc biệt là các trục cáp Bắc-Nam để phục vụ hoạt động bền vững trong dài hạn. Trong khi đó, ELC đã gắn kết với Mobiphone từ khi DN này còn hoạt động trong mạng lưới của VNPT nên sẽ là lợi thế rất lớn đối với ELC trong việc tiếp cận các dự án hợp tác cùng Mobiphone. Do đó, chúng tôi đánh giá tiềm năng này khá lớn và sẽ là động lực tăng trưởng chính đối với mảng viễn thông của ELC trong năm 2016-2017, đặc biệt là dự án trang bị hạ tầng tại Mobiphone, với giá trị hơn 1.000 tỷ đồng. Hiện tại, chưa có thông tin

chính thức ELC sẽ đảm nhận dự án này nhưng với kinh nghiệm và mối quan hệ kinh doanh lâu năm, chúng tôi đánh giá khá cao khả năng ELC sẽ thắng thầu gói dự án này.

Ngoài ra, kể từ tháng 10/2015 một số nhà mạng đã bắt đầu thử nghiệm mạng viễn thông 4G. Theo lộ trình, năm 2016 sẽ chính thức triển khai mạng 4G tại Việt Nam. Do đó, các nhà mạng sẽ phải nâng cấp và đầu tư mới hệ thống để phục vụ mảng kinh doanh trên nền tảng 4G. Điều này sẽ giúp ELC có thêm công việc trong các năm tiếp theo.

**Giao thông vận tải.** Tổng giá trị hợp đồng ký kết vào khoảng 200-300 tỷ đồng, với đóng góp từ hai lĩnh vực: quản lý hàng hải tàu biển (VTS) và cân tải trọng (VIM).

*Mảng VTS* đã được ELC triển khai nghiên cứu từ năm 2011 và có hợp đồng đầu tiên vào năm 2012 từ dự án cung cấp hệ thống giám sát hàng hải tại Vũng Tàu. Trong năm nay ELC đang triển khai tiếp tuyến thứ 3 trong số khoảng hơn 30 tuyến trên cả nước (tuyến Cái Mép-Thị Vải), với giá trị lên đến 130 tỷ đồng. Khoảng thời gian triển khai dự án VTS để hoàn thiện hạ tầng và đi vào hoạt động được tính vào khoảng 1 năm.

*Mảng cân tải trọng VIM* là mảng kinh doanh mới của ELC trong năm nay. ELC sẽ độc quyền lắp đặt hệ thống cân tải trọng tự động trên toàn quốc. Mảng này được kỳ vọng sẽ mang đến giá trị hợp đồng rất đều và ổn định trong các năm tiếp theo do thời gian thi công dự án cân tải trọng khá ngắn, chỉ khoảng 2-3tháng/1 trạm. Đồng thời, tính chung trên cả nước hiện có hơn 109 trạm cân (gồm 64 trạm cân lưu động và 45 trạm cân cố định) nên khối lượng công việc tiềm năng trong năm tiếp theo rất lớn.

Riêng trong năm 2015, hợp đồng lớn nhất trong mảng này của ELC là hợp đồng hợp tác với Tasco. Tasco trúng thầu BOT và BOO triển khai các dự án trạm thu phí trên một số quốc lộ và cao tốc trong cả nước. ELC sẽ là đối tác cung cấp hệ thống WIM cho Tasco trong các dự án này, với tổng giá trị hợp đồng ký trong năm 2015 khoảng 100-200 tỷ đồng.

Theo đánh giá của chúng tôi, mảng cân tải trọng sẽ tạo ra doanh thu và lợi nhuận đều đặn cho ELC trong năm 2015 và 2016. Bởi vì, ELC đã chiếm vị thế độc quyền trong cả nước nên không gặp rào cản cạnh tranh. Do đó, tốc độ ghi nhận doanh thu phụ thuộc chủ yếu vào năng lực triển khai của ELC.

**Bảng 03: Tóm tắt thông số sử dụng trong dự phóng KQKD 2015-2016**

Các tiêu chí	2015E	2016E
<b>Tổng giá trị hợp đồng ký kết</b>	1.030.000	1.081.500
Viễn thông	560.000	588.000
Giao thông vận tải	210.000	220.500
An ninh quốc phòng	260.000	273.000
<b>Tổng giá trị hợp đồng năm trước 2015 chưa hạch toán</b>	200.000	341.200
<b>Một số giả định khác</b>		
<i>Tỷ lệ giá trị hợp đồng ghi nhận</i>		
Viễn thông	50%	
Giao thông vận tải	60%	
<i>Tỷ lệ tăng trưởng hợp đồng ký kết</i>		5%

Nguồn: Rongviet Research

### **Chiếm lợi thế cạnh tranh tương đối so với đối thủ trong các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi**

Với kinh nghiệm trong lĩnh vực hoạt động và các mối quan hệ lâu năm, ELC hiện đang giữ vị thế độc quyền tại hầu hết các lĩnh vực kinh doanh. Chúng tôi thực hiện đánh giá vị thế của ELC trong ba lĩnh vực hoạt động chính:

**Bảng 04: Đánh giá vị thế của ELC trong ngành**

Lĩnh vực	Đối thủ	Điểm mạnh so với đối thủ	Điểm yếu so với đối thủ
<b>Viễn thông</b>	Nhà cung cấp nước ngoài, nổi bật như Huawei, Comverse...	- Doanh nghiệp Việt Nam - Có kinh nghiệm tham gia vào nhiều dự án của hầu hết nhà mạng tại Việt Nam - Ban lãnh đạo có mối quan hệ tốt với doanh nghiệp trong ngành	- Không trực tiếp sản xuất sản phẩm mà chủ yếu nhập khẩu của nước ngoài
<b>Giao thông vận tải</b>			
<i>Phân luồng hàng hải</i>	Độc quyền		
<i>Cần tải trọng</i>	Độc quyền		
<i>Lĩnh vực giao thông thông minh khác</i>	Có sự cạnh tranh của một số DN như: ITD, CAPRO, Hanel...	Có lợi thế hơn về mạng viễn thông để kết nối hệ thống quản lý giao thông thông minh	Mỗi doanh nghiệp có mối quan hệ và có thế mạnh tại các mảng giao thông riêng. ITD hiện đã triển khai các dự án theo đường cao tốc và CAPRO có dự án tại cảng.
<b>An ninh quốc phòng</b>	Doanh nghiệp tư nhân duy nhất được phép tham gia		

Nguồn: Rongviet Research

**Đang trong quá trình tái cơ cấu các khoản đầu tư ngoài ngành để tập trung nguồn lực phát triển mảng kinh doanh cốt lõi**

ELC có khoản đầu tư tài chính khá lớn, với giá trị đầu tư tài chính/tổng tài sản hơn 13%. Do một số khoản đầu tư không hiệu quả nên ELC đã liên tiếp trích lập dự phòng, với chi phí dự phòng tài chính trung bình hai năm 2013-2014 là khoảng 9 tỷ/năm, chiếm khoảng 2,4%/doanh thu. Tức khoản trích lập dự phòng hàng năm đã khiến ELC mất đi khoảng 2-3% biên lợi nhuận trước thuế. Đồng thời, hiện tại, với sự trợ giúp về mặt quản trị tài chính của cổ đông lớn (đại diện quỹ đầu tư SSI), DN đang tiến hành tái cơ cấu thông qua việc thoái vốn các khoản đầu tư ngoài ngành và các khoản đầu tư kém hiệu quả. Một số khoản đầu tư nằm trong lộ trình tái cơ cấu gồm:

**Bảng 2: Thông tin tóm tắt một số dự án trong lộ trình thoái vốn của ELC**

Tên khoản đầu tư	Mô tả sơ lược khoản đầu tư	Đánh giá
<b>Công ty Liên doanh Dược phẩm Elogre France Việt Nam</b>	Đã hoàn thành quá trình thoái vốn trong quý 3/2015	Thu hồi được một phần nợ cho vay Tổng chi phí ước tính chi thêm để thanh lý khoản đầu tư này vào khoảng 3-5 tỷ đồng và phải trích lập dự phòng thêm đối với phần nợ cho vay
<b>Dự án Thanh Trì</b>	Diện tích: hơn 8ha (trong đó diện tích xây dựng được cấp phép khoảng 4,6 ha), gần khu vực Dân cư Xa La (huyện Thanh Trì – Hà Nội) và khu vực tòa nhà Bitexco Hà Nội Giá trị sổ sách: 32,8 tỷ	Đã tiến hành chuyển nhượng dự án trong quý 3/2015
<b>Công ty cổ phần kỹ thuật Elcom (Elcom Tech)</b>	Cung cấp thiết bị xử lý nước thải và sản phẩm điện tử tự động hóa Giảm tỷ lệ sở hữu từ 40% về 15,7% trong năm 2015	Đây là hai khoản đầu tư có khả năng thoái vốn không bị lỗ nhưng theo ước tính của chúng tôi giá trị lợi nhuận từ thoái vốn không đáng kể. Tuy nhiên, việc thoái vốn tại hai khoản đầu tư này sẽ giúp ELC có thể tập trung nguồn lực phát triển kinh doanh các lĩnh vực đang giao cho Elcom Tech và Telsoft thực hiện được hiệu quả hơn
<b>Công ty cổ phần Telsoft</b>	Sản xuất gia công thiết kế và mua bán phần mềm, cung cấp dịch vụ bưu chính viễn thông Tỷ lệ sở hữu giảm từ 30% về 8% trong năm 2015 Giá trị đầu tư: 3 tỷ đồng Giá trị sổ sách còn lại: 889 triệu đồng	
<b>Dự án khai thác mỏ đồng Na Ri</b>	Dự án khai thác mỏ đồng tại Khuổi Kim – Nà Pi (Bắc Cạn) do công ty con (Cty cổ phần Công nghệ Vật liệu mới Bắc Cạn) thực hiện.	Hiện chưa khai thác Tiếp tục tìm đối tác thoái vốn trong năm 2016
<b>Dự án mỏ đá (Công ty cổ phần Trung Văn)</b>	Hiện hữu trên sổ sách kế toán thông qua khoản đầu tư tại Công ty cổ phần Trung Văn, với giá trị sổ sách là 26,9 tỷ đồng	Hiện đang khai thác và có mang về nguồn lợi nhuận Tiếp tục tìm đối tác thoái vốn trong năm 2016

Nguồn: Rongviet Research

Trong các khoản đầu tư thoái vốn trong năm 2015, nổi bật nhất là bất động sản tại Thanh Trì. Theo ước tính của chúng tôi sử dụng giá đất theo Bảng giá đất khu vực giáp ranh thuộc huyện Thanh Trì do

UBND Thành phố Hà Nội ban hành ngày 25/12/2013, giá trị bất động sản này vào khoảng 411,6 tỷ. Với giả định chi phí đã đền bù và chi phí cần đền bù thêm vào khoảng 222 tỷ đồng, chúng tôi ước tính giá trị tăng thêm trên mỗi cổ phiếu ELC trong năm 2015 vào khoảng 2.100 đồng.

**Bảng 3: Thông tin tóm tắt định giá bất động sản Thanh Trì**

Bảng thông số định giá			Bảng giả định chi phí đền bù thêm				
			Tỷ lệ đền bù	60%	70%	80%	90%
Tổng diện tích	82.000	m2	DT cần đền bù thêm	32.800	24.600	20.500	16.400
Diện tích xây dựng	40.000	m2	<b>Chi phí đền bù thêm</b>	642.880	482.160	321.440	160.720
Tỷ lệ chiết khấu	40%						
	4,9						
Giá đất trong bảng giá đất		triệu/m2	Sử dụng giá đất Nhà nước thuộc khung giá đất ở ngoài phạm vi 200m chỉ giới hè đường của đường Cầu Bưu và đường Nguyễn Xiển				
Giá bán dự kiến (giả định =1,5x bảng giá đất)	7,4	triệu/m2					
Giá đền bù (giả định =4x bảng giá đất)	19,6	triệu/m2					
Tổng giá trị bất động sản	294.000						
	61.180		Khoảng giá trị trong phần chi phí xây dựng cơ bản dở dang và phần giá vốn dự án hợp tác kinh doanh trên BCTC Q3/2015				
Giá trị sổ sách		Triệu đồng	Sử dụng giảđịnh tỷ lệ đền bù là 90%				
Chi phí đền bù thêm	160.720	Triệu đồng	Sử dụng thuế suất 22%				
Thuế thu nhập DN	15.862	Triệu đồng					
<b>Doanh thu sau thuế</b>	<b>88.238</b>	Triệu đồng					
Số lượng cổ phiếu lưu hành	40.855.507	Cổ phiếu					
<b>Giá trị tăng thêm trên mỗi cổ phiếu</b>	<b>2.160</b>	Đồng					

Nguồn: Rongviet Research

Nhìn chung, khi kết thúc năm 2015, ELC sẽ còn một số khoản đầu tư cần tiếp tục thoái vốn như: dự án khai thác mỏ đồng NaRi và dự án mỏ đá tại Công ty cổ phần Trung Văn. Các khoản đầu tư này đa phần đều có khả năng thoái vốn trên giá vốn. Do đó, tổn hại từ thoái vốn sẽ không đáng kể. Đồng thời, theo tính toán của chúng tôi, các khoản thoái vốn này tuy không mang lại lợi nhuận đột biến nhưng sẽ có khả năng mang lại dòng tiền vào khoảng 40-50 tỷ đồng.

### Tuy nhiên, vẫn tồn tại một số rủi ro cần lưu ý khi đầu tư vào ELC

*Tiềm ẩn khoản lỗ tỷ giá từ việc nhập thiết bị.* Trong mô hình hoạt động dự án của ELC, DN phải mua các thiết bị phần cứng của nước ngoài nên khi VND mất giá sẽ ảnh hưởng làm tăng giá vốn và đồng thời gây ra lỗ tỷ giá từ các khoản tiền thanh toán nhà cung cấp. Mặc dù DN có doanh thu bằng ngoại tệ từ xuất khẩu phần mềm nhưng khoản ngoại tệ này được đánh giá không đủ cân bằng lại nguồn ngoại tệ chi trả cho đối tác cung ứng thiết bị nước ngoài. Trong Q2, VND bị mất giá khoảng 1,3% nên DN đã phải gánh chịu lỗ tỷ giá hơn 6,3 tỷ, chiếm 70% tổng chi phí tài chính của DN. Tuy nhiên, trong Q3, mặc dù VND mất giá hơn 2,9% nhưng phần lỗ tỷ giá của DN trong quý này khá thấp, chỉ khoảng 1 tỷ đồng. Trong quý 3, nhờ ký kết hợp tác với ngân hàng MB nên doanh nghiệp đã một phần phòng vệ được rủi ro tỷ giá. Đồng thời, trong quý 3, doanh nghiệp cũng hạn chế thanh toán các khoản phải trả với nhà cung cấp nên cũng góp phần hạn chế lỗ tỷ giá. Trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ của DN, phần tiền chi trả cho nhà cung cấp và dịch vụ trên quý 3 chỉ 67,5 tỷ đồng, khá thấp so với mức ~131 tỷ trong quý 2.

*Chia sẻ lợi nhuận để thực hiện thoái vốn các khoản đầu tư kém hiệu quả.* ELC đang trong giai đoạn thoái vốn các khoản đầu tư ngoài ngành và kém hiệu quả nên vấn đề trích lập dự phòng và thoái vốn dưới giá vốn sẽ là điều cần đối diện trong năm 2015 cũng như năm 2016. Trong năm 2015, ELC đã hoàn thành thoái vốn khoản đầu tư kém hiệu quả Eloge, với giá trị dự phòng trích lập thêm trong năm 2015 để hoàn tất việc thoái vốn vào khoảng 4 tỷ đồng (chưa tính phần trích lập đối với nợ phải thu Eloge).

Ngoài ra, trong năm 2016, hai khoản đầu tư lớn tại mỏ đồng Na Ri và mỏ đá tại Gia Lai nhiều khả năng cũng sẽ được thoái vốn. Hai khoản đầu tư này hiện đang có tổng giá trị sổ sách là 39,3 tỷ đồng, gồm mỏ đồng Na Ri (12,3 tỷ đồng) và mỏ đá Trung Văn: 27 tỷ đồng).

Khách hàng phần lớn là các doanh nghiệp Nhà nước và các bộ ngành của Chính phủ sẽ tạo nên sự biến động trong hoạt động của DN theo tình hình ngân sách và đầu tư của Chính phủ. Điều này được thể hiện khá rõ trong năm 2013, khi VNPT trong quá trình tái cấu trúc và tình hình kinh tế vĩ mô khó khăn, ELC đã bị suy giảm nghiêm trọng cả về doanh thu và lợi nhuận, với DT và LNST giảm lần lượt 13% và 69% (y-o-y). Đồng thời, ELC là doanh nghiệp tư nhân được tham gia vào lĩnh vực an ninh quốc phòng nên thông tin mảng kinh doanh đặc thù này sẽ hạn chế được truyền tải đến nhà đầu tư, với ước tính tỷ trọng doanh thu mảng này vào khoảng 12% tổng doanh thu. Do đó, đây cũng là rủi ro về mặt thông tin cần phải lưu ý khi lựa chọn đầu tư vào ELC. Mặt khác, DN có nhiều khách hàng gắn kết chặt với các DN, bộ ngành Chính phủ cũng đặt ra vấn đề sự lệ thuộc của việc ký kết hợp đồng mới hay gia hạn hợp đồng vào mối quan hệ của ban lãnh đạo của DN.

**Quan điểm đầu tư**

ELC- DN công nghệ trong lĩnh vực viễn thông, GTVT, an ninh quốc phòng, có vị thế tốt trong các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, với thị phần chi phối hoặc độc quyền. Do đó, trong giai đoạn nhu cầu công nghệ hóa được mở rộng, đặc biệt là lĩnh vực giao thông, ELC đang có lượng hợp đồng kinh tế đã kí kết rất lớn trong năm 2015 và cũng như tiềm năng ghi nhận lượng hợp đồng lớn trong các năm tiếp theo. Theo ước tính của chúng tôi, năm 2015 tổng giá trị hợp đồng kí kết của ELC hơn 1.030 tỷ đồng, với khoảng 50% sẽ ghi nhận trong năm 2015 và phần còn lại sẽ ghi nhận trong năm 2016 và 2017. Đồng thời, tiềm năng hợp đồng lớn triển khai hạ tầng tại nhà mạng Mobiphone sau khi nhà mạng này tách ra độc lập với Vinaphone sẽ là động lực lớn đối với tăng trưởng của ELC trong năm 2016. Nếu trúng gói thầu lớn về triển khai hệ thống hạ tầng đối với Mobiphone, ELC có thể sẽ có doanh thu tăng trưởng gần như gấp đôi trong năm 2016.

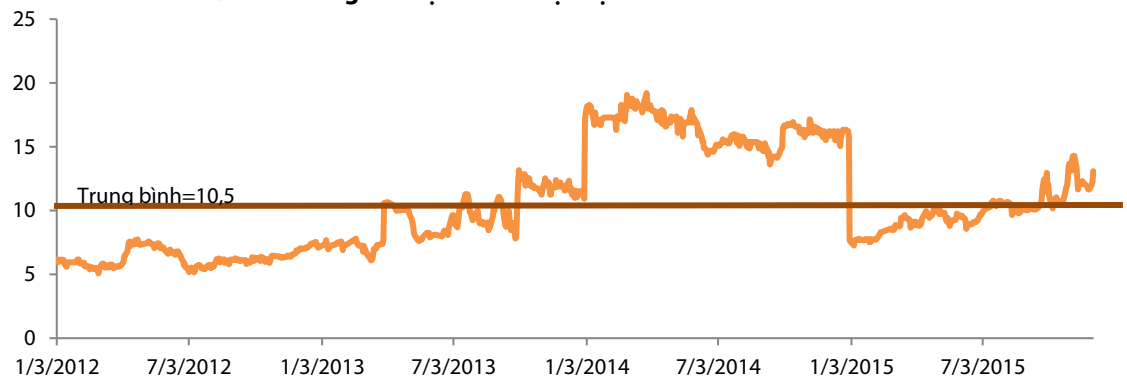
Do đó, nếu chỉ tính riêng hoạt động kinh doanh cốt lõi, EPS pha loãng cuối năm 2015 khoảng 2.200 đồng. Riêng năm 2016, dù chưa tích hợp vào mô hình định giá phần giá trị hợp đồng lớn có khả năng sẽ kí kết với Mobiphone, ELC vẫn có khả năng ghi nhận mức EPS vào khoảng 3.300 đồng. ELC là DN đang trong đà tăng trưởng cao và vị thế độc quyền trong nhiều mảng kinh doanh. Đồng thời, PE trung bình ngành theo vốn hóa cũng như mức PE trung bình lịch sử giao dịch của ELC (giai đoạn 2012-hiện tại) đều xoay quanh vùng 10x. Do đó, chúng tôi đánh giá mức PE hợp lý đối với ELC vào khoảng 10x. Theo đó, giá trị hợp lý đối với ELC vào năm 2016 sẽ vào khoảng 33.000 đồng, cao hơn giá thị trường khoảng 39%. Do đó, chúng tôi đưa ra mức khuyến nghị **MUA** trong **DÀI HẠN**.

**Bảng 4: Một số doanh nghiệp cùng ngành**

Mã niêm yết	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	P/E	P/B	ROE (%)	ROA (%)	Biên lợi nhuận ròng (%)
VTC	29	22,62	0,58	3,15	1,74	(3,89)
FPT	19.200	11,10	2,10	21,43	7,89	4,08
POT	262	9,80	0,98	7,22	2,39	2,08
ITD	260	10,62	0,81	4,99	2,15	2,23
CMG	961	8,55	1,32	15,75	5,88	3,82
CMT	106	15,37	0,77	8,61	3,30	1,32
SMT	112	7,34	1,78	27,39	12,94	5,57
<b>Trung bình theo trọng số vốn hóa thị trường</b>	<b>2.990</b>	<b>10,97</b>	<b>2,02</b>	<b>20,73</b>	<b>7,65</b>	<b>4,01</b>

Nguồn: Bloomberg, Rongviet Research (theo dữ liệu cuối ngày 2/12/2015)

**Hình 4: Diễn biến P/E của ELC giai đoạn 2012-hiện tại**



Nguồn: Bloomberg, Rongviet Research

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	418,9	330,6	730,0	860,2
Giá vốn	331,5	204,7	514,1	579,8
<b>Lãi gộp</b>	<b>87,4</b>	<b>125,9</b>	<b>215,9</b>	<b>280,4</b>
Chi phí bán hàng	7,1	14,1	26,2	30,9
Chi phí quản lý	66,5	48,3	75,4	90,2
Thu nhập từ HĐTC	39,4	17,0	9,7	21,9
Chi phí tài chính	11,0	14,7	30,0	32,7
Lợi nhuận khác	-0,4	-3,2	-3,9	-4,6
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>42,1</b>	<b>64,4</b>	<b>89,7</b>	<b>144,0</b>
Thuế TNDN	6,2	2,5	5,5	14,5
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	-2,3	-4,5	-4,5
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>35,9</b>	<b>64,1</b>	<b>88,7</b>	<b>133,9</b>
EBIT	<b>45,5</b>	<b>70,5</b>	<b>98,4</b>	<b>158,8</b>
EBITDA	79,7	186,9	167,0	209,9

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-12,7%	-21,1%	120,8%	17,8%
Lợi nhuận HKKD	-83,5%	360,4%	79,9%	39,4%
EBITDA	-46,2%	134,4%	-10,7%	25,7%
EBIT	-62,3%	55,1%	39,4%	61,4%
Lợi nhuận sau thuế	-69,1%	78,6%	38,5%	50,9%
Tổng tài sản	2,6%	12,8%	22,2%	12,6%
Vốn chủ sở hữu	-4,0%	5,3%	13,5%	6,5%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	5,4%	9,6%	5,5%	6,5%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	20,9%	38,1%	29,6%	32,6%
LN HKKD / Doanh thu	3,3%	19,2%	15,7%	18,5%
EBITDA/ Doanh thu	19,0%	56,5%	22,9%	24,4%
EBIT/ Doanh thu	10,9%	21,3%	13,5%	18,5%
LNST/ Doanh thu	8,6%	19,4%	12,2%	15,6%
ROA	3,8%	6,2%	7,3%	9,5%
ROIC or RONA	6,7%	10,0%	11,6%	16,1%
ROE	5,4%	9,6%	12,2%	16,8%
<b>Hiệu quả hoạt động (vòng)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	1,1	0,7	1,4	1,3
Vòng quay hàng tồn kho	4,2	2,1	3,5	3,0
Vòng quay khoản phải trả	1,4	0,8	1,7	1,6
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>				
Hiện hành	2,0	2,0	2,5	2,4
Nhanh	1,8	1,7	2,1	2,0
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	48,4%	57,0%	67,2%	77,1%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	12,6%	10,9%	6,6%	8,4%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	4,9%	16,8%	18,2%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	102	54	155	110
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5	19	8	8
Các khoản phải thu	407	479	584	774
Tồn kho	81	113	180	206
Tài sản ngắn hạn khác	26	35	42	50
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>621</b>	<b>700</b>	<b>969</b>	<b>1.149</b>
Tài sản cố định hữu hình	124	163	183	187
Tài sản cố định vô hình	10	11	4	4
Xây dựng cơ bản dở dang	35	47	16	3
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	150	139	125	121
Tài sản dài hạn khác	18	22	25	28
Lợi thế thương mại	6	6	6	6
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>343</b>	<b>388</b>	<b>360</b>	<b>349</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>965</b>	<b>1.088</b>	<b>1.330</b>	<b>1.498</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	185	213	257	319
Khoản phải trả ngắn hạn khác	37	59	72	85
Vay và nợ ngắn hạn	82	74	51	69
Vay và nợ dài hạn	0	33	130	150
Khoản phải trả dài hạn khác	10	10	10	13
<b>Tổng nợ</b>	<b>313</b>	<b>389</b>	<b>520</b>	<b>635</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>647</b>	<b>682</b>	<b>774</b>	<b>824</b>
Vốn đầu tư của CSH	373	379	409	409
Lợi nhuận giữ lại	118	143	232	277
Các quỹ	38	41	45	49
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>647</b>	<b>682</b>	<b>774</b>	<b>824</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	18	35	38
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>961</b>	<b>1.088</b>	<b>1.330</b>	<b>1.498</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015E</b>	<b>FY2016F</b>
LNTT	350,8	868,2	89,7	144,0
Khấu hao	34,3	116,4	68,6	51,1
Các điều chỉnh	29,5	66,7	5,1	4,9
Thay đổi vốn lưu động	-310,6	-951,6	-130,5	-164,3
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>103,9</b>	<b>99,7</b>	<b>32,9</b>	<b>35,7</b>
Thay đổi TSCĐ	-137,6	-264,9	-49,2	-39,1
Thay đổi khoản mục ĐT khác	20,0	-50,0	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	3,0	6,7	1,1	0,8
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-114,7</b>	<b>-308,2</b>	<b>-48,1</b>	<b>-38,3</b>
Nhận/trả lại vốn góp	88,8	11,6	-0,1	0,0
Vay mới/trả nợ vay	121,8	105,5	159,0	167,0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	0,0	-2,6	-42,4	-209,6
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>210,6</b>	<b>114,5</b>	<b>116,5</b>	<b>-42,6</b>
Tiền thuần trong kỳ	199,9	-94,1	101,3	-45,2
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>104,8</b>	<b>304,7</b>	<b>54,4</b>	<b>155,4</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>304,7</b>	<b>212,9</b>	<b>155,4</b>	<b>110,2</b>

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới**

**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.5**