

# Công ty Cổ phần Container Việt Nam (HOSE: VSC)



## GIỮ - Giá mục tiêu: VND 50,800 (+11%)

### Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị GIỮ với VSC với giá mục tiêu là 50,800 đồng (tăng 11% so với mức tham chiếu ngày 15/06/2022) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), phản ánh kỳ vọng về sự tăng trưởng mạnh mẽ trong hoạt động sản xuất kinh doanh bằng việc sáp nhập và mua lại cổ phần tại các dự án cảng và ICD mới, trở thành một logistic holdings với chuỗi dịch vụ bao gồm cả cảng nước sâu, ICD, bãi depot, kho CFS, sửa chữa container.

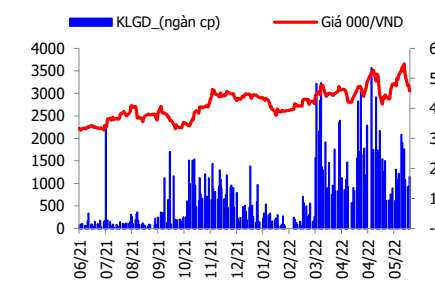
### Cập nhật thông tin

- Kết thúc quý 1/2022, VSC, doanh thu thuần tăng gần 8% so với cùng kỳ, đạt gần 470 tỷ đồng. LNST tăng mạnh gần 43%, đạt gần 110 tỷ đồng. Biên LN góp tăng từ mức trung bình khoảng 33.2% của 3 quý liền trước lên gần 34.6% cho quý 1/2022. Mức biên LN góp đã cải thiện mạnh mẽ so với những năm về trước khi tỷ số này của năm 2020 là 26.6% và năm 2019 là gần 24.4%.
- ĐHCD đã thông qua mức cổ tức năm 2021 gồm 5% cổ tức tiền mặt và 10% cổ tức cổ phiếu. VSC dự kiến phát hành hơn 11 triệu cổ phiếu để tăng vốn điều lệ từ 1,102 tỷ đồng lên 1,212 tỷ đồng.
- VSC đã mua một ICD ở Đình Vũ, Hải Phòng với diện tích 20ha và vốn đầu tư 200 tỷ đồng, dự kiến đi vào hoạt động đầu quý 3/2022, cùng thời điểm cảng VIMC Đình Vũ mà VSC nắm 36% cổ phần đi vào hoạt động.

### Quan điểm đầu tư

- VSC là một doanh nghiệp có cơ cấu tài chính lành mạnh với nguồn tiền lớn và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương và có xu hướng tăng đều đặn qua các năm, hoàn toàn không sử dụng nợ vay trong 2 năm gần đây.
- Xu hướng chung của ngành cảng biển thời gian gần đây là không ngừng mở rộng quy mô sản xuất và hoàn thiện chuỗi dịch vụ logistics – cảng biển thông qua góp vốn vào các dự án mới và sáp nhập. Với lượng tiền lớn hiện có, VSC đã và đang đi theo chiến lược này, tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý đến rủi ro pha loãng do công ty thực hiện chia cổ tức bằng cổ phiếu liên tục trong những năm gần đây để lấy nguồn vốn phát triển dự án.
- Cảng HICT – cảng nước sâu với công suất lớn nhất nằm ở khu vực hạ nguồn sông Cấm – Hải Phòng và là đối thủ chính của cảng VIP Green đang gặp vấn đề sa bồi dẫn tới cạn luồng, độ sâu luồng không đảm bảo cho các tàu cỡ lớn đi chuyển. Tốc độ tăng trưởng của HICT chậm lại và cảng này cũng đánh mất thị phần cho các cảng cùng khu vực như cảng VIP Green của VSC, cảng Nam Đình Vũ của GMD và cảng MIPEC.
- Theo Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng biển VN giai đoạn 2021-2030, nhà nước sẽ ưu tiên đẩy mạnh các tuyến vận tải và cảng container kết nối thành các tuyến: Quảng Ninh - Hải Phòng - Việt Trì (qua sông Đuống); Quảng Ninh - Hải Phòng - Ninh Bình (qua sông Luộc); Hà Nội - Lạch Giang; tuyến vận tải Hải Phòng - Hà Nội (qua cầu Văn Úc). Chi phí vận chuyển đường biển hàng hóa qua cảng Hải Phòng cộng chi phí vận chuyển đường bộ từ tỉnh ra Hải Phòng vẫn thấp hơn so với chi phí vận chuyển đến cảng khu vực miền Trung, Hải Phòng cũng là khu vực gần các tỉnh có các khu công nghiệp lớn như Bắc Ninh, Hải Dương, thuận lợi cho hoạt động xuất nhập khẩu.

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
VSC (%)	11%	4%	37%
VN-Index (%)	4%	-16%	-11%

### Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 45,800
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 50,800</b>
Upside	11%
Bloomberg	VSC VN
Vốn hóa	5,039 tỷ VND
	216 triệu USD
Biến động giá trong 52 tuần	VND 32,745 – VND 54,900
Giá trị giao dịch bình quân	30 tỷ VND
	1.3 triệu USD
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	6%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	1,689	1,892	2,197	2,346	2,505
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	449	602	774	747	840
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	%	26.60%	31.84%	35.24%	31.84%	33.54%
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	320	473	620	564	624
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	336	483	639	588	665
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	296	414	564	519	587
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	4,324	3,166	3,574	3,620	3,735
<i>Tăng trưởng EPS</i>	%	2.44%	-26.78%	12.86%	1.31%	3.16%
<i>Lợi tức cổ phần</i>	%	3.63%	1.15%	1.97%	1.97%	1.97%
P/E	Lần	12.74	13.74	14.22	14.03	13.60
P/B	Lần	1.40	1.60	1.78	1.44	1.38
EV/EBITDA	Lần	5.12	6.08	6.01	5.68	5.58
ROE	%	11.04%	11.68%	13.35%	10.97%	10.78%
ROA	%	9.75%	10.71%	12.40%	10.23%	10.12%

Nguồn: VSC, MBS Research

## I. Ngành cảng biển Việt Nam

### 1. Vị thế của Việt Nam trên chuỗi trung chuyển hàng hóa toàn cầu

Việt Nam là nước có mức tăng trưởng sản lượng container lưu thông cao trên thế giới trong những năm gần đây, vượt mức tăng trưởng của toàn cầu và cao hơn cả các nước cùng khu vực như Trung Quốc, Thái Lan, Philippines... Việt Nam giáp biển Đông – cầu nối thương mại và là điểm trung chuyển quan trọng trên tuyến hàng hải thế giới, giúp vận chuyển hàng hóa từ châu Á đến các châu lục khác. Khu vực cảng phía Bắc thuận lợi để giao thương với các nước Đông Bắc Á như Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản, trong khi khu vực cảng biển phía Nam phù hợp cho các tuyến vận tải viễn dương sang châu Mỹ, châu Âu hay châu Úc.

Theo chỉ số Linear Connectivity được tổng kê và tính toán bởi World Bank dựa trên các yếu tố về số lượng và trọng tài tàu, cỡ tàu tối đa, số lượng dịch vụ cung cấp và số lượng doanh nghiệp khai thác container tại cảng, Việt Nam đứng thứ 13 thế giới và thứ 3 trong Đông Nam Á (sau Singapore và Malaysia) về khả năng kết nối với mạng lưới vận chuyển toàn cầu (số liệu năm 2020).

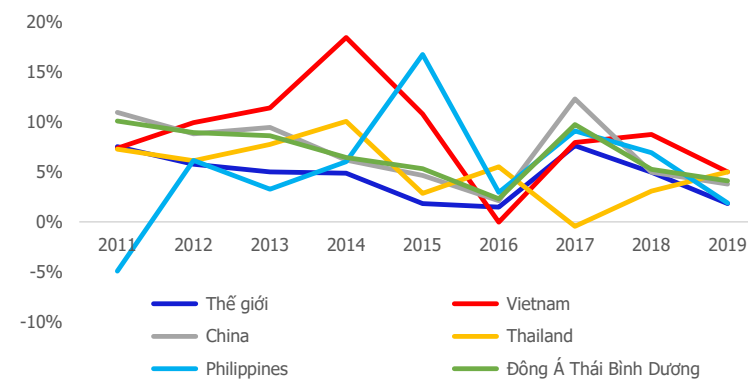
Theo thống kê của Hội nghị Liên Hiệp Quốc về Thương mại và Phát triển (UNCTAD), tính tới năm 2020, trong số 10 cảng biển có sản lượng hàng hóa trung chuyển lớn nhất thế giới, châu Á chiếm tới 7 cảng, 5 cảng biển của Trung Quốc và 2 cảng biển còn lại là Pusan (Hàn Quốc) và cảng Singapore. Điều này chứng tỏ vị trí chiến lược của châu Á trên bản đồ hàng hải thế giới, cũng như là một lợi thế cho ngành Việt Nam khi quốc gia nằm ở gần những cảng biển sôi động nhất thế giới. Cũng do đặc điểm này, khi Trung Quốc áp dụng chính sách “Zero Covid” và ra lệnh phong tỏa nghiêm ngặt Thượng Hải – nơi có cảng biển với mức giao thương lớn nhất thế giới đã khiến cho chuỗi cung ứng toàn cầu bị ảnh hưởng nặng nề. Tuy các biện pháp phong tỏa đang dần được nới lỏng trở lại, ước tính cho thấy luồng vận chuyển toàn cầu sẽ vẫn tiếp tục bị gián đoạn và chậm trễ trong vài tháng tới.

### 2. Hệ thống cảng biển Việt Nam và khu vực Hải Phòng

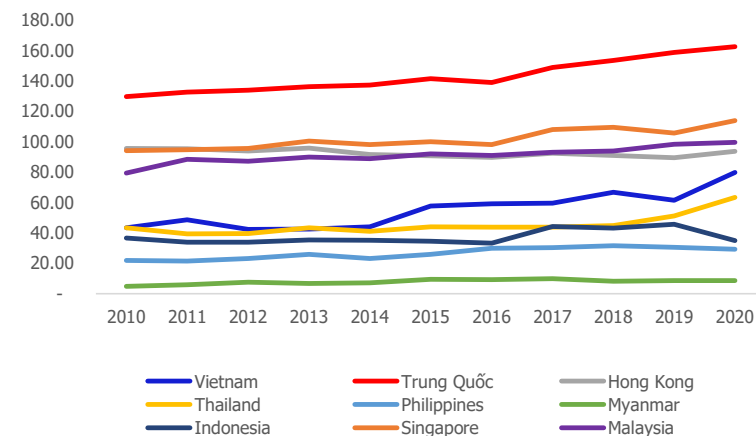
Hệ thống cảng biển Việt Nam chưa được quy hoạch hợp lý, với việc nhiều cảng nhỏ cùng hoạt động thay vì một cảng lớn với những quy chuẩn về thiết kế đáp ứng được những tàu trọng tải lớn dẫn tới hệ thống cảng biển chưa kết nối với nhau hiệu quả, hàng hóa bị phân tán, hạ tầng logistics không tập trung và không đồng bộ khiến địa điểm cho các dịch vụ logistics như ICD, bãi depot, đơn vị hải quan... cũng bị phân tán theo. **Quyết định phát triển cảng biển không còn nhiều, triển vọng tương lai của các công ty cảng biển sẽ phụ thuộc mật thiết vào vị trí của cảng cũng như khả năng gia tăng công suất xếp dỡ hàng. Các công ty lớn trong ngành đang thông qua M&A để mở rộng sản xuất, do trừ một số cảng biển miền Nam, còn cảng biển khu vực Hải Phòng đã gần đạt mức tối đa công suất.** Ngoài ra, một số công ty đã xây dựng liên kết với hãng tàu để được hãng tàu ưu tiên chọn cảng của công ty mình làm nơi cập bến, ví dụ như liên kết giữa VSC và Evergreen – hãng tàu lớn thứ 7 trên thế giới.

Với việc dòng vốn FDI đổ vào các khu công nghiệp lớn ở miền Bắc thuộc các tỉnh như Bắc Ninh, Hải Phòng, Hải Dương, Bắc Giang, Hưng Yên và các tập đoàn đa quốc gia lớn như Samsung và các công ty liên quan, LG, Honda, Ford đều có nhà máy ở khu vực miền Bắc, cảng biển khu vực Hải Phòng đã trở thành đầu mối quan trọng cho hoạt động xuất nhập khẩu sang các nước như Hàn Quốc và Nhật Bản. Hiện nay Hải Phòng có khoảng 98 cầu bến bốc xếp hàng hóa và được điều hành bởi nhiều công ty khác nhau, thêm vào đó, vị trí các cầu cảng ở gần nhau dẫn tới áp lực cạnh tranh gay gắt về giá cước dịch vụ bốc xếp. Các dịch vụ cung cấp bởi các công ty cảng biển hầu hết đều không có gì khác biệt, đây cũng là một tác nhân khiến mức độ cạnh tranh gia tăng.

Tăng trưởng sản lượng container 2011 -2019



Chỉ số Linear Connectivity (LSCI)



Nguồn: World Bank, MBS Research

## Công ty Cổ phần Container Việt Nam (HOSE: VSC)



### II. Hoạt động kinh doanh của VSC

VSC hoạt động trong ngành logistics với cơ cấu kinh doanh chia thành 4 mảng chính với tỷ trọng doanh thu năm 2021 lần lượt là: **Hoạt động bốc dỡ container (49.9%)**; Hoạt động chạy lạnh, kiểm dịch, lưu kho lưu bãi (8%); Hoạt động vận chuyển (24.1%) và các hoạt động khác (18.1%). Trong đó, **doanh thu bốc xếp container tại cầu tàu là hoạt động chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất, sau đó là doanh thu từ nâng hạ container tại bãi**. Công ty từng chia sẻ, các dịch vụ phụ như sửa chữa container sau khi trừ đi các chi phí liên quan thực chất không có lãi đáng kể, lợi nhuận của VSC chỉ chủ yếu đến từ 2 hoạt động chính kể trên. **Khách hàng chính của VSC là các hãng tàu và đại lý giao nhận**, có thể kể tới những khách hàng lớn nhất là hãng tàu Evergreen, Maersk Line A/S, Công ty MCC Transport của Singapore, hãng tàu Yang Ming. Các dịch vụ chính mà hãng tàu sử dụng bao gồm bốc xếp container tại cầu tàu, cầu bến, lưu bãi, tàu lai, còn các dịch vụ như chạy lạnh, nâng hạ container tại bãi, đóng/rút container, kiểm hóa, kiểm dịch, cân hàng thường được sử dụng bởi đại lý giao nhận và các khách hàng khác.

#### 1. Giá cả và chi phí

Các hãng tàu và VSC sẽ có hợp đồng khung và cho từng chuyến hàng, hai bên sẽ trao đổi về giá cả qua email. **Chúng tôi lưu ý rằng giá thỏa thuận với hãng tàu thường chỉ được điều chỉnh theo năm, và mức điều chỉnh sẽ phải cân nhắc kỹ để cạnh tranh với các cảng khác**. Chi đối với hàng rời thì VSC mới có thể thỏa thuận lại về giá cả với khách hàng, tuy nhiên sản lượng hàng rời là rất thấp so với hàng container, dẫn tới hầu như việc tăng giá dịch vụ cảng là theo từng năm, và nếu đánh mất khách hàng lớn sẽ khiến doanh nghiệp khó có thể tìm khách hàng thay thế, do vậy tính cạnh tranh trong ngành cảng biển là rất cao. **Việc tăng giá phí bị hạn chế cũng như 2 cảng lớn của VSC là VIP Green và Green đều đã chạm công suất tối đa khiến cho động lực tăng trưởng lợi nhuận của VSC sẽ phụ thuộc vào các dự án sắp tới, cũng như khả năng giảm thiểu chi phí trên từng đơn vị hàng (TEU)**.

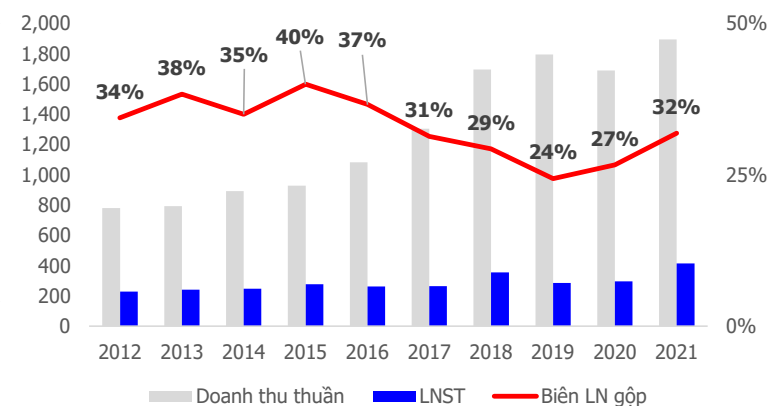
Một điểm cộng lớn là các doanh nghiệp ngành cảng biển nói chung và VSC nói riêng **có tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu (điện và dầu diesel) trong chi phí sản xuất kinh doanh khá thấp, dưới 10%, do đó các doanh nghiệp cảng biển không chịu nhiều ảnh hưởng từ biến động giá cả nguyên vật liệu như các ngành sản xuất khác**.

Gần 50% chi phí sản xuất kinh doanh của VSC là chi phí dịch vụ mua ngoài, bao gồm phần lớn là các chi phí liên quan đến xếp dỡ hàng, nâng hạ container, thuê xe vận chuyển, sửa chữa và bảo dưỡng thiết bị, chi phí nạo vét khu nước trước bến và vũng quay tàu. **Việc các chi phí sản xuất lớn phần lớn liên quan đến các chi phí thuê ngoài các đối tác cùng hoạt động trong ngành logistics là lý do khiến VSC không ngừng sáp nhập để mở rộng chuỗi giá trị dịch vụ logistics của công ty, giảm bớt chi phí thuê ngoài**.

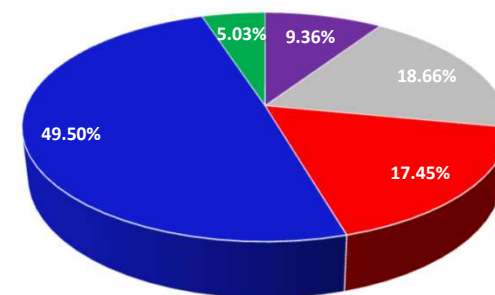
Cũng giống như các doanh nghiệp cảng biển khác, VSC cũng có tỷ trọng chi phí nhân công trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh khá cao (dao động khoảng từ 16 đến 19% tùy theo năm). Đây là mức trung bình của ngành cảng biển, thấp hơn các công ty cảng như PHP hay SGP do các công ty này có lượng hàng rời lớn, cần nhiều nhân công hơn.

**Do đặc thù ngành cảng biển là một ngành cần đầu tư tài sản cố định lớn, mức khấu hao tài sản cố định của doanh nghiệp cảng biển là khá cao và chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất**. Theo ước tính và khảo sát của chúng tôi, **VSC là một doanh nghiệp có số năm khấu hao tài sản cố định khá thấp, do vậy những năm đầu sau khi đưa cảng mới vào vận hành hoặc mở rộng thêm công suất cảng, chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh**. Trừ cầu cảng có số năm khấu hao khoảng 20 năm, các bến cảng (terminal) chỉ được khấu hao trong 8 năm, các cần trục (crane) và cầu RTG cũng chỉ được khấu hao trong 8 năm, còn các loại máy móc khác được khấu hao trong khoảng từ 5 đến 8 năm.

DT và LNST của VSC qua các năm (tỷ đồng)

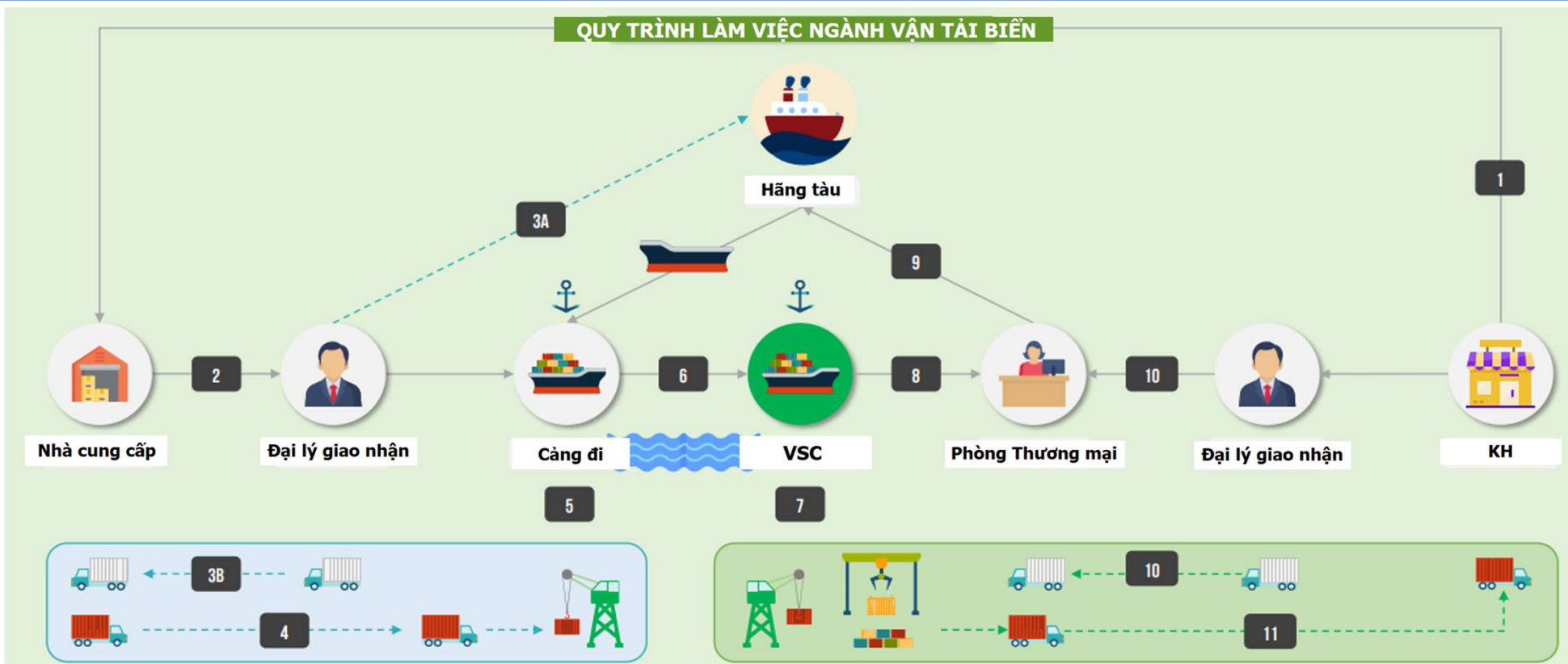


Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố (năm 2021)



- Chi phí nguyên liệu, vật liệu
- Chi phí nhân công
- Chi phí khấu hao tài sản cố định
- Chi phí dịch vụ mua ngoài
- Chi phí khác bằng tiền

Nguồn: VSC, MBS Research



**HOẠT ĐỘNG XUẤT KHẨU**

**HOẠT ĐỘNG NHẬP KHẨU**

- |   |  |   |
|---|--|---|
| <p><b>1</b> Đặt hàng nước ngoài</p> <p><b>2</b> Đại diện bên sales book đại lý giao nhận (forwarder)</p> <p><b>3A</b> Forwarder chuẩn bị tàu, xe tải và thủ tục hải quan</p> <p><b>3B</b> Xe tải với container rỗng di chuyển tới địa điểm bàn giao hàng của nhà cung cấp</p> | <p><b>4</b> Xe tải cho hàng hóa lên container và di chuyển tới cảng</p> <p><b>5</b> Container được xếp lên tàu bằng cần cẩu</p> <p><b>6</b> Tàu di chuyển từ cảng đi tới cảng đến</p> <p><b>7</b> Tàu cập cảng và bên phía cảng chịu trách nhiệm xếp dỡ hàng hóa</p> | <p><b>8</b> Phòng Thương mại nhận thông tin hàng đã tới cảng</p> <p><b>9</b> Xe tải cho hàng hóa lên container và di chuyển tới cảng</p> <p><b>10</b> Forwarder hoàn tất thủ tục hải quan và gửi xe tải tới cảng</p> <p><b>11</b> Xe tải mang hàng đưa tới khách hàng</p> |
|---|--|---|

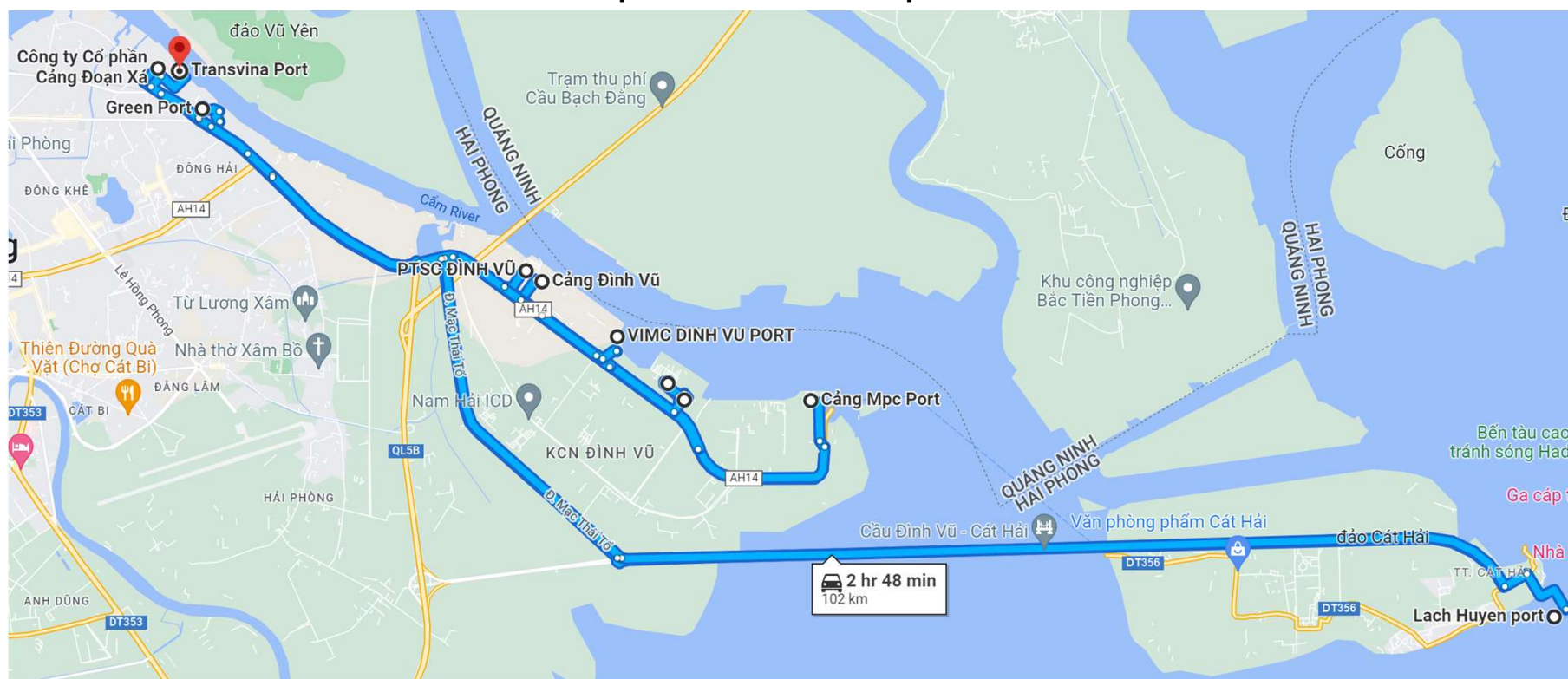
## II. Hoạt động kinh doanh của VSC

### 2. Dịch vụ cảng biển

Hiện tại, VSC sở hữu 2 cảng biển hoạt động ở khu vực sông Cấm (Hải Phòng) là cảng VIP Green (hạ nguồn sông Cấm) và cảng Green (thượng nguồn sông Cấm) với tổng công suất khoảng 1.1 triệu TEU/năm. Ngoài ra, VSC còn thuê thêm 2 cảng ở ngoài là cảng PTSC Đình Vũ (VSC nắm 22% cổ phần) và cảng Nam Hải Đình Vũ để sử dụng thêm khi có nhu cầu.

Năm 2021, **VSC đã mua lại 36% cổ phần tại cảng VIMC Đình Vũ**, trở thành cổ đông lớn thứ 2 tại cảng này sau Vinalines (nắm 51% cổ phần). VIMC có công suất thiết kế 500 ngàn TEU/năm và dự kiến đi vào hoạt động từ đầu quý 3/2022.

### BẢN ĐỒ MỘT SỐ CẢNG BIỂN KHU VỰC HẢI PHÒNG



## II. Hoạt động kinh doanh của VSC

### ❖ Khu vực thượng nguồn sông Cấm – Cảng Green

Cảng Green bắt đầu hoạt động từ năm 2004, tới thời điểm hiện tại, **phần lớn máy móc thiết bị đã chạy hết khấu hao, chỉ còn cầu cảng dự kiến cũng sẽ hết khấu hao vào năm 2024**. Cảng Green có công suất thiết kế là 300 ngàn TEU/năm, có thể tiếp nhận 2 tàu trọng tải 10 ngàn DWT cùng lúc. Cảng Green có 2 cầu tàu chiều dài 350m, bãi container rộng 180 ngàn m2, kho CFS rộng 5 ngàn m2 và độ sâu trước bến của cảng là 9.5m.

**Hệ thống cảng Hải Phòng chia làm 2 khu vực chính được chia tách bởi cầu Bạch Đằng là thượng nguồn sông Cấm** (gồm các cảng Green, Đoạn Xá, Transvina, Nam Hải) và **hạ nguồn sông Cấm** (gồm các cảng như Đình Vũ, Nam Hải Đình Vũ, HICT, VIP Green, MPC-MIPEC). Sản lượng hàng hóa thông qua cảng Hải Phòng vẫn đang duy trì đà tăng trưởng, tuy nhiên **phân hóa rõ rệt** giữa 2 khu vực hạ nguồn và thượng nguồn. **Lượng tàu khách hàng của cảng thượng nguồn được chuyển dần sang cảng hạ nguồn**, do xu thế chung của ngành hàng hải là đội tàu có trọng tải ngày càng lớn, trong khi cầu Bạch Đằng chỉ đảm bảo cho những tàu có tải trọng dưới 10 ngàn DWT đi qua. Khu vực thượng nguồn cũng gặp khó khăn về luồng hàng hải để đón được tàu lớn, do đó, từ năm 2016 tới nay, sản lượng container lần số chuyển tàu cập cảng Green suy giảm dần, các hãng tàu đặc biệt là khách hàng lớn Evergreen đã chuyển từ sử dụng cảng Green sang sử dụng cảng VIP Green mới hơn nằm ở hạ nguồn. Cảng Green đang được VSC chuyển sang làm trung tâm phân phối để hỗ trợ cho hoạt động logistics của cảng VIP Green, cũng như chuyển sang làm hàng rời và giảm dần mức phí dịch vụ.

### ❖ Khu vực hạ nguồn sông Cấm – Cảng VIP Green

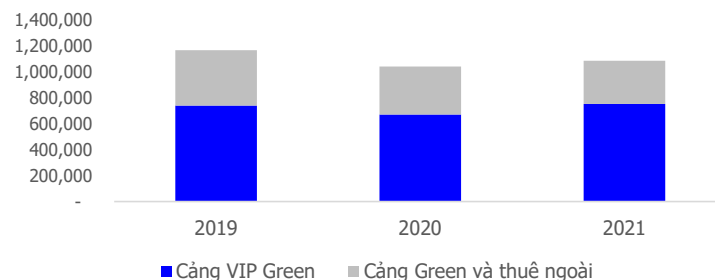
Cảng VIP Green đi vào hoạt động từ tháng 12/2015, có công suất thiết kế 800 ngàn TEU/năm, có thể tiếp nhận 2 tàu trọng tải 42 ngàn DWT cùng lúc. Cảng VIP Green có 2 cầu tàu chiều dài 400m, bãi container rộng 200 ngàn m2 và độ sâu trước bến của cảng là 9.5m. Cách cảng cảng VIP Green 3km còn có trung tâm logistics GIC, hỗ trợ cho cảng như 1 bãi depot để phát triển dịch vụ và giảm áp lực hàng hóa. **VSC cũng đã mua 1 ICD ở Đình Vũ với diện tích 20ha và vốn đầu tư trên 400 tỷ đồng, dự kiến bắt đầu hoạt động từ tháng 7/2022 để hỗ trợ cảng VIP Green.**

Vị trí thuận lợi của cảng VIP Green ở khu vực hạ nguồn giúp cho cảng có thể đón được tàu có tải trọng lớn hơn và có sản lượng hàng hóa lưu thông cao hơn. Các cảng ở khu vực cảng Hải Phòng được sắp xếp dọc theo sông Cấm đi ra biển, cảng gần biển hơn cảng có lợi thế về vị trí đón tàu hơn, và sẽ được hãng tàu ưu tiên lựa chọn để tiết kiệm chi phí và thời gian. VIP Green bị cạnh tranh gay gắt bởi các cảng có vị trí thuận lợi hơn ở khu vực hạ nguồn, đó là cảng HICT, cảng Nam Đình Vũ (giai đoạn 1) và cảng MIPEC (MPC).

Cảng HICT là cảng có công suất lớn nhất miền Bắc với khả năng đón những tàu tải trọng lên tới hơn 100 ngàn DWT, tàu mẹ có thể trực tiếp đưa hàng hóa tới cảng Hải Phòng mà không cần thông qua các cảng trung chuyển ở Trung Quốc hay Singapore, tiết kiệm chi phí và thời gian nhờ không phải sử dụng tàu gom (feeder vessel) và trung chuyển hàng hóa. **HICT tập trung vào nhóm khách hàng là các tàu lớn chạy quãng đường dài và có mức phí cao, trong khi các cảng nhỏ hơn như Nam Đình Vũ hay VIP Green có khách hàng chủ yếu là các tàu cỡ trung, chạy trong khu vực châu Á.**

Ngoài ra, cảng HICT còn có thể tiếp nhận tàu vào bất cứ thời điểm nào trong ngày thay vì phải đợi lúc thủy triều lên cao như các cảng ở sâu phía trong. **Tuy vậy, với quy mô đầu tư lớn, nhu cầu sử dụng của các tàu siêu trọng tải ở khu vực cảng Hải Phòng còn thấp, HICT đang phải mở rộng thu hút những tàu nhỏ hơn (tải trọng từ 40 ngàn DWT) do không sử dụng hết công suất thiết kế.** Thêm vào đó, **HICT đang đối mặt với việc sa bồi nghiêm trọng**, khi độ sâu trước bến ban đầu là -16m, nhưng chỉ qua 3 năm vận hành, đã bị sa bồi nghiêm trọng. Ở thời điểm tháng 9/2021, độ sâu trước bến của HICT chỉ còn -7.1m cho bến số 1 và -8.3m cho bến số 2, tương đương với độ sâu trước bến của các cảng phía thượng nguồn (độ sâu trước bến của cảng Green là -9m). Theo báo cáo của JICA (Cơ quan Hợp tác Quốc tế Nhật Bản) khi xây dựng cảng, ước tính mức độ sa bồi luồng của HICT là 60 cm cho năm đầu. 80 cm cho năm thứ 2 và 90 cm cho năm thứ 3. Như vậy, thực tế, mức độ sa bồi của HICT cao gấp hơn 3 lần so với tính toán ban đầu. Việc độ sâu luồng không đáp ứng được các yêu cầu kỹ thuật khiến cho nhiều tàu trọng tải lớn không thể cập cảng, phải giảm tải hoặc chuyển sang sử dụng cảng ở khu vực phía Nam. Việc nạo vét chậm trễ đã làm ảnh hưởng nặng nề tới hoạt động kinh doanh của cảng HICT, tuy nhiên, theo số đo mới nhất tại thời điểm 18/01/2022 cập nhật bởi Cảng vụ Hải Phòng, độ sâu trước bến của bến số 1 và bến số 2 đã đạt -14.5m sau khi nạo vét thành công. **Một nguy cơ lớn tiềm ẩn cho HICT, là khi lượng tàu có tải trọng trên 100 ngàn DWT cập cảng còn ít, lãi từ cảng HICT sẽ mất khá lâu để bù đắp nổi chi phí đầu tư dự án ban đầu và chi phí nạo vét cho những năm về sau, do khả năng sa bồi trở lại sau khi nạo vét.**

Sản lượng hàng hóa của VSC qua các năm (TEU)



Nguồn: VSC, MBS Research

## Công ty Cổ phần Container Việt Nam (HOSE: VSC)



### II. Hoạt động kinh doanh của VSC

#### ❖ Khu vực hạ nguồn sông Cấm – Cảng VIP Green

Tên cảng	HICT	Nam Đình Vũ (giai đoạn 1)	MIPEC	VIP Green
Năm hoạt động	2018	2018	2020	2016
Diện tích (ha)	41.0	21.0	22.3	20.0
Năng lực tiếp nhận hiện tại (DWT - giảm tải)	100,000	40,000	40,000	30,000
Số cầu cảng	2	2	2	2
Chiều dài cầu cảng	750	440	380	400
Công suất thiết kế	1,100,000	500,000	300,000	800,000

Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, MBS Research

Cảng Nam Đình Vũ thuộc GMD cũng là một cảng lớn cạnh tranh trực tiếp với cảng VIP Green, sản lượng qua cảng đã tăng 15% trong quý 1 năm 2022, cao hơn mức trung bình của khu vực cảng Hải Phòng chỉ là 5%. Giai đoạn 2 của cảng Nam Đình Vũ cũng đã được khởi động vào tháng 12/2021 và dự kiến bắt đầu hoạt động vào quý 1/2023 với công suất 500 ngàn TEU/năm, rộng 21ha và cầu tàu dài 440m, tương đương với công suất và thiết kế của cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1. Ngay sau khi hoàn thành giai đoạn 2 của Nam Đình Vũ, GMD dự kiến sẽ tiếp tục triển khai giai đoạn 3 vào cuối năm 2023, đưa Nam Đình Vũ trở thành cảng cỡ trung có công suất lớn nhất khu vực hạ nguồn sông Cấm.

4 bến cảng từ số 3 tới số 6 của khu cảng Lạch Huyện - HICT đang đi vào giai đoạn khởi động. Bến số 3 và số 4 đã được phê duyệt chủ trương từ năm 2019 tuy nhiên do quy hoạch và bàn giao mặt bằng chưa hoàn tất, hiện tại dự án đang chậm tiến độ. Trong khi đó, bến số 5 và số 6 đã được chấp thuận mở rộng quy mô lên 900m (450m cho mỗi bến), tăng 75m để tiếp nhận tàu có tải trọng từ 12 đến 18 ngàn TEU, đồng thời xây dựng thêm 1 bến sà lan rộng 100m và hạ tầng xung quanh phục vụ bến cảng mới. **Tuy việc xây dựng dự kiến còn kéo dài, việc mở rộng quy mô mạnh mẽ của khu cảng Lạch Huyện và khu cảng Nam Đình Vũ sẽ đẩy áp lực cạnh tranh lên cảng VIP Green khốc liệt hơn nữa trong trung và dài hạn. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá áp lực sẽ đến từ khu cảng Nam Đình Vũ nhiều hơn, do khu vực cảng Hải Phòng chủ yếu phục vụ cho các chuyển hàng vận chuyển quanh khu vực châu Á, khách hàng sử dụng tàu cỡ trung nhiều hơn là tàu siêu trọng tải.**

**Hiện tại VSC đang nắm giữ 36% vốn cổ phần tại cảng VIMC Đình Vũ và 22% vốn cổ phần tại cảng PTSC Đình Vũ. VIMC Đình Vũ là cảng cũng nằm ở khu vực hạ nguồn sông Cấm với công suất thiết kế khoảng 500 ngàn TEU/năm và dự kiến đi vào hoạt động cuối quý 3/2022, chủ dự án là Vinalines (chiếm 51% cổ phần).** VSC còn có cổ phần tại PTSC Đình Vũ, cảng này cùng cảng Nam Hải Đình Vũ là 2 cảng thường được VSC thuê ngoài khi có nhu cầu (VSC có xu hướng thuê cảng liên kết khi cảng chính không thể đón tàu). PTSC Đình Vũ tuy cũng nằm ở hạ nguồn sông Cấm nhưng chỉ tiếp nhận được tàu có tải trọng nhỏ (10-20 ngàn DWT), do vậy sản lượng hàng hóa cũng theo chiều hướng suy giảm dần. Sau khi cơ cấu và ban điều hành của VSC có sự thay đổi trong giai đoạn 2020-2021, **công ty dần chuyển dịch theo hướng ít thuê cảng ngoài hơn để giảm thiểu chi phí dịch vụ mua ngoài mà ưu tiên làm hàng tại cảng chính.**

**Hãng tàu Evergreen hiện đang nắm giữ 21.74% cổ phần của VIP Green và trở thành đối tác chiến lược của cảng này, gần 50% doanh thu hằng năm của cảng VIP Green đến từ Evergreen.** Cổ đông Evergreen đã đem lại nguồn hàng ổn định cho VIP Green trong nhiều năm qua.

**VSC từ lâu đã có kế hoạch đầu tư vào cảng Cát Hải và Liên Chiểu, là những cảng nước sâu có thể đón tàu tải trọng lên tới 100 ngàn DWT và công suất lên tới 1.1 triệu TEU/năm. Tuy nhiên, theo thông tin tại ĐHCĐ năm 2021, công ty đã quyết định không đầu tư vào cảng Liên Chiểu do tiềm năng sản lượng khu vực Đà Nẵng còn thấp. Dự án cảng Cát Hải có thể phải lùi lại tới năm 2023 và đi vào hoạt động sớm nhất vào năm 2025.** Cảng Cát Hải nằm gần với cảng Lạch Huyện, có độ sâu luồng lớn có thể tiếp nhận tàu có tải trọng cao và cạnh tranh trực tiếp với cảng HICT đã gần đạt công suất tối đa. Tuy vậy, với việc cảng Cát Hải vẫn chưa được phê duyệt chủ trương xây dựng, thời điểm dự án đi vào hoạt động có thể cũng là thời điểm các bến cảng mới của cảng HICT được xây dựng xong, đẩy mức cạnh tranh lên cao.

## II. Hoạt động kinh doanh của VSC

### 3. Dịch vụ kho bãi, logistics

Sau khi VSC mua lại ICD Quảng Bình tại Đình Vũ, Hải Phòng với diện tích 20ha, **VSC sẽ sở hữu 6 bãi container với tổng diện tích lên tới gần 62 ha**, trong đó, trừ 1 bãi depot ở Đà Nẵng rộng 4.6ha, gần 57.4 ha còn lại đều nằm ở khu vực Hải Phòng, trong đó, **VIP Green sắp tới sẽ có 4 bãi depot nằm trong cảng và cách cảng khoảng 4km, tổng diện tích lên tới 48.2 ha**.

Depot là nơi tập kết hàng hóa của khách hàng để đóng thành container đưa ra cảng biển và ngược lại, nhận hàng từ cảng, dỡ hàng khỏi container và vận chuyển đến người nhận, giúp cho cảng biển giải phóng hàng nhanh hơn, giảm ách tắc ở cảng biển. Depot còn là điểm thông quan cho hàng hóa nội địa, làm bãi chứa container có hàng, container rỗng và container lạnh; tham gia vào dịch vụ bốc dỡ container, vận chuyển hàng hóa dự án, các loại hàng siêu trường, siêu trọng, làm kho ngoại quan, thực hiện thủ tục hải quan. Depot còn đóng vai trò giảm tải cho cảng về việc xử lý các thủ tục hải quan và trở thành trung tâm điều phối hàng hóa và cung cấp các dịch vụ hỗ trợ. So sánh với cảng Nam Đình Vũ ở cùng khu vực, hiện chỉ sử dụng ICD Nam Hải với diện tích 21ha, tổng diện tích depot của VIP Green lớn hơn rất nhiều.

Các dịch vụ vận chuyển container về kho bãi của VSC chủ yếu được thực hiện bởi Công ty TNHH MTV Vận tải biển Ngôi Sao Xanh là công ty con của VSC, rất ít thuê ngoài, giảm thiểu rất nhiều chi phí cho công ty. Chúng tôi đánh giá VSC là một công ty có chuỗi dịch vụ cảng biển và logistics khá hoàn thiện, không chỉ chú trọng vào việc tăng công suất cảng biển mà việc mở rộng hoạt động hậu cần cũng được đầu tư lớn.

### III. Tình hình tài chính của VSC

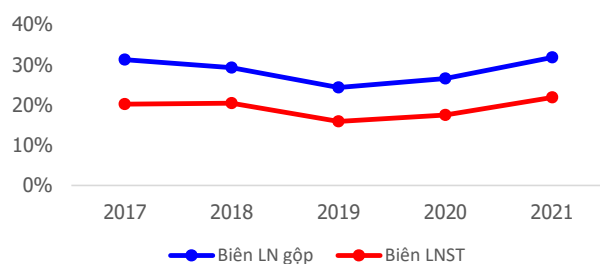
Từ sau năm 2016, sau khi xây dựng cảng VIP Green, nợ vay của VSC giảm dần, kéo theo chi phí lãi vay cũng giảm, và công ty đã trả hết nợ (cả dài hạn và ngắn hạn) và không còn mất chi phí lãi vay. Lượng tiền và các khoản tương đương tiền của VSC cũng đạt mức kỷ lục (hơn 1 ngàn tỷ đồng) từ cuối năm 2021 và vẫn duy trì tới cuối quý 1/2022. Sau khi VIP Green đi vào hoạt động vào tháng 12/2015, những năm đầu, tỷ suất lợi nhuận của VSC có xu hướng giảm nhẹ do chi phí khấu hao cao và chi phí lãi vay cao. Tỷ suất lợi nhuận bắt đầu tăng lại từ năm 2020 khi doanh nghiệp đầu tư thêm và giảm bớt thuê cảng ngoài và tiếp tục duy trì xu hướng cải thiện, biên LN gộp tăng từ mức 31.8% của năm 2021 lên 34.6% cho quý 1/2022.

VSC đồng thời đã tích lũy được một lượng tiền rất lớn trong năm 2021, một phần đến từ việc phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn phục vụ mục đích đầu tư, đồng thời giảm mức cổ tức tiền mặt từ mức 20% của năm 2020 xuống còn 5% trong năm 2021. Do hiện tại VSC không sử dụng nợ vay cho các dự án mới của mình, chúng tôi dự đoán công ty sẽ tiếp tục chia cổ tức cổ phiếu trong những năm tới để có nguồn vốn cho dự án cảng nước sâu Cát Hải.

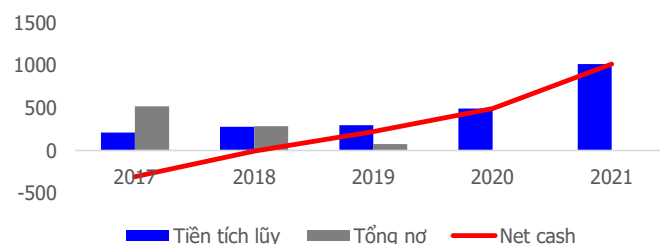
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của VSC luôn dương và tăng trưởng đều đặn qua các năm. Từ năm 2017 đến năm 2020, CFF của VSC luôn âm do trả dần nợ vay và trả cổ tức tiền mặt, tuy nhiên trong năm 2021 CFF tăng mạnh do VSC phát hành thêm cổ phiếu tăng vốn. Cũng trong năm 2021, CFI giảm mạnh do VSC mua cổ phần tại VIMC Đình Vũ.

Nhìn chung, VSC có cơ cấu tài chính khỏe mạnh, an toàn, với nguồn tiền lớn để phục vụ sản xuất và đặc biệt là đầu tư các dự án mới.

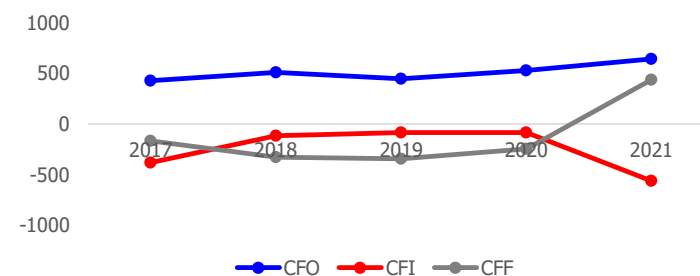
Tỷ suất lợi nhuận của VSC



Tổng nợ và tiền tích lũy của VSC (tỷ đồng)



Dòng tiền của VSC qua các năm (tỷ đồng)





## Công ty Cổ phần Container Việt Nam (HOSE: VSC)



### IV. Đánh giá rủi ro

Chúng tôi đánh giá VSC hiện tại đang có những rủi ro chính sau đây:

- Tình trạng thiếu container rỗng kéo dài gây ảnh hưởng xấu tới toàn bộ ngành vận tải biển Việt Nam và thế giới.
- Sản lượng hàng hóa thông cảng thấp hơn dự kiến do tăng trưởng ngành vận tải biển thấp hơn hoặc tăng trưởng sản lượng của khu vực cảng Hải Phòng chậm lại và/hoặc VSC bị mất thị phần vào tay các đối thủ.
- Cấu trúc phí thấp do những thay đổi bất lợi về quy định của Nhà nước hoặc do cạnh tranh quá gay gắt
- Sự chậm trễ trong việc xin phê duyệt chủ trương và khởi công của dự án Cát Hải sẽ ảnh hưởng tới kế hoạch mở rộng sản xuất trung và dài hạn của công ty.
- Các sự kiện bất thường có thể gây chậm trễ cập bến cho tàu và ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của cảng.
- Ảnh hưởng của thời tiết xấu có thể làm giảm chất lượng kỹ thuật của cảng.
- Các chi phí tu sửa lớn như nạo vét hoặc bảo tu máy móc, cầu cảng có thể làm giảm biên lợi nhuận của VSC trong một khoảng thời gian.

### V. Định giá

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE theo tỷ trọng 50/50 để xác định giá mục tiêu cho VSC. MBS đưa ra khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu VSC, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu VSC là **50,800 VND/cp**, **upside 11%** so với mức giá tham chiếu ngày 15/06/2022 là 45,800 VND/cp.

Phương pháp	Kết quả	Trọng số
FCFF	49,100	50%
FCFE	52,500	50%
Giá mục tiêu (sau khi làm tròn)		<b>50,800</b>

## Công ty Cổ phần Container Việt Nam (HOSE: VSC)



Kết quả kinh doanh						Lưu chuyển dòng tiền					
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F		2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	1,689	1,892	2,197	2,346	2,505	Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	529	645	383	284	288
Giá vốn hàng bán	1,240	1,290	1,423	1,599	1,665	Dòng tiền thuần hđ đầu tư	(86)	(562)	(309)	(316)	(256)
Lợi nhuận gộp	449	602	774	747	840	Dòng tiền thuần hđ tài chính	(247)	437	(99)	(101)	(7)
Doanh thu tài chính	11	13	18	19	21						
Chi phí tài chính	2	2	11	12	13						
Chi phí bán hàng	56	48	59	82	107						
Chi phí quản lý doanh nghiệp	73	81	96	102	109						
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	320	473	620	564	624						
Lợi nhuận trước thuế	336	483	639	588	665						
Lợi nhuận sau thuế	296	414	564	519	587						
Tài sản- Nguồn vốn						Hệ số tài chính					
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F		2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>896</b>	<b>1,442</b>	<b>1,734</b>	<b>1,949</b>	<b>2,187</b>	<b>Hệ số hiệu quả</b>					
Tiền tương đương tiền	493	1,014	988	855	880	Biên lợi nhuận gộp	26.6%	31.8%	35.2%	31.8%	33.5%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8	99	173	252	402	EBITDA Margin	32.8%	35.5%	41.2%	37.5%	38.8%
Khoản phải thu	193	210	269	328	407	Biên lợi nhuận ròng	17.6%	21.9%	25.7%	22.1%	23.4%
Hàng tồn kho	24	21	29	33	34	ROE	11.0%	11.7%	13.3%	11.0%	10.8%
Tài sản ngắn hạn khác	177	99	275	481	463	ROA	9.8%	10.7%	12.4%	10.2%	10.1%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1,562</b>	<b>1,824</b>	<b>1,987</b>	<b>2,204</b>	<b>2,558</b>	<b>Hệ số tăng trưởng</b>					
Tài sản cố định	922	811	842	808	742	Tăng trưởng doanh thu	-5.8%	12.0%	16.1%	6.8%	6.7%
Tài sản dở dang dài hạn	-	2	2	46	41	Tăng trưởng LNTT	-1.8%	43.7%	32.3%	-7.9%	13.0%
Đầu tư tài chính dài hạn	118	506	506	506	924	Tăng trưởng LNST	3.7%	39.6%	36.2%	-7.9%	13.0%
Tài sản dài hạn khác	523	504	637	844	851	Tăng trưởng EPS	2.4%	-26.8%	12.9%	1.3%	3.2%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,458</b>	<b>3,266</b>	<b>3,721</b>	<b>4,153</b>	<b>4,745</b>	<b>Hệ số thanh khoản</b>					
<b>Nợ phải trả</b>	<b>287</b>	<b>270</b>	<b>264</b>	<b>277</b>	<b>290</b>	Hệ số thanh toán hiện hành	3.12x	5.36x	6.57x	7.03x	7.53x
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>287</b>	<b>269</b>	<b>264</b>	<b>277</b>	<b>290</b>	Hệ số thanh toán nhanh	1.74x	4.13x	4.40x	3.99x	4.42x
Phải trả người bán ngắn hạn	105	81	93	105	109	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.00x	0.00x	0.00x	0.00x	0.00x
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.00x	0.00x	0.00x	0.00x	0.00x
Phải trả ngắn hạn khác	183	188	171	173	181	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	938.25x	0.00x	0.00x	0.00x	0.00x
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Hệ số định giá</b>					
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	Lợi suất cổ tức	3.6%	1.1%	2.0%	2.0%	2.0%
Phải trả dài hạn khác	0	1	0	0	0	EPS (VND)	4,324	3,166	3,574	3,620	3,735
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,171</b>	<b>2,996</b>	<b>3,457</b>	<b>3,876</b>	<b>4,455</b>	BVPS (VND)	39,379	27,231	28,513	35,158	36,903
Vốn góp của chủ sở hữu	551	1,100	1,102	1,102	1,207						
Thặng dư vốn cổ phần	36	36	39	39	39						
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-						
Quý đầu tư phát triển	797	826	839	741	796						
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	413	660	1,098	1,605	2,014						
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2,458</b>	<b>3,266</b>	<b>3,721</b>	<b>4,153</b>	<b>4,745</b>						

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

**Hoàng Công Tuấn** [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Trọng Việt Hoàng** [Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn](mailto:Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn)

#### Trái phiếu

**Lê Minh Anh** [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

**Chu Thế Huỳnh** [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Trần Thái Bình** [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

**Phạm Thùy Trang** [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Đình Công Luyện** [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

**Đỗ Lan Phương** [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

**Dương Thiện Chí** [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

#### Vật liệu xây dựng

**Hoàng Ngân Giang** [Giang.HoangNgan@mbs.com.vn](mailto:Giang.HoangNgan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
<b>MUA</b>	>=15%
<b>GIỮ</b>	Từ -15% đến +15%
<b>BÁN</b>	<= -15%

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)