



## CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC-HSX)

### Sẵn sàng cho giai đoạn tăng trưởng nhanh và bền vững

- Kinh nghiệm hoạt động, chất lượng dịch vụ và năng lực khai thác tốt là những lợi thế cạnh tranh của VSC
- Cảng Xanh Vip giúp gia tăng năng lực và vị thế của VSC trong trung và dài hạn đồng thời hỗ trợ tăng trưởng KQKD trong ngắn hạn
- Triển vọng hàng hóa tăng trưởng cao nhưng bức tranh kinh doanh của các doanh nghiệp cảng ở Hải Phòng sẽ có sự phân hóa mạnh

### Quan điểm và Định giá:

CTCP Tập đoàn container Việt Nam là một trong các đơn vị khai thác cảng container tư nhân hàng đầu ở Việt Nam. Công ty có đại bản doanh ở Hải Phòng và cung cấp các dịch vụ liên quan đến container (vận chuyển, kho bãi, đóng rút hàng hóa...) ở nhiều tỉnh thành trọng điểm. Năng lực cạnh tranh của VSC nằm ở kinh nghiệm hoạt động trên 30 năm, chất lượng dịch vụ tốt, hệ thống tài sản đầu tư đồng bộ (cảng- đội xe – kho/bãi) và dự địa khai thác được mở rộng (dự án cảng Xanh Vip khai thác GD 1 tháng 11/2015). Trong ngắn hạn, Cảng Xanh Vip sẽ chưa đóng góp nhiều vào lợi nhuận ròng của VSC với gánh nặng chi phí còn lớn (khấu hao, lãi vay) và tỷ lệ sở hữu của VSC chỉ hơn mức quá bán (50,08%).

Tuy nhiên, trong trung và dài hạn, VSC, sẽ là một trong số ít doanh nghiệp hưởng lợi đầu tiên và nhiều nhất từ dự báo sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu sẽ đột phá mạnh khi Việt Nam tham gia sâu vào chuỗi cung ứng toàn cầu thông qua các FTAs và TPP. Ngoài ra, chúng tôi cũng tin vào khả năng cao VSC sẽ sớm gia tăng tỷ lệ sở hữu tại Cảng Xanh Vip, qua đó, giúp lợi nhuận ròng Công ty tăng trưởng cao hơn. Ngoài ra, hoạt động kho vận và khai thác cảng trong dài hạn ở phía Bắc được kỳ vọng sẽ phát triển bền vững hơn nhờ vào việc thu hút nhiều hơn nguồn vốn FDI đầu tư vào khu vực. Với những phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị **NĐT TÍCH LŨY** cổ phiếu VSC trong **DÀI HẠN** với giá mục tiêu **76.000VND** (cao hơn giá đóng cửa của VSC ngày 14/04/2016 gần 29%).

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016F	FY2017F
Doanh thu thuần	891	928	1,205	1,383
% tăng trưởng (%)	13	4	30	15
LNST của Cty mẹ	248	279	256	302
% tăng trưởng	3%	13%	-8%	18%
Tỷ suất LNST (%)	28	30	21	22
ROA (%)	19	15	10	11
ROE (%)	24	21	17	18
EPS (VND)	6.464	6.068	5.567*	6.565*
EPS đ/chỉnh (VND)	5.391	6.068	5.567	6.565
Giá trị sổ sách (VND)	35.201	34.556	39.137	39.783
Cổ tức /VDL	30%	30%	20%-30%	20%-30%
P/E (x)	6.2	12.7	11.0	11.0
P/BV (x)	1.1	2.2	1.5	1.5

Nguồn: VSC, RongViet Research, \*Đã điều chỉnh việc trích chi phí phúc lợi-khen thưởng(10%/LNST) và tính trên SLCPH tại 14/04/2016.

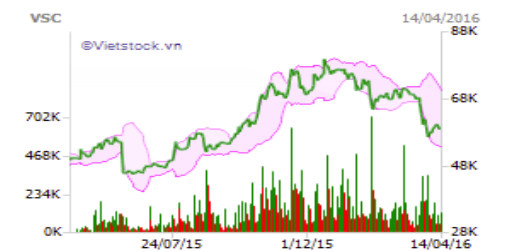
## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	59.000
Giá mục tiêu (VND)	76.000

Thời gian đầu tư	<b>Dài hạn</b>
------------------	----------------

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Khai thác cảng
Vốn hóa ( tỷ đồng)	2.422
SLCPDLH	41.416.042
Beta	0,8
Free Float (%)	65,2
Giá cao nhất 52 tuần	80.000VND
Giá thấp nhất 52 tuần	40.200VND
KLGD bình quân 20 phiên	162.000dv



Nguồn: Vietstock

### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
VSC	-23,5	45,9	152,2
Vận tải công nghiệp	-6,6	24,2	117,2
VN30 Index	-1,7	3,1	11,6
VN Index	-2,2	-0,3	0,0

### Cổ đông lớn (%)

Vietnam Holding Limited	6,9
Swift Current Offshore Ltd	6,3
Forum one – VCG Partners Vietnam Fund	4,9
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	0,0

### Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1319

hoang.nh@vdsc.com.vn

### Kinh nghiệm hoạt động, chất lượng dịch vụ và năng lực khai thác tốt là lợi thế cạnh tranh của VSC

CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC-HSX) là một doanh nghiệp tư nhân hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực container bên cạnh Cảng Hải Phòng, Tân Cảng Sài Gòn và Cảng Sài Gòn. Với kinh nghiệm hoạt động trên 30 năm, VSC cung cấp các dịch vụ như xếp dỡ, vận chuyển, kho bãi và đại lý hãng tàu tại Hải Phòng và các tỉnh lân cận phía Bắc. Nhằm đa dạng hóa và hoàn thiện chuỗi dịch vụ logistics, VSC đã đầu tư và đưa vào khai thác cảng Xanh (công suất 360.000 Teus/năm) tại Hải Phòng vào năm 2003. Mặc dù phải đối mặt với áp lực cạnh tranh gia tăng và năng lực khai thác cảng đã ở mức toàn dụng nhưng Công ty vẫn đạt được KQKD khả quan với Doanh thu và LNST đạt mức tăng trưởng kép hàng năm lần lượt 4,0% và 7,8% suốt giai đoạn 2011-2015.

Hiện tại, Công ty sở hữu 07 công ty con và 03 công ty liên kết đều hoạt động trong lĩnh vực logistics (Bảng 01). Trong đó, CTCP Cảng Xanh Vip (Vốn điều lệ: 575 tỷ đồng) là đơn vị quản lý và khai thác trực tiếp dự án cảng Xanh Vip (tổng công suất xếp dỡ 500.000 Teus/năm). VSC đã đưa vào khai thác Giai đoạn 01 gồm một cầu cảng (dài 200m) vào cuối tháng 11/2015 (công suất 250.000Teus/năm) và Giai đoạn 02 dự kiến sẽ hoạt động vào tháng 09/2016 (công suất 250.000Teus/năm). Cảng Xanh Vip nằm ở bán đảo Đình Vũ nơi có độ sâu luồng lạch tốt hơn (-9m đến -10m) sẽ là một bước ngoặt quan trọng giúp: (1) giải quyết bài toán về năng lực xếp dỡ của VSC, (2) vị trí địa lý thuận lợi tạo điều kiện cho Công ty cung cấp dịch vụ cho tàu tải trọng đến 30.000 nghìn DWT và (3) đón đầu nguồn hàng hóa dự kiến sẽ tăng mạnh trong thời gian sắp tới khi Việt Nam hội nhập sâu vào kinh tế toàn cầu.

**Bảng 01: Các công ty con và liên kết của VSC**

Tên doanh nghiệp	Vốn góp của VSC (tỷ đồng)	Tỉ lệ sở hữu	Hoạt động chính
<b>Công ty con</b>			
Cty TNHH MTV VTB Ngôi Sao Xanh	15	100%	Vận tải, bốc xếp
Cty TNHH MTV Vinconship Việt Nam	6	100%	Vận tải, bốc xếp
Cty TNHH Tuyển T.S	0,2	100%	Đại lý
Cty TNHH MTV Bến Xanh	25	100%	Bốc xếp, kho bãi
Cty TNHH MTV Trung tâm Logistics Xanh	90	100%	Bốc xếp, kho bãi
CTCP Container Miền Trung	19,8	65%	Vận tải, bốc xếp
CTCP Cảng Xanh Vip	292,5	50,8%	Khai thác cảng, bốc xếp, kho bãi
<b>Công ty liên kết</b>			
Cty TNHH Ngôi Sao Xanh tương lai	3,06	49%	Đại lý, kho bãi
CTCP Logistics cảng Đà Nẵng	12,0	37%	Kho bãi
CTCP Cảng DVĐK Đình Vũ	93,3	22%	Khai thác cảng, bốc xếp, kho bãi

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Doanh thu của VSC có thể cơ cấu theo 03 hoạt động chính gồm: (1) khai thác cảng (60%), hoạt động kho –bãi (30%) và vận tải đường bộ (10%). Với 02 cảng đang sở hữu (cảng Xanh và Xanh Vip), VSC thuộc nhóm các doanh nghiệp khai thác cảng có năng lực xếp dỡ container lớn nhất Hải Phòng. Cụ thể, khi giai đoạn 02 của cảng Xanh Vip đi vào hoạt động (dự kiến tháng 09/2016) thì tổng năng lực khai thác cảng của Công ty sẽ đạt ~860.000 Teus/năm (tăng 2,4 lần so với đầu năm 2015). Hiện tại, ngoài VSC, chỉ có 03 doanh nghiệp khác ở Hải Phòng có công suất khai thác cảng trên 500.000 Teu/năm là PHP-HNX (Cảng Tân Vũ và Chùa Vẽ), GMD-HSX (Cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ) và DVP-HSX (Cảng Đình Vũ). Trong năm 2015, tổng sản lượng thông quan của VSC, chủ yếu là ở cảng Xanh, đạt 350.000 Teus (giảm nhẹ 2,7% so với 2014) và tương ứng 8,8% tổng thị phần khai thác cảng ở Hải Phòng. Đối với dịch vụ kho và bãi, Công ty đang khai thác tổng diện tích bãi ~25 ha và hệ thống kho CFS gần 20.000m<sup>2</sup> tại Hải

Phòng. Ngoài ra, VSC cũng sở hữu đội xe gần 140 đầu kéo chủ yếu hoạt động ở khu vực miền Trung và miền Bắc.

Như vậy, chúng tôi cho rằng, kinh nghiệm hoạt động lâu năm, năng lực khai thác được mở rộng (cảng Xanh Vip) và chất lượng dịch vụ tốt sẽ là những lợi thế cạnh tranh quan trọng giúp thu hút và giữ chân khách hàng (hãng tàu) trong chiến lược phát triển kinh doanh của Công ty.

**Bản đồ: Vị trí các cảng của VSC**

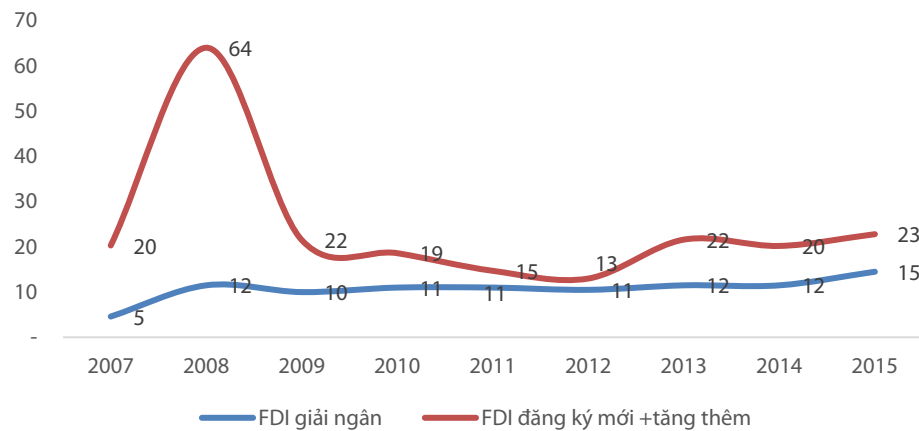


Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Nguồn hàng hóa và nhu cầu dịch vụ logistics sẽ tăng cao nhưng bức tranh kinh doanh của các doanh nghiệp khai thác cảng ở Hải Phòng sẽ có sự phân hóa mạnh**

*Triển vọng hàng hóa tăng trưởng tích cực từ nhu cầu đầu tư FDI tăng cao*

**Đồ thị 01: Vốn FDI (đăng ký mới và giải ngân) vào Việt Nam**

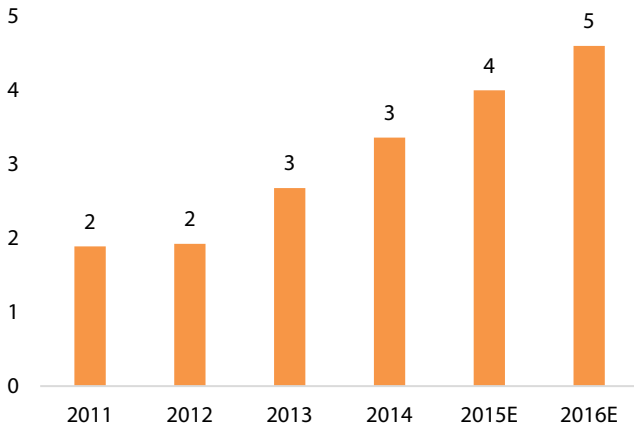


Nguồn: RongViet Research tổng hợp, FIA

Nhu cầu các dịch vụ logistics và sản lượng hàng hóa qua cảng có mối liên hệ mật thiết và tỉ lệ thuận với hoạt động giao thương XNK. Trong bối cảnh các nước phát triển phục hồi chậm chạp và kinh tế Trung Quốc giảm tốc kim hãm thương mại toàn cầu, Việt Nam nổi lên là một điểm sáng với tổng kim ngạch XNK năm 2015 tiếp tục tăng 10% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng thương mại hàng năm ở mức hai con số suốt nhiều năm qua có sự đóng góp rất lớn từ khối các doanh nghiệp FDI. Theo số liệu của Cục Đầu tư nước ngoài (FIA), tổng vốn FDI giải ngân vào Việt Nam hàng năm đã tăng vọt lên trung bình 10,2 tỷ USD từ khi gia nhập WTO vào năm 2007. Việc đẩy mạnh tiến trình hội

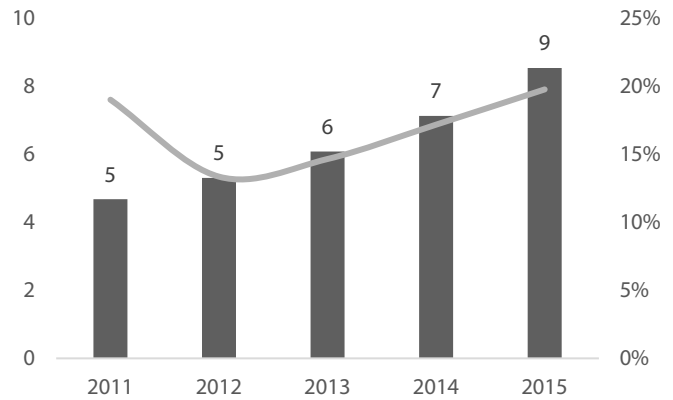
nhập kinh tế quốc tế, thông qua các Hiệp định thương mại (FTAs), sẽ thu hút mạnh mẽ hơn nữa các doanh nghiệp FDI mở rộng đầu tư tại Việt Nam tận dụng thị trường tiêu thụ tiềm năng, chi phí lao động thấp và nhiều hàng rào thuế quan được dỡ bỏ. Thực tế, khối FDI đóng góp gần 2/3 trong tổng kim ngạch thương mại Việt Nam năm 2015. Do đó, các doanh nghiệp logistics và đặc biệt là nhóm cảng container dự báo sẽ hưởng lợi do việc mở rộng sản xuất sẽ kéo nhu cầu *nhập khẩu* nguyên vật liệu, máy móc và hàng hóa *xuất khẩu* (dệt may, đồ nội thất gỗ và giày dép) tăng mạnh.

**Đồ thị 02: Sản lượng container qua cảng khu vực Hải Phòng (triệu Teus)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Đồ thị 03: Tổng kim ngạch thương mại của Hải Phòng (tỷ USD)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Theo thống kê của FIA, khu vực các tỉnh Đông Bắc Việt Nam (Bắc Ninh, Hà Nội, Hải Dương, Hải Phòng...) thu hút gần ½ tổng lượng vốn FDI đăng ký cả nước trong năm 2015 (~10 tỷ USD). Hải Phòng, sở hữu các lợi thế như: (1) vị trí cửa ngõ XNK hàng hóa ở phía Bắc, (2) chất lượng cơ sở hạ tầng cải thiện nhanh chóng (QL 5B, QL10, cao tốc Hà Nội-Hải Phòng...) và (3) nằm trên tuyến vận tải biển Đông Bắc Á (Việt Nam, Nhật Bản, Trung Quốc và Hàn Quốc) dự báo sẽ là một trong những "điểm nóng" thông quan hàng hóa XNK trong các năm tới. Tổng kim ngạch XNK và hàng hóa thông qua cảng tại đây đạt tốc độ tăng trưởng kép lần lượt 12,5% và 9,6% từ 2011-2015. Trong năm 2016, UBND TP. Hải Phòng dự kiến sản lượng hàng hóa qua cảng sẽ tiếp tục tăng ~16,2% với nhiều dự án FDI lớn đi vào sản xuất như LG Electronics Vietnam, Nhà máy lốp xe Bridgestone, Nhà máy sản xuất đất hiếm Shin-Etsu (Nhật Bản).

Tuy nhiên, hoạt động SXKD của các doanh nghiệp logistics và khai thác cảng ở Hải Phòng có thể bị ảnh hưởng bởi diễn biến địa chính trị giữa Việt Nam và Trung Quốc. Với gần 60% lượng hàng qua các bến cảng ở đây là hàng tạm nhập tái xuất đi/từ Trung Quốc (thực phẩm, nông sản, nguyên vật liệu), do đó, căng thẳng chính trị Việt-Trung leo thang sẽ khiến lượng hàng hóa giao dịch biên mậu bị ùn ứ và tạo áp lực cục bộ lên hạ tầng giao thông và cảng. Trong các năm tới, chúng tôi cho rằng sự dịch chuyển của dòng vốn FDI ra các KCN phía Bắc Việt Nam sẽ góp phần đa dạng hóa nguồn hàng XNK ở Hải Phòng, giảm bớt rủi ro lệ thuộc vào nguồn hàng có nguồn gốc từ Trung Quốc mang đến sự tăng trưởng bền vững hơn.

#### ***KQKD của các doanh nghiệp khai thác cảng ở Hải Phòng sẽ phân hóa mạnh***

Trong trung hạn, chúng tôi cho rằng bức tranh kinh doanh của các doanh nghiệp cảng ở Hải Phòng sẽ có sự phân hóa mạnh. Nói cách khác, tình trạng cung và cầu về xếp dỡ hàng tại cảng sẽ phân hóa theo hướng "thừa công suất các cảng nhỏ ở thượng nguồn sông Cấm nhưng thiếu nguồn cung cảng container khu vực hạ lưu". Vì vậy, các cảng nhỏ nằm sâu trong nội địa thành phố (Đoạn Xá, Nam Hải, Greenport, Chùa Vẽ...) sẽ chịu sự cạnh tranh khốc liệt. Khi đó, các hãng tàu quốc tế sẽ ưu tiên sử dụng dịch vụ tại các cảng ở khu vực Đình Vũ (hạ lưu sông Cấm) có độ sâu luồng lạch tốt phù hợp với xu thế sử dụng tàu container tải trọng lớn nhằm tối ưu hóa chi phí vận chuyển.

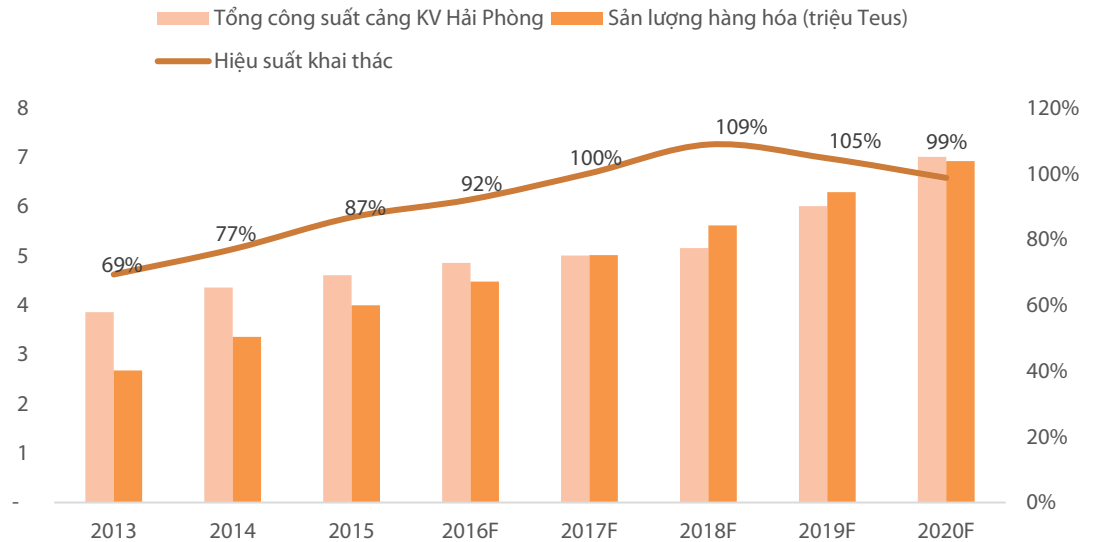
**Bảng 02: Bức tranh ngành cảng ở Hải Phòng từ 2016-2020**

Vị trí	Cảng	Công suất (Teus/năm)	Khả năng mở rộng	Triển vọng trung và dài hạn
Các cảng ở "thượng lưu" Sông Cấm	Chùa Vẽ (PHP-HNX)	800.000	Hạn chế	Triển vọng "Ổn định – Không tăng trưởng": (1) Luồng lạch nông, sa bồi nhanh chỉ có thể tiếp tàu 10 nghìn DWT (giảm tải), (2) Các cảng cotnainer (TC 128, Hải An, Cảng xanh, Nam Hải) đã chạy vượt công suất, (3) nhiều cảng chỉ làm hàng container nội địa hoặc chỉ khai thác hàng rời chủ yếu, (3) trang thiết bị đã qua sử dụng lâu, chất lượng dịch vụ do đó không đảm bảo và (4) công trình cầu Bạch Đằng ảnh hưởng nhất định về hoạt động khai thác tàu.
	Nam Hải (GMD-HSX)	200.000		
	Đoạn Xá (DXP-HNX)	200.000		
	Transvina	100.000		
	Cảng Xanh (VSC-HSX)	360.000		
	TC 128	200.000		
Hải An (HAH-HSX)	200.000			
Các cảng ở "hạ lưu" Sông Cấm (bến Đình Vũ)	TC 189	200.000	Không đáng kể	Đang khai thác công suất tối đa và vị trí cảng không thuận tiện do khá sát địa điểm thi công cầu Bạch Đằng
	PTSC Đình Vũ (PSP-Upcom)	200.000		Hiệu suất khai thác toàn dụng
	Đình Vũ (DVP-HSX)	600.000		
	<b>Tân Vũ (PHP-HNX)</b>	800.000	Có thể tăng thêm 150.000 - 200.000 Teus khi đầu tư thêm thiết bị xếp dỡ	<b>Sẽ hưởng lợi "trực tiếp" từ nguồn hàng hóa XNK tăng lên mỗi năm từ 2016 -2020</b>
	<b>Nam Hải Đình Vũ (GMD-HSX)</b>	500.000	Thêm 150.000-200.000Teus/năm từ 2017 với ICD Nam Hải	
<b>Xanh Vip (VSC-HSX)</b>	500.000	Thêm 150.000-200.000Teus/năm từ 2018 với kho bãi mới		
Cảng "nước sâu" Lạch Huyện	Lạch Huyện GĐ 1	1.000.000	Dự kiến năm 2019	Vị trí đắc địa là bến cảng nước sâu chủ yếu khai thác tàu mẹ (tải trọng 60.000-80.000DWT) đi Châu Mỹ và Châu Âu. Không cạnh tranh trực tiếp với loại tàu thông quan qua bến Đình Vũ (tàu feeder <40.000 DWT) cho đến 2020.
	Lạch Huyện GĐ 2	1.000.000	Dự kiến năm 2020	

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hiệu suất khai thác cảng container ở khu vực Hải Phòng hiện tại khá cao, gần 90%, trong đó nhiều cảng như Hải An (HAH-HSX), Nam Hải (GMD-HSX), Đình Vũ (DVP-HSX)... phải chạy vượt đến 20-25% công suất thiết kế. Do đó, với dự báo hàng container tăng trưởng 15-16%/năm thì đến cuối năm 2017 khu vực cảng Hải Phòng sẽ lâm vào tình trạng thiếu năng lực xếp dỡ container. Tuy nhiên, như đã phân tích, nhóm cảng Nam Hải Đình Vũ (GMD-HSX), Xanh Vip (VSC-HSX), Đình Vũ (DVP-HSX) và Tân Vũ (PHP-HNX) sẽ là nhóm các cảng được hưởng lợi nhiều nhất từ nhu cầu hàng hóa tăng lên nhờ sở hữu vị trí cảng đẹp, trang thiết bị mới được đầu tư và hệ thống cơ sở hạ tầng sau bãi đồng bộ.

**Đồ thị 04: Cung – cầu khai thác cảng ở khu vực Hải Phòng**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Cảng Xanh Vip sẽ gia tăng năng lực và vị thế của VSC trong trung và dài hạn đồng thời hỗ trợ tăng trưởng KQKD trong ngắn hạn**

**Bảng 03: Dự án cảng Xanh Vip**

Cảng Xanh Vip	Công suất xếp dỡ	Đi vào khai thác
Giai đoạn 1	250.000 Teus	11/2015
Giai đoạn 2	250.000 Teus	09/2016 (dự kiến)
<b>Tổng cộng</b>	<b>500.000 Teus</b>	

Nguồn: VSC, Rong Viet Research tổng hợp

Cảng Xanh Vip được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng KQKD của VSC trong các năm tới. Với lợi thế nằm ở khu vực Đình Vũ có mớn nước sâu (-9 đến -10 m thay vì -7,5m ở thượng lưu), vũng quay tàu rộng và nằm cạnh KCN Đình Vũ đóng vai trò là nguồn hàng, Cảng Xanh Vip cho thấy tầm nhìn của VSC trong việc nắm bắt xu thế khai thác tàu tải trọng lớn của các hãng tàu quốc tế và đón đầu triển vọng hàng hóa gia tăng từ các FTAs. Hiện tại, Cảng Xanh Vip đang khai thác một cầu cảng (dài 200m) trong Giai đoạn 01 và sẽ đưa cầu cảng còn lại đi vào hoạt động trong Giai đoạn 02 dự kiến tháng 09/2016.

Trong ngắn hạn, nguồn hàng chủ yếu của cảng Xanh Vip sẽ đến từ đối tác chiến lược Evergreen với tần suất 3-4 tàu/ tuần và sẽ nâng lên 6-8 tàu/tuần khi Giai đoạn 2 đi vào hoạt động. Ngoài ra, VSC cũng là đối tác cung cấp dịch vụ lâu năm của hãng tàu TS Lines, APL, OOCL và Cosco. Do cầu cảng số 2 chỉ có thể khai thác từ Q3/2016 nên cảng Xanh Vip ước tính sẽ xếp dỡ khoảng ~300.000Teus trong năm 2016 (ứng với 60% công suất) và sản lượng thông quan có thể tăng lên 450.000Teus vào năm 2017 (hay 90% công suất thiết kế). Theo đó, Cảng mới sẽ tạo ra LNST ~36 tỷ trong năm 2016 và tăng vọt lên 106 tỷ đồng vào năm 2017 (Cảng Xanh Vip được miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu tiên hoạt động có lãi và hưởng thuế suất ưu đãi 5% trong 9 năm tiếp theo).

Trong trung và dài hạn, chúng tôi tin rằng sản lượng container qua Hải Phòng sẽ tiếp tục giữ vững tốc độ tăng trưởng hàng năm ~12-15% tác động tích cực từ các FTAs và TPP. Với kịch bản này, khu vực cảng Hải Phòng sẽ đạt mức toàn dụng (100%) vào cuối năm 2017 (Đồ thị 04) và sẽ đối mặt với tình trạng “cầu

vượt cung” trong năm 2018 (sản lượng vượt ước khoảng 460.000 Teus). Nhằm gia tăng năng lực thông quan và tận dụng lượng hàng tăng thêm, VSC lên kế hoạch sẽ đầu tư mở rộng diện tích bãi container (Depot) khoảng 10ha ở khu Đình Vũ (vốn đầu tư 160 tỷ đồng), qua đó, có thể giúp cảng Xanh Vip thông quan thêm 200.000-250.000 Teus/năm nếu tốc độ giải phóng hàng nhanh. Theo kinh nghiệm của chúng tôi, việc tìm kiếm quỹ đất và đầu tư mặt bãi cho đến khi sẵn sàng khai thác có thể sẽ mất từ 9 đến 12 tháng. Như vậy, điểm rơi hoạt động của Depot mới này nhiều khả năng sẽ vào Q3 hoặc Q4/2017, khá kịp thời cho giai đoạn thiếu cung bốc xếp container từ năm 2018. Với tuyến hậu phương mở rộng, chúng tôi ước tính tổng sản lượng thông qua cảng Xanh Vip có thể lên đến ~ 600.000 Teus trong năm 2018 (120% công suất) và đạt mức cao nhất ~750.000 Teus xếp dỡ vào năm 2020.

**Bảng 04: KQKD của Cảng Xanh Vip (ước tính)**

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020
Hiệu suất khai thác	60%	90%	120%	140%	150%
Sản lượng (Teus)	300.000	450.000	600.000	700.000	750.000
Doanh thu	403	649	722	806	1.008
LNTT	36	106	150	196	279
Chi phí đầu tư thuần		80	80		

Nguồn: RongViet Research ước tính

Từ 2020 trở đi, chúng tôi dự báo việc bến cảng Lạch Huyện (với công suất GĐ 2 tăng thêm khoảng 1 triệu Teus) đi vào hoạt động và nguồn hàng hóa ở Việt Nam tăng trưởng nhanh sẽ là cơ sở cho các hãng tàu gia tăng khai thác các tàu mẹ tại Lạch Huyện và do đó thiết lập bức tranh cung cầu mới ở Hải Phòng. Theo đó, việc trung chuyển hàng hóa bằng tàu feeder từ bến Đình Vũ sẽ bị ảnh hưởng và thay thế bằng các tuyến vận tải xuyên châu lục Á-Âu-Mỹ khai thác bởi các tàu mẹ. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm hoạt động kinh doanh của VSC và các cảng khác ở bến Đình Vũ sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực và sự cạnh tranh từ bến Lạch Huyện sẽ không tiêu cực như nhiều dự đoán ít nhất đến năm 2020.

### Dự phóng KQKD của VSC

Hiện tại, Cảng Xanh đang hoạt động ở mức toàn dụng (sản lượng 360.000 Teus/năm) và phải chuyển một phần sản lượng container sang khai thác tại Cảng PTSC Đình Vũ (PSP-Upcom), ước tính 70-80 nghìn Teus/năm. Với các yếu tố đã phân tích trong Bảng 02, cạnh tranh giữa các cảng nhỏ phía thượng nguồn sông Cấm sẽ trở nên gay gắt hơn, gây sức ép lên giá dịch vụ bốc xếp mà cảng Xanh cung cấp. Sản lượng hàng qua cảng Xanh trong năm 2016 dự báo sẽ chỉ đạt mức tương đương năm 2015 tức là 350.000 Teu và sẽ giảm khoảng 10 nghìn Teus/mỗi năm trong các năm tiếp theo. **Gộp chung lại, tổng sản lượng hàng hóa thông quan qua hệ thống cảng của VSC (cảng Xanh và Xanh Vip) năm 2016 ước đạt ~650.000 Teus với tổng doanh thu khai thác cảng (đã gồm lưu bãi hàng lạnh) đạt ~705 tỷ đồng (tăng 33% yoy).**

Trong khi đó, KQKD từ hoạt động kho CFS sẽ khó có nhiều đột phá trong năm 2016 do phụ thuộc nhiều vào khả năng mở rộng diện tích kho cũng như tốc độ luân chuyển hàng. Ở chiều ngược lại, chúng tôi kỳ vọng cảng Xanh Vip khai thác GĐ1 sẽ giúp hiệu suất khai thác bãi cải thiện tốt hơn. Cụ thể, sản lượng container bốc xếp tại bãi ước tính sẽ tăng thêm ~200 -250 nghìn container lên tổng cộng ~600 nghìn container và doanh thu từ dịch vụ này trong năm 2016 ước đạt 227 tỷ đồng (tăng 80% so với năm 2015). Việc các doanh nghiệp vận tải đầu tư ô ạt đội xe sau khi Bộ GTVT ban hành chính sách kiểm soát tải trọng từ Q2/2014 đã dẫn đến tình trạng cung vượt cầu ở khu vực phía Bắc. Điều này cùng với chi phí hoạt động tăng cao (lương tài xế và phí đường bộ) dự báo sẽ khiến hoạt động vận tải bộ kém hiệu quả. Tương tự, hoạt động lưu container lạnh dự kiến sẽ bằng 2/3 mức ghi nhận trong năm 2015 trên nền tảng tình hình giao thương biên mậu phía Bắc diễn ra ổn định. **Với những phân tích trên, chúng tôi ước tính tổng doanh thu năm 2016 của VSC sẽ tăng 30% so với cùng kỳ và LNG tăng 12,4%.**

**Triển vọng hàng hóa tốt giúp Cảng Xanh Vip đạt hiệu quả đầu tư và khả năng gia tăng sở hữu tại liên doanh này sẽ giúp nâng cao lợi nhuận của VSC**

Nhằm đánh giá về tính hiệu quả của dự án cảng Xanh Vip, chúng tôi thực hiện tính IRR của dự án này dựa trên dự báo dòng tiền 10 năm từ năm 2016 – 2025 (ứng với giả thiết vòng đời dự án 10 năm). Theo đó, dòng tiền tự do được chia theo 02 giai đoạn: (1) dòng tiền tạo ra hàng năm được tính dựa trên công suất khai thác (Bảng 04) trong giai đoạn 2016-2020 và (2) giả định dòng tiền không có sự tăng trưởng từ 2021-2025. Theo đó, kết quả IRR của dự án này đạt 14,6% cao hơn chi phí vốn bình quân 10,8%. Với vị trí địa lý gần biên giới Trung Quốc, khu vực cảng Hải Phòng được xem như là một cảng trung chuyển hàng đông lạnh (thực phẩm) đi các tỉnh miền Nam trung Quốc theo đường biên mậu. Vì vậy, KQKD của VSC hoàn toàn có thể lập lại mức tăng trưởng đột biến như năm 2015 trong thời gian dự phóng của chúng tôi, qua đó, rút ngắn thời gian hoàn vốn và nâng cao hiệu quả của dự án.

Về cấu trúc vốn tài trợ cảng Xanh Vip, chúng tôi cho rằng tổng nợ vay của Công ty đạt đỉnh vào cuối năm 2016 sau khi VSC hoàn thiện các hạng mục đầu tư và cảng có thể khai thác với công suất tối đa thiết kế. Như vậy, tổng dư nợ vay cuối năm 2016 ước tính là ~800 tỷ đồng và giảm dần trung bình 100 tỷ đồng/năm trong các năm tiếp theo. Chi phí lãi vay năm 2016 ước tính gần 50 tỉ đồng (chi phí lãi vay vốn hóa ~6 tỷ đồng – chủ yếu chi phí xây lắp) và sẽ giảm dần còn khoảng 38 tỷ đồng vào năm 2020. Với dự báo Cảng mới sẽ vận hành vượt công suất từ 2018, chúng tôi lạc quan rằng VSC có thể sẽ rút ngắn thời gian thanh toán nợ gốc, qua đó, giảm áp lực về chi phí tài chính.

**Bảng 05: Dư nợ vay và chi phí lãi vay của VSC**

	2016	2017	2018	2019	2020
Tổng dư nợ vay	800	700	600	500	400
Chi phí lãi vay	50	64	55	46	38

*Nguồn: RongViet Research ước tính*

Hiện tại, tỉ lệ sở hữu của VSC tại CTCP cảng Xanh Vip là 50,08% (giảm từ 65%) sau khi phát hành tăng vốn điều lệ thêm 125 tỷ đồng cho hãng tàu Evergreen. Chúng tôi đánh giá việc tham gia nắm giữ cổ phần tại liên doanh cảng Xanh Vip của hãng tàu lớn này mang tính chiến lược không những giúp Cảng mới đảm bảo được sản lượng hàng hóa trong thời gian đầu, mà còn cho thấy sự tin tưởng vào chất lượng dịch vụ của VSC. Nhằm tạo ra động lực tăng trưởng lợi nhuận thực sự trong tương lai, qua đó, gia tăng lợi ích cổ đông, chúng tôi cho rằng khả năng cao VSC sẽ nâng tỉ lệ nắm giữ tại CTCP Cảng Xanh Vip trong năm 2017 thông qua việc mua lại 23,5% cổ phần từ VIP-HSX – Công ty đã có nghị quyết HĐQT thực hiện thoái vốn ngoài ngành. Nếu thực hiện mua lại thì dự kiến VSC sẽ phải chi ra ít nhất ~135 tỷ đồng (tương đương với 23,5% sở hữu của VIP và tính theo mệnh giá tại liên doanh). Theo đánh giá của chúng tôi, VSC hoàn toàn đủ khả năng tài chính để hoàn tất khoản đầu tư này với dòng tiền hàng năm từ hoạt động hiện tại (~300 tỷ đồng).

**Định giá cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền công ty (DCF) và so sánh (P/E và EV/EBITDA). Đối với phương pháp định giá so sánh (P/E và EV/EBITDA), chúng tôi sẽ sử dụng EV/EBITDA tham chiếu mức trung bình ngành các DN ở Việt Nam và Châu Á là 7,8 và P/E là 12x (phù hợp với mức tăng trưởng của VSC) để thực hiện định giá cổ phiếu.

**Bảng 06: Các chỉ tiêu định giá so sánh**

Mã cổ phiếu	Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA trailing 12T	P/E trailing 12T
GMD VN Equity	GEMADEPT CORP	Việt Nam	210	6,3	11,2
DVP VN Equity	DINH VU PORT	Việt Nam	130	6,6	10,2
GTIC IN Equity	GATI LTD	Ấn Độ	157	10,7	25,3
RCL TB EQUITY	REGIONAL CONTAINER	Thái Lan	150	6,7	12,0
NYT TB Equity	NAMYONG TERMINAL	Thái Lan	244	9,1	19,0
TNL MK Equity	TIONG NAM LOGISTICS	Malaysia	140	9,5	7,0
PHP VN Equity	PORT OF HAI PHONG	Việt Nam	331	7,1	19,0
<b>Trung bình</b>				<b>8,0</b>	<b>14,8</b>

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

**Bảng 07: Định giá**

Phương pháp	Giá tương ứng	Tỉ lệ	Bình quân
FCFF	90.385	30%	27.116
P/E	61.200	40%	24.495
EV/EBITDA	80.798	30%	24.239
<b>Giá mỗi cổ phiếu</b>			<b>76.000</b>

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### Quan điểm đầu tư

CTCP Tập đoàn container Việt Nam là một đơn vị khai thác cảng container tư nhân đầu ngành ở Việt Nam. Công ty có đại bản doanh ở Hải Phòng và cung cấp các dịch vụ liên quan đến container (vận chuyển, kho bãi, đóng rút...) ở nhiều tỉnh thành trọng điểm. Năng lực cạnh tranh của VSC nằm ở kinh nghiệm hoạt động trên 30 năm, chất lượng dịch vụ tốt, hệ thống tài sản đầu tư đồng bộ (cảng- đội xe – kho/bãi) và dự địa khai thác được mở rộng (dự án cảng Xanh Vip khai thác GĐ 1 tháng 11/2015). Trong ngắn hạn, Dự án cảng Xanh Vip sẽ chưa đóng góp nhiều vào lợi nhuận ròng của VSC với gánh nặng chi phí còn lớn (khấu hao, lãi vay) và tỉ lệ sở hữu của VSC chỉ hơn mức quá bán (50,08%).

Tuy nhiên, trong trung và dài hạn, VSC, sẽ là một trong số ít doanh nghiệp hưởng lợi đầu tiên từ dự báo sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu sẽ đột phá mạnh khi Việt Nam tham gia mạnh vào chuỗi cung ứng toàn cầu thông qua các FTAs và TPP. Ngoài ra, chúng tôi cũng tin vào khả năng cao VSC sẽ sớm gia tăng tỉ lệ sở hữu tại Cảng Xanh Vip, qua đó, giúp lợi nhuận ròng Công ty tăng trưởng mạnh. Ngoài ra, hoạt động kho vận và khai thác cảng trong dài hạn ở phía Bắc được kỳ vọng sẽ phát triển bền vững hơn nhờ vào việc thu hút nhiều hơn nguồn vốn FDI đầu tư vào khu vực. Với những phân tích trên, chúng tôi cho khuyến nghị **NĐT TÍCH LŨY** cổ phiếu VSC trong **DÀI HẠN** với giá mục tiêu **76.000VND** (cao hơn giá VSC ngày 14/04/2016 gần 29%).



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần	891	928	1.205	1.383
Giá vốn	579	557	789	892
<b>Lãi gộp</b>	<b>312</b>	<b>371</b>	<b>417</b>	<b>491</b>
Chi phí bán hàng	3	8	11	12
Chi phí quản lý	45	41	54	62
Thu nhập từ HĐTC	16	14	15	15
Chi phí tài chính	-8	2	50	64
Lợi nhuận khác	1	2	1	2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>302</b>	<b>346</b>	<b>330</b>	<b>382</b>
Thuế TNDN	54	69	56	53
Lợi ích CĐTS	0	-3	18	27
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>248</b>	<b>279</b>	<b>256</b>	<b>302</b>
EBIT	<b>303</b>	<b>347</b>	<b>380</b>	<b>446</b>
EBITDA	373	418	494	604

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2014	2015	2016F	2017F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	13%	4%	30%	15%
Lợi nhuận HKKD	-2%	22%	9%	19%
EBITDA	1%	12%	18%	22%
EBIT	-1%	15%	10%	17%
Lợi nhuận sau thuế	3%	13%	-8%	18%
Tổng tài sản	32%	49%	23%	-2%
Vốn chủ sở hữu	38%	18%	13%	2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	24%	15%	9%	11%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	35%	40%	35%	36%
LN HKKD / Doanh thu	30%	35%	29%	30%
EBITDA/ Doanh thu	42%	45%	41%	44%
EBIT/ Doanh thu	34%	37%	32%	32%
LNST/ Doanh thu	28%	30%	21%	22%
ROA	19%	15%	10%	11%
ROIC or RONA	29%	23%	18%	20%
ROE	24%	21%	17%	18%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	647%	751%	1129%	1069%
Vòng quay hàng tồn kho	6562%	6443%	7240%	7076%
Vòng quay khoản phải trả	229%	176%	234%	285%
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	178%	156%	197%	183%
Nhanh	175%	154%	194%	180%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	23%	55%	68%	62%
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	0%	0%	6%	6%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	1%	29%	43%	36%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2014	2015	2016F	2017F
Tiền	216	332	496	428
Đầu tư tài chính ngắn hạn	52	79	94	113
Các khoản phải thu	154	93	121	138
Tồn kho	7	10	12	13
Tài sản ngắn hạn khác	51	72	76	79
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>480</b>	<b>586</b>	<b>798</b>	<b>772</b>
Tài sản cố định hữu hình	405	945	1.360	1.340
Tài sản cố định vô hình	11	14	14	13
XDCB dở dang	6	83	0	0
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	100	109	109	109
Tài sản dài hạn khác	493	488	446	435
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>1.015</b>	<b>1.638</b>	<b>1.928</b>	<b>1.897</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.495</b>	<b>2.224</b>	<b>2.727</b>	<b>2.670</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	90	205	118	107
Khoản phải trả ngắn hạn khác	176	163	187	214
Vay và nợ ngắn hạn	4	7	100	100
Vay và nợ dài hạn	9	418	700	600
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	1	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>279</b>	<b>793</b>	<b>1.106</b>	<b>1.022</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.216</b>	<b>1.431</b>	<b>1.621</b>	<b>1.648</b>
Vốn đầu tư của CSH	345	414	414	414
Lợi nhuận giữ lại	251	275	242	314
Các quỹ	593	706	929	883
<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>1.216</b>	<b>1.431</b>	<b>1.621</b>	<b>1.648</b>
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.495</b>	<b>2.224</b>	<b>2.727</b>	<b>2.670</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
LN TT	304	302	330	382
Khấu hao	0	70	-113	-158
Các điều chỉnh	0	-36	-76	-61
Thay đổi vốn lưu động	-137	-375	-448	-374
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>167</b>	<b>-39</b>	<b>-307</b>	<b>-212</b>
Thay đổi TSCĐ	-172	-34	-212	184
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	261	28	55	24
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	27	24	56	56
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>116</b>	<b>-4</b>	<b>-101</b>	<b>264</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0	23	0	0
Vay mới/trả nợ vay	-32	4	425	-50
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-90	-49	147	-71
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-121</b>	<b>-22</b>	<b>572</b>	<b>-121</b>
Tiền thuần trong kỳ	162	-66	164	-68
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>47</b>	<b>282</b>	<b>332</b>	<b>496</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>282</b>	<b>216</b>	<b>496</b>	<b>428</b>

**BÁO CÁO 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, 2016.**