

## MUA - Giá mục tiêu: 19,600 VND (+61.9%)

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu của CLX lên 19,600 đồng/cổ phiếu (+61.9% tăng giá).

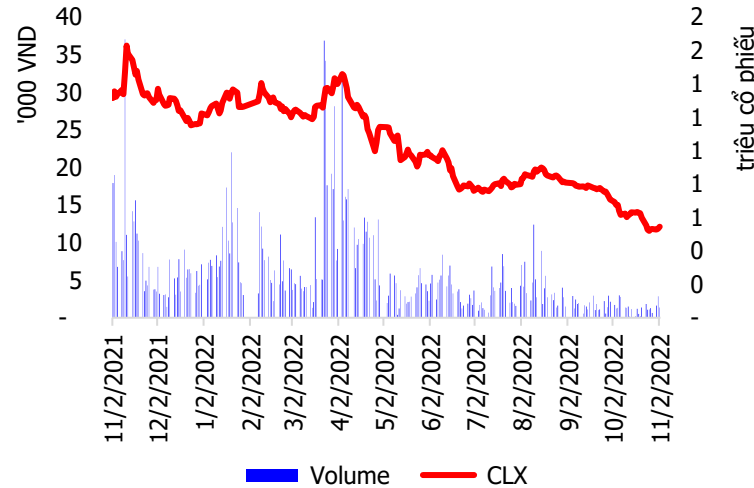
### Tổng quan Công ty

Khởi nguồn là một công ty thương mại thuộc sở hữu của UBND TP. HCM, CTCP Xuất nhập khẩu và Đầu tư Chợ Lớn (CLX) hiện chuyên kinh doanh khu công nghiệp (KCN), văn phòng và kho bãi. Tiền thân là DNNN, CLX hiện tại là công ty vốn hóa nhỏ nhiều tài sản đang chờ mở khóa giá trị.

Dù hiện tại vẫn còn nhiều rào cản trong việc bàn giao tài sản cho CTCP, việc hoàn tất quá trình quyết toán cổ phần hóa CLX (CLX hoạt động dưới hình thức CTCP chính thức ngày 15/7/2016) là một chất xúc tác quan trọng khi sẽ gỡ bỏ các rào cản đối với việc thương mại hoá quỹ đất của CLX. Diễn biến đánh giá lại của Chính phủ về giá trị đất còn lại tại CLX sau khi cổ phần hóa là yếu tố cản trở CLX phát triển các dự án BĐS ở thời điểm hiện tại.

CLX nắm 40,72% cổ phần tại một trong những thương hiệu tương ớt hàng đầu Việt Nam - Cholimes Food (CMF) và 20,05% tại KCN Tân Bình (TIX) giúp đem lại dòng tiền và lợi nhuận ổn định cho công ty.

### Giao dịch của CLX trong 12 tháng



Diễn biến giá	1T	3T	12T
CLX (%)	-21.2%	-31.8%	-58.5%
VNIndex (%)	-5.8%	-16.9%	-29.6%

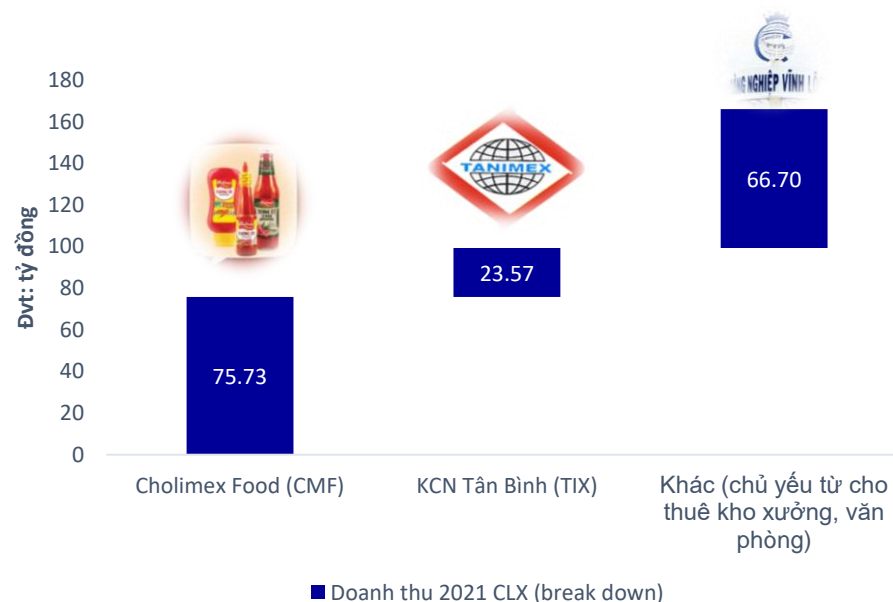
Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>455</b>	<b>584</b>	<b>687</b>	<b>813</b>	<b>963</b>
Thu nhập từ cty liên doanh/ liên kết	Tỷ VND	104	118	134	155	180
<b>LNST</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>166</b>	<b>174</b>	<b>201</b>	<b>246</b>	<b>282</b>
EPS (VND)	VND	1,921	2,004	2,319	2,846	3,258
Tăng trưởng EPS (%)	%	10.0%	4.3%	15.7%	22.7%	14.5%
<b>P/E (x)</b>	<b>Lần</b>	<b>6.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.3</b>	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>
EV/EBITDA (x)	Lần	4.8	4.2	3.8	3.2	2.8
Cổ tức tiền mặt (VND)	VND	0	500	500	500	500
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	0.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
P/B (x)	Lần	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
<b>ROE (%)</b>	<b>%</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.7%</b>	<b>12.3%</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.8%</b>
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	3.7%	3.0%	2.5%	1.9%	1.5%

Nguồn: CLX, MBS Research

Ngày báo cáo	03/11/2022
Giá hiện tại	12,100 VND/cp
Giá mục tiêu	19,600 VND/cp
Upside	+61.9%
Bloomberg	CLX VN EQUITY
Vốn hóa thị trường	1,134
Biến động 52 tuần	11,500-36,200 VND/cp
Giá trị giao dịch trung bình YTD	7.051 tỷ đồng ~0.3 triệu USD
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	5.54%

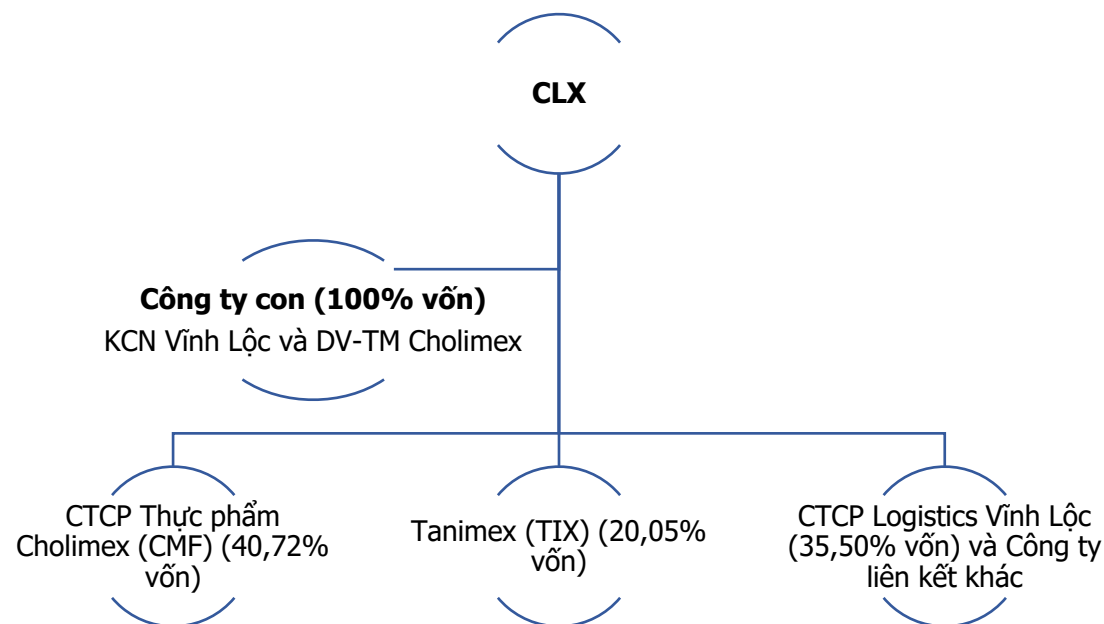
## Tổng quan Công ty

- Khởi nguồn là một công ty thương mại thuộc sở hữu của UBND TP. HCM, CTCP Xuất nhập khẩu và Đầu tư Chợ Lớn (CLX) hiện chuyên kinh doanh khu công nghiệp (KCN), văn phòng và kho bãi. CLX cũng sở hữu 40,72% cổ phần tại một trong những thương hiệu tương ớt hàng đầu Việt Nam - Cholimex Food (CMF) – vốn đóng góp 46% vào LNST sau lợi ích CĐTTS của CLX năm 2021.
- Dù đã chính thức hoạt động theo mô hình Công ty cổ phần (CTCP) từ 15/7/2016 nhưng đến nay (2022) vẫn đang chờ phê duyệt quyết toán chuyển thể chính thức của UBND TP.HCM. Kiểm toán Nhà nước đang kiến nghị UBND TPHCM nộp khoản quyết toán giá trị phần vốn Nhà nước tại thời điểm chuyển thành CTCP với số tiền phải trả là 69.6 tỷ đồng.
- Việc hoàn tất quá trình quyết toán cổ phần hóa của CLX là một chất xúc tác quan trọng khi sẽ gỡ bỏ các rào cản đối với việc thương mại hoá quỹ đất của CLX. Diễn biến đánh giá lại về giá trị đất còn lại tại CLX sau khi cổ phần hóa là yếu tố cản trở CLX phát triển các dự án BĐS ở thời điểm hiện tại.



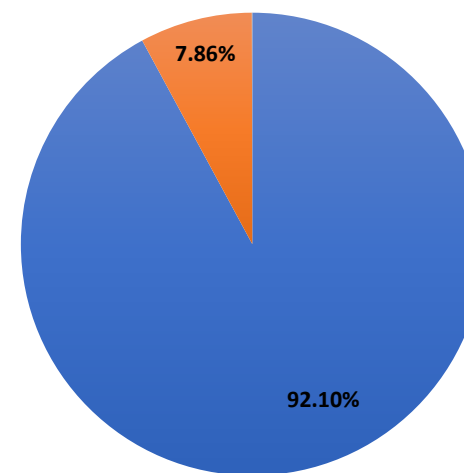
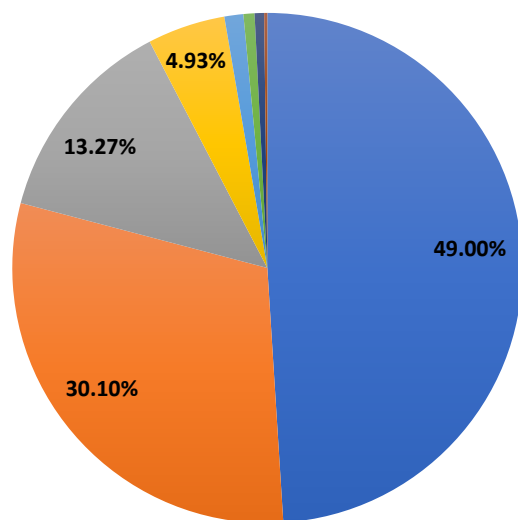
## Mô hình kinh doanh

- CLX hoạt động theo mô hình Holding (Công ty mẹ - Công ty con) với vốn điều lệ 866 tỷ đồng. Ngành nghề kinh doanh chính của CLX là phân phối hàng tiêu dùng, cho thuê văn phòng, kho bãi và đầu tư tài chính/ đầu tư dự án, tập trung tại khu vực TPHCM.
- Hoạt động Đầu tư tài chính của CLX khá thành công với 2 khoản đầu tư vào Công ty liên kết CMF và TIX. Ngoài ra, với sự tham gia của cổ đông chiến lược Transimex (TMS) - nhà cung cấp dịch vụ logistic hàng đầu, CLX đang đầu tư vào Công ty liên kết CTCP Logistics Vĩnh Lộc (21,3 tỷ đồng) với kỳ vọng sẽ là yếu tố hỗ trợ tiềm năng trong ngắn hạn. Trung tâm Logistics này – nằm trong KCN Vĩnh Lộc - có quy mô 70.000 m<sup>2</sup>, bao gồm cả kho lạnh. Trung tâm này kỳ vọng sẽ nhận được nhu cầu mạnh mẽ khi hoạt động, đặc biệt là từ lĩnh vực thương mại hiện đại và thực phẩm đông lạnh.
- Hoạt động đầu tư dự án: CLX vẫn đang hoàn thiện thủ tục pháp lý để triển khai thực hiện các dự án KCN Vĩnh Lộc mở rộng (56 ha), KDC tái định cư (44 ha), Cao ốc 629-631-633 Nguyễn Trãi (Q5, TPHCM).



## Cổ đông lớn và Ban Lãnh đạo

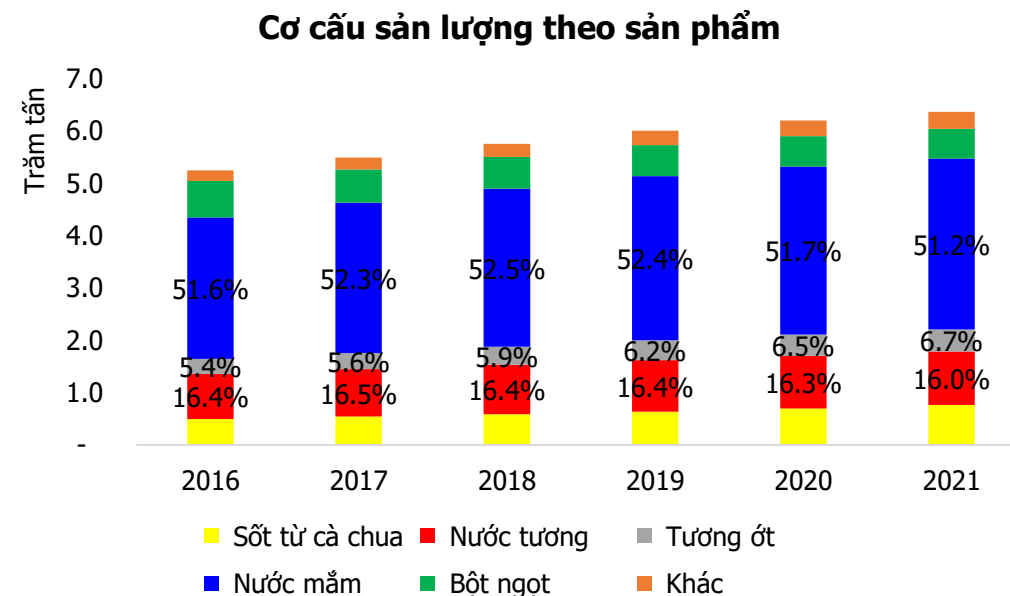
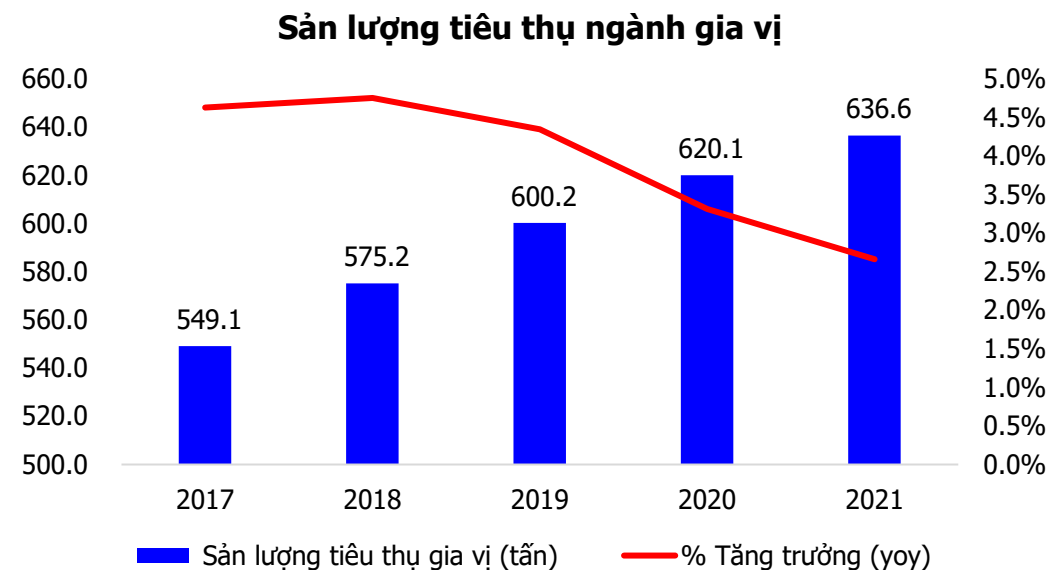
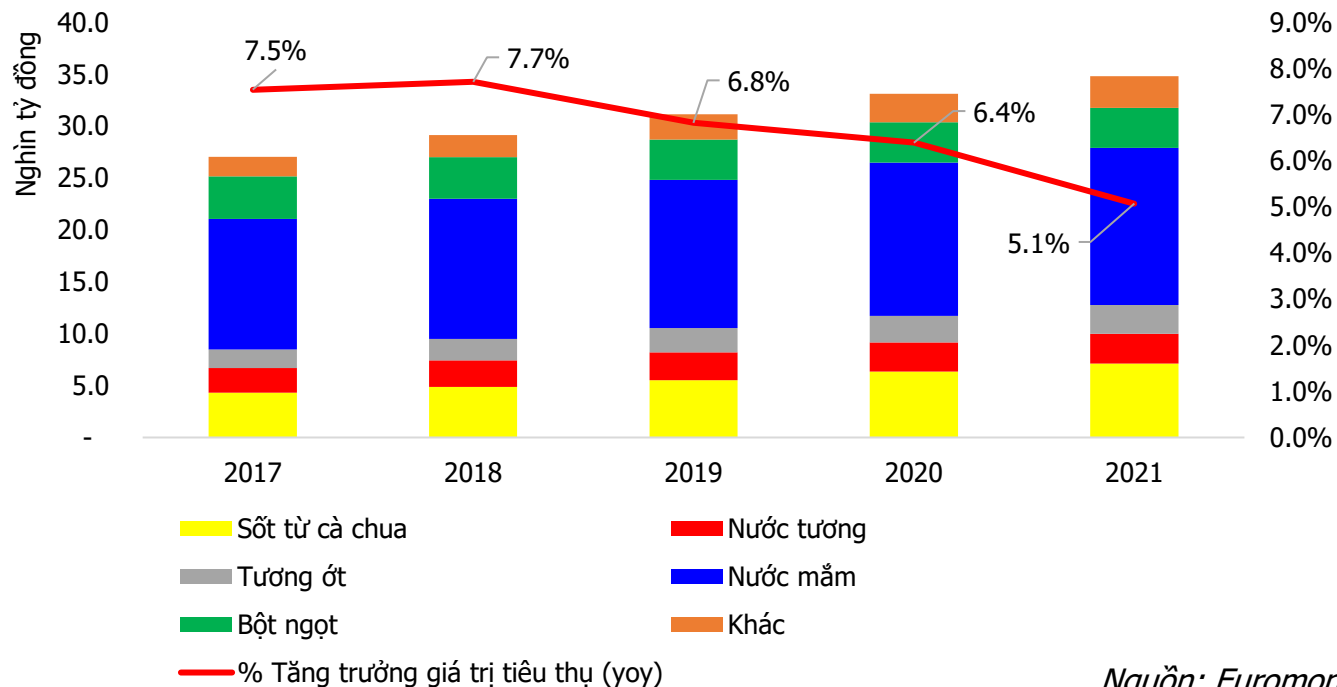
- Cổ đông lớn nhất của CLX hiện tại là Công ty TNHH MTV Đầu tư Tài chính Nhà nước TPHCM (HFIC), nắm 49%. Ngoài ra, CLX còn có cổ đông lớn Transimex (TMS) hiện tại đang nắm 30.1% (tháng 1/2022: 35,02%). TMS đã đăng ký bán liên tục từ đầu năm để giảm tỷ lệ sở hữu xuống 26,23% để hiện thực hoá lợi nhuận, bổ sung vốn cho danh mục các dự án đầu tư khác của TMS. Hiện tại, TMS đang đăng ký bán 3,345 triệu cổ phiếu từ 24/10 đến 18/11/2022.
- Ban Lãnh đạo Công ty là đại diện phần vốn của HFIC và TMS.



■ HFIC      ■ Transimex      ■ Cổ đông thường      ■ CTCP Dịch vụ Văn hóa Việt      ■ Cổ đông tổ chức trong nước      ■ Cổ đông cá nhân trong nước      ■ Cổ đông cá nhân nước ngoài  
■ CTCP Hàng hải MACS      ■ CTCP Đầu tư Toàn Việt      ■ CTCP In và TM Vina      ■ Ban lãnh đạo

## Vẫn đạt mức tăng trưởng dương trong giai đoạn dịch Covid-19 bùng phát

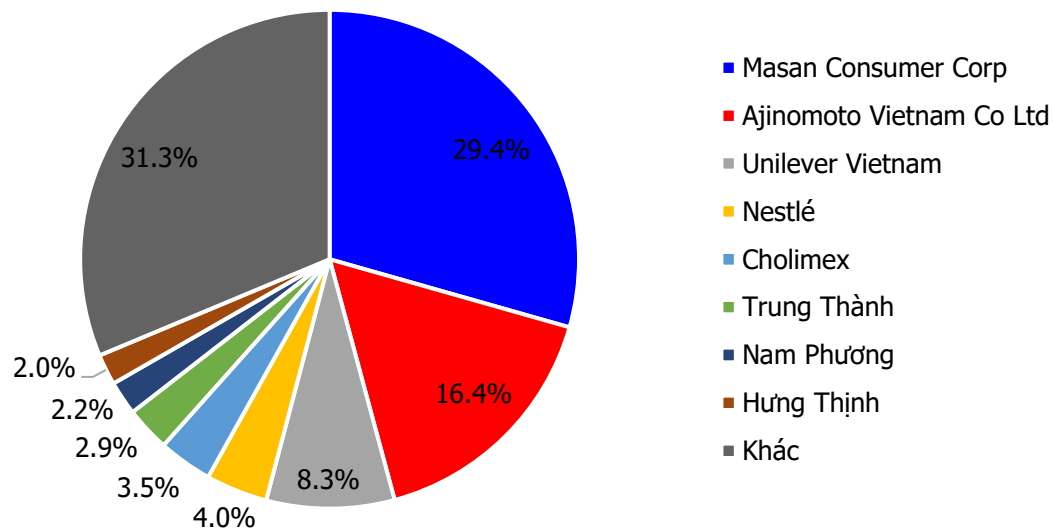
- Sản lượng tiêu thụ của ngành hàng gia vị có sự gia tăng mạnh trong năm 2021 do việc tích trữ các mặt hàng nhu yếu phẩm gia tăng trong trường hợp giãn cách xã hội. 9 tháng đầu năm 2022, các mặt hàng ngành gia vị vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng nhờ nền kinh tế bắt đầu phục hồi đẩy nhu cầu tiêu dùng gia tăng mạnh.
- Trong năm 2021, sản lượng và giá trị tiêu thụ ngành hàng gia vị đạt lần lượt 636.7 ngàn tấn (+2.7% yoy) và 34,805 tỷ đồng (+5.1% yoy). Trong đó, sản lượng tiêu thụ của nước tương đạt hơn 101.9 ngàn tấn, chiếm tỷ trọng 16% và tăng trưởng +1.1% yoy.
- Masan Consumer vẫn duy trì vị thế dẫn đầu trong ngành với thị phần hơn 29.4%, xếp sau là Ajinomoto với hơn 16.4%. Đứng thứ 3 về thị phần là Unilever Việt Nam với hơn 8.3% thị phần. Vị trí thứ 4 và thứ 5 lần lượt thuộc về Nestlé và Cholimex Food (CMF) với 4.0% và 3.5% thị phần.



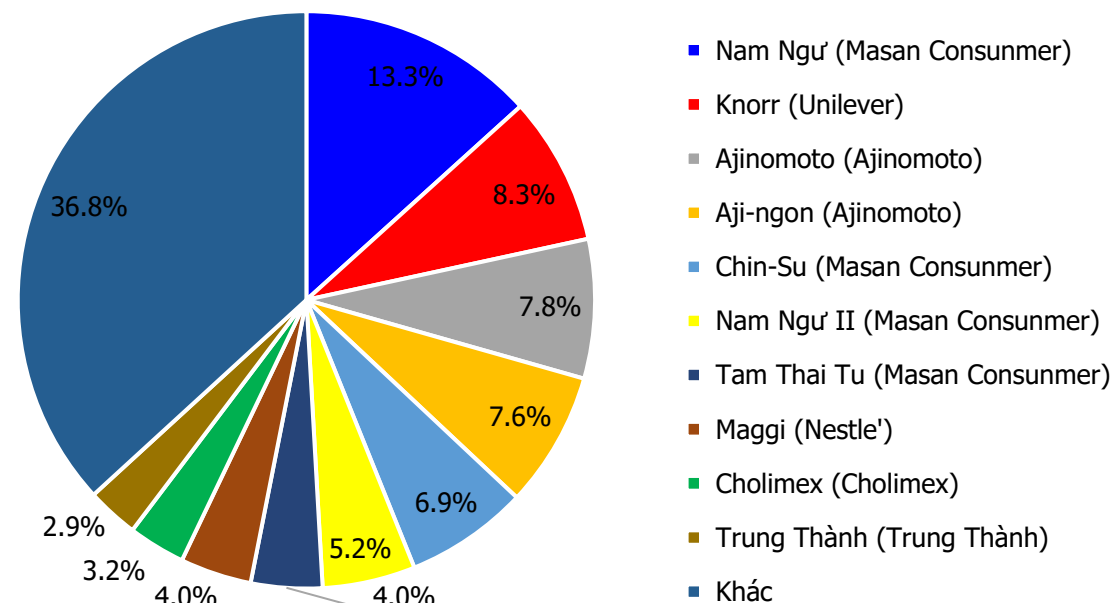
## Doanh nghiệp nội địa vẫn thống trị thị phần tiêu thụ

- Các nhà sản xuất trong nước vẫn tiếp tục dẫn đầu trong việc cạnh tranh với các nhãn hàng ngoại, trong đó Masan Consumer và Cholimex Food tiếp tục nằm trong nhóm 5 nhà sản xuất hàng đầu thị trường Việt Nam. Lý do các nhà sản xuất trong nước vẫn chiếm tỷ trọng tiêu thụ lớn đến từ việc các nhà sản xuất này hiểu rất rõ về văn hoá ẩm thực truyền thống của Việt Nam, từ đó cho ra các sản phẩm đóng gói vừa mang lại sự tiện lợi trong việc sử dụng vừa giữ nguyên khẩu vị truyền thống của món ăn Việt. Do đó, người tiêu dùng có xu hướng gia tăng sử dụng các sản phẩm đặc thù của các nhà sản xuất này bên cạnh những sản phẩm mang tính phổ thông như hạt nêm, nước tương, bột ngọt,...
- Các doanh nghiệp dẫn đầu ngành hàng gia vị được hưởng lợi từ Covid-19 nhờ việc các đối thủ nhỏ hơn đối mặt nhiều thử thách mới. Một nghịch lý xuất hiện trong thời kỳ dịch Covid-19 đó là các nhãn hàng lớn không chỉ chịu ảnh hưởng ít hơn ngược lại còn có được lợi thế cạnh tranh hơn so với các nhãn hàng có thị phần thấp hơn. Nguyên nhân đến từ hệ thống phân phối sâu và rộng của các nhãn hàng này tại các cửa hàng tạp hóa truyền thống gần với nơi ở của người tiêu dùng giúp người tiêu dùng có thể tiếp cận được sản phẩm của họ mà không cần phải đi xa hoặc đến các siêu thị lớn. Điều này đặc biệt được phát huy trong giai đoạn dịch, khi mà việc đến các siêu thị lớn hoặc đi xa là một trở ngại rất lớn cả về mặt quy định lẫn tâm lý lo sợ của người tiêu dùng. Do đó, các nhãn hàng lớn có được mức tăng trưởng doanh thu đáng kể hơn trong năm 2021 so với các nhãn hàng nhỏ hơn.

**Thị phần theo giá trị tiêu thụ tại Việt Nam 2021**



**Thị phần của các nhãn hàng năm 2021**



Nguồn: Euromonitor, MBS tổng hợp

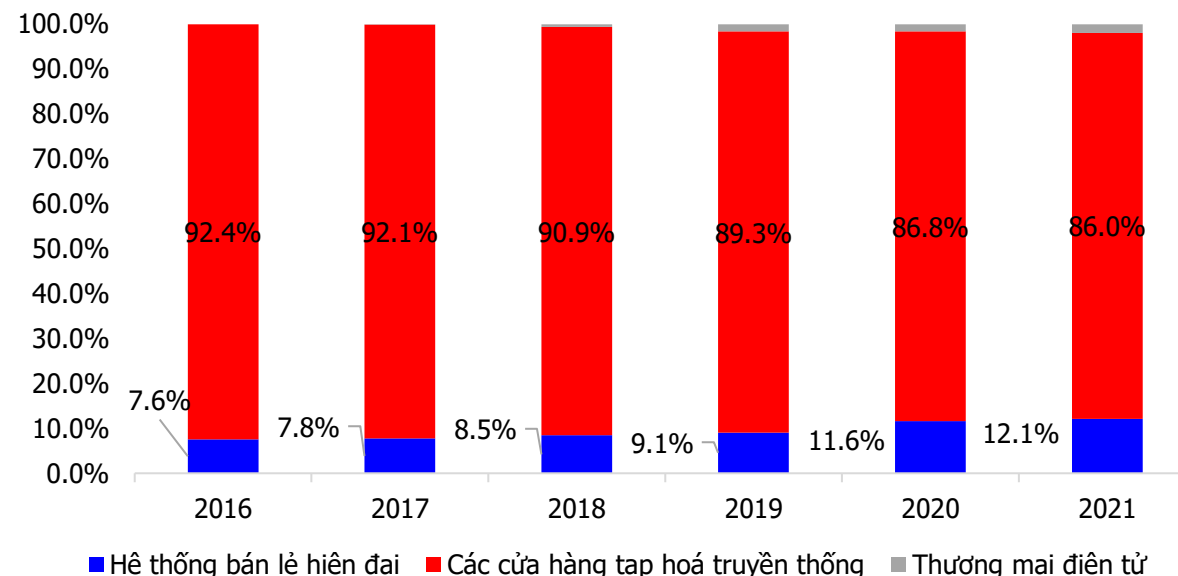
## Gia tăng thâm nhập từ hệ thống cửa hàng bán lẻ hiện đại

- Trong những năm gần đây, hệ thống bán lẻ tại các thành phố lớn đạt được mức tăng trưởng cao và được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong những năm tiếp theo nhờ xu hướng đô thị hóa tại Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục và thu nhập người dân ngày càng được nâng cao. Điều này giúp cho việc tiếp cận các sản phẩm tiện lợi như thực phẩm và gia vị đóng gói của người tiêu dùng trở nên dễ dàng hơn. Một số nhãn hàng điển hình đã gia tăng được tần suất xuất hiện của mình tại hệ thống cửa hàng tiện lợi và các đại siêu thị như Bibigo, Dh Food, và Cholimex.
- Một xu hướng tiêu dùng mới tại thị trường Việt Nam khiến người dùng tìm đến các sản phẩm đóng gói qua các cửa hàng tiện lợi đến từ nhịp sống nhanh tại các đô thị lớn khiến thời gian dành cho việc chế biến các món ăn truyền thống có công thức phức tạp (ví dụ như phở, hủ tít,...) trở nên khó khăn hơn. Do đó, các sản phẩm gia vị đóng gói có công thức sát với các loại gia vị truyền thống sẽ là một lựa chọn lý tưởng cho những người tiêu dùng không có nhiều thời gian chuẩn bị các món ăn này.

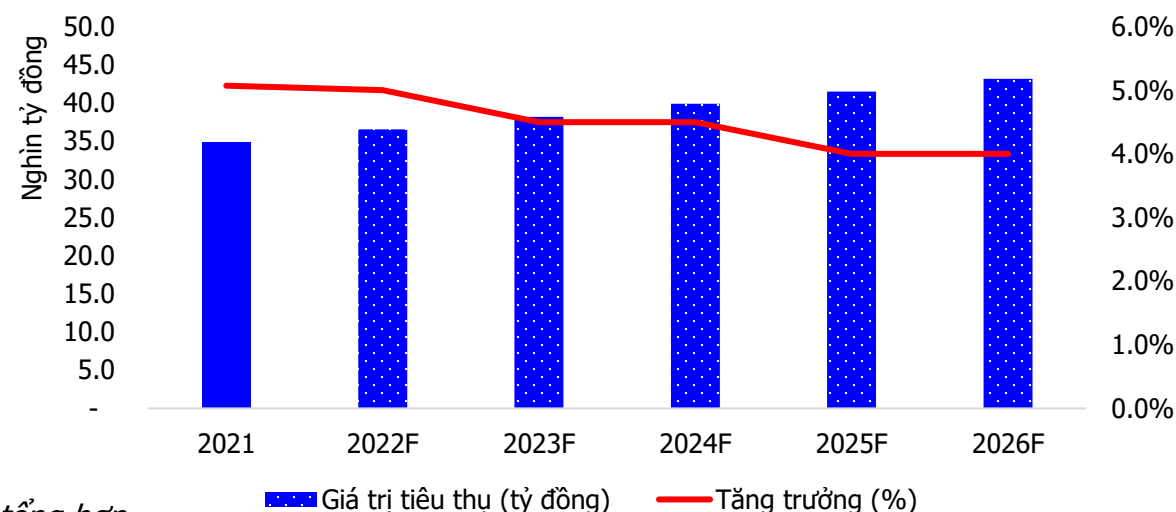
## Xu hướng tiêu dùng dịch chuyển sang các sản phẩm đóng gói

- Xu hướng đô thị hóa đang phát triển mạnh tại thị trường Việt Nam như một xu thế tất yếu của các quốc gia đang phát triển, đặc biệt tại các đô thị lớn. Điều này khiến một bộ phận lớn dân số trẻ, chủ yếu là thế hệ millennials trở xuống, rất sẵn sàng đón nhận các nền văn hóa ẩm thực từ khắp nơi trên thế giới. Do đó, nhóm người tiêu dùng này sẽ có xu hướng chế biến các món ăn từ nhiều nền ẩm thực khác nhau bằng cách tìm đến các loại gia vị đóng gói từ nhiều nhãn hàng khác nhau mà không cần phải tìm hiểu quá nhiều về các nền ẩm thực đó. Đây được xem là lực lượng lao động chính và cũng là người tiêu dùng chính trong tương lai, do đó tạo ra tiềm năng tăng trưởng lớn của ngành hàng gia vị đóng gói trong những năm tiếp theo.

% Giá trị bán hàng qua các kênh phân phối



Dự báo tăng trưởng giá trị tiêu thụ



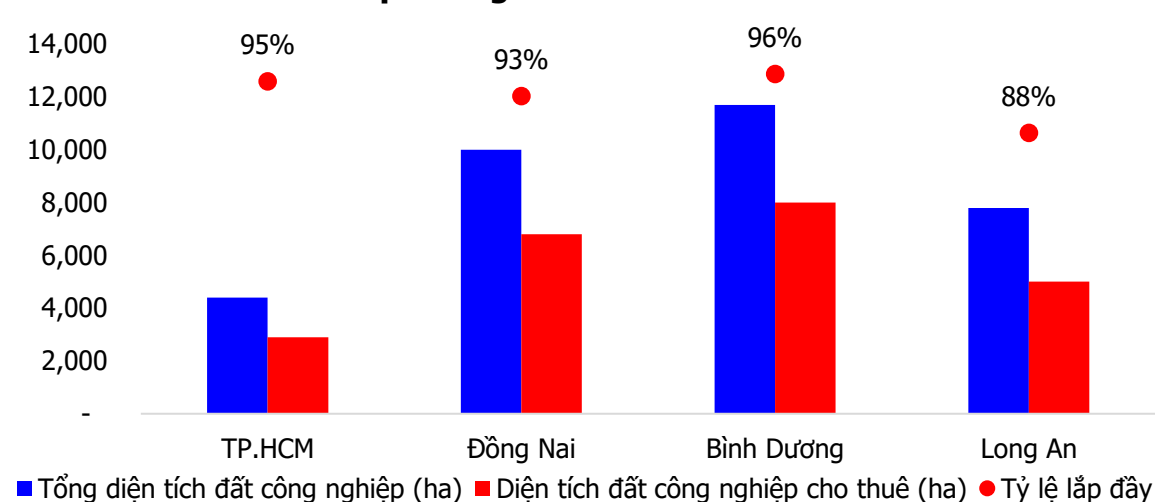
Nguồn: Euromonitor, MBS tổng hợp

## FDI trong 9 tháng đầu năm đạt 18.7 tỷ USD, trong đó lĩnh vực BĐS chiếm 18.7% tỷ trọng. Thị trường duy trì khả quan, hoạt động cho thuê tốt với giá được giữ ở mức cao

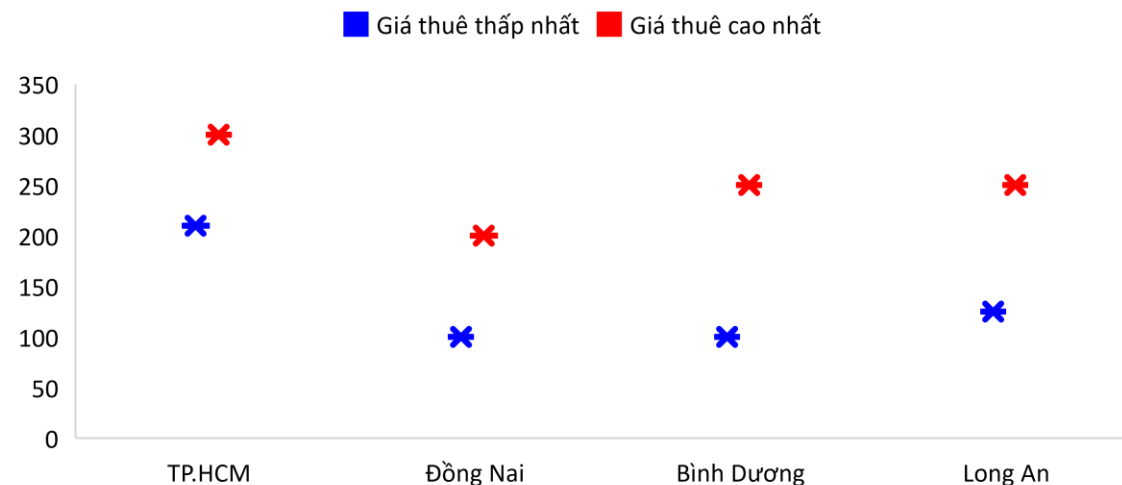
**Đất Khu Công Nghiệp (KCN) giá tăng 10.7% so với cùng kỳ (svck) với mức giá trung bình trên 125 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê**

- Trong quý 2/2022, nguồn cung gia tăng khi Long An ghi nhận KCN Việt Phát chính thức đi vào hoạt động và KCN Nam Thuận đã tổ chức lễ khởi công có tổng diện tích 217 ha. Bên cạnh đó, những giao dịch lớn được ghi nhận ở Bình Dương và Đồng Nai cho thấy tín hiệu tích cực về nguồn cung mới liên tục được hấp thụ. Cụ thể, tập đoàn Pandora đã đầu tư xây dựng cơ sở chế tác trang sức tại KCN VSIP III, Bình Dương với số vốn lên đến 100 triệu USD. Mức giá trung bình được nâng lên nhờ mức giá cao tại nguồn cung KCN mới được ghi nhận ở Long An có vị trí đắc địa, cơ sở hạ tầng kết nối thuận tiện đến TP.HCM.
- Thị trường tiếp tục diễn biến tích cực trong quý 3/2022 khi ghi nhận một số giao dịch đáng chú ý từ đất công nghiệp với quy mô 1,5-6,0 ha trong quý 3 và nhiều giao dịch nhà kho với diện tích từ 5.000-29.000 m<sup>2</sup> tại các tỉnh Long An, Bình Dương, Đồng Nai. Các giao dịch quan trọng chủ yếu đến từ lĩnh vực hậu cần (logistics). Tổng quy mô 4 khu vực Tp.HCM, Đồng Nai, Bình Dương và Long An đạt 30.000 ha với tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 95%. Mức giá cho thuê cao nhất đạt 300 USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn thuê tại khu vực Tp.HCM, tại Bình Dương và Long An cũng có mức giá lên đến 250 USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn thuê.

**Thị trường đất KCN Miền Nam**



**Giá thuê trung bình (USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn thuê còn lại)**

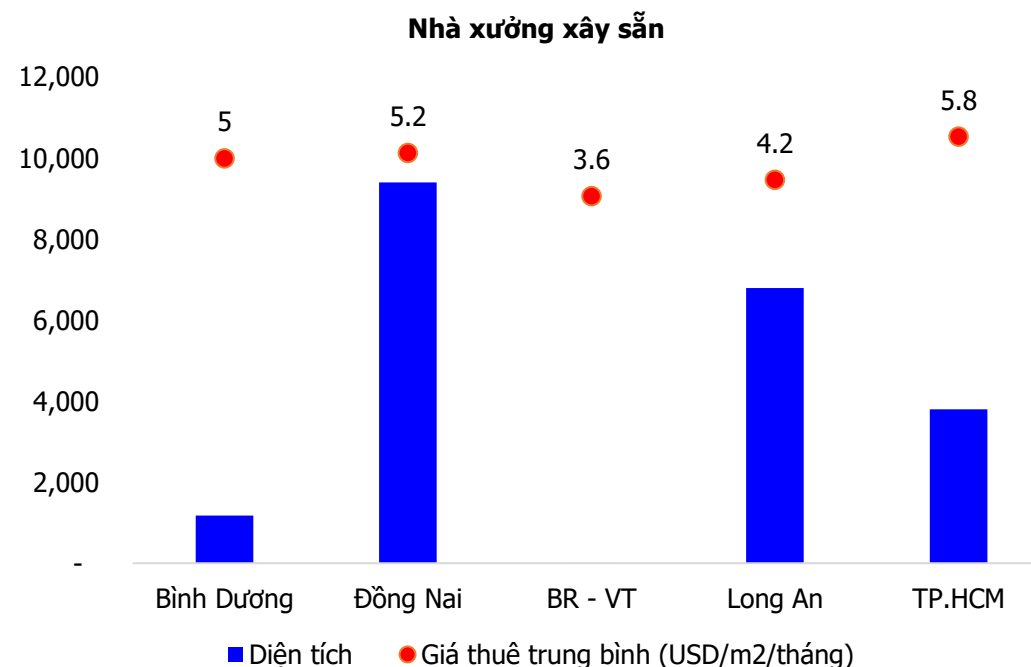




**FDI trong 9 tháng đầu năm đạt 18.7 tỷ USD, trong đó lĩnh vực BĐS chiếm 18.7% tỷ trọng. Thị trường duy trì khả quan, hoạt động cho thuê tốt với giá được giữ ở mức cao**

### **Nhà xưởng xây sẵn (NXXS) giá tăng 5.3% so với cùng kỳ với mức giá thuê trung bình 4,8 USD/m<sup>2</sup>/tháng**

- Trong Q2.22, tổng diện tích NXXS đạt 4,2 triệu m<sup>2</sup>. NXXS được phát triển bởi Frasers Property tại KCN Bình Dương khởi công vào Q4.21 cũng đã hoàn thành và được ra mắt trong Q2.22, cung cấp cho thị trường hơn 40,000 m<sup>2</sup> NXXS. Ngoài ra, Đồng Nai sẽ đón nhận thêm 22.700 m<sup>2</sup> NXXS được phát triển bởi KCN Việt Nam tại KCN Hồ Nai vừa mới khởi công vào tháng 4, dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2022.
- Thị trường NXXS cũng đón nhận sự quan tâm của các công ty sản xuất vừa và nhỏ, đặc biệt là những khu vực có danh mục thu hút ngành nghề đầu tư đa dạng như KCN An Phước và cụm KCN Nhơn Trạch, Đồng Nai.
- Giá thuê NXXS tăng nhẹ 0,52% so với Q1.22, duy trì ổn định ở mức trung bình 4,8 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Giá thuê xưởng được chào thuê ở mức cạnh tranh để nhanh chóng lấp đầy các cơ sở mới hoàn thành.



### Kết quả hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm 2022

- Trong 9T/2022, KBC ghi nhận mức doanh thu giảm so với cùng kỳ đạt hơn 13% kế hoạch đề ra, tuy nhiên lợi nhuận sau thuế tăng trưởng đột biến 191% đạt hơn 2,1 nghìn tỷ đồng hoàn thành 191% kế hoạch. Nguồn lợi nhuận lớn đến từ việc đánh giá lại khoản đầu tư từ công ty liên kết ghi nhận mức lợi nhuận hơn 2,2 nghìn tỷ đồng.
- IDC tăng trưởng doanh thu 118% đạt hơn 7 nghìn tỷ đồng, trong đó phần lớn là doanh thu ghi nhận từ khu công nghiệp Nhơn Trạch 5. Lợi nhuận đạt hơn 2,3 nghìn tỷ đồng hoàn thành 338% kế hoạch đề ra cho cả năm 2022.
- BCM cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu lợi nhuận tăng trưởng so với cùng kỳ đạt 54% kế hoạch lợi nhuận đề ra.

	Doanh thu 9T/2022	Tăng trưởng Doanh thu	% kế hoạch DT cả năm	LNST 9T/2022	Tăng trưởng LNST	% kế hoạch LN cả năm	Biên gộp (TTM)	Biên ròng (TTM)	ROE (TTM)	ROA (TTM)	Cổ phiếu lưu hành	EPS	P/E (TTM)	P/B (TTM)	Vốn hóa
Đơn vị	Tỷ VND	%	%	Tỷ VND	%	%	%	%	%	%	Triệu CP	VND	Lần	Lần	Tỷ VND
BCM	5,634	41%	58.14%	1,665	60%	54.6%	45.03%	22.84%	10.44%	3.78%	1,035	1,799	45.09	4.80	83,939
IDC	7,034	118%	210.15%	2,365	338%	112.73%	40.12%	29.46%	36.16%	12.95%	330	6,373	7.12	2.92	14,982
ITA	468	-32%	58.76%	153	-13%	80.90%	48.77%	37.45%	2.43%	2.01%	938	287	12.87	0.31	3,472
KBC	1,289	-58%	13.15%	2,137	191%	45.19%	51.38%	93.57%	13.10%	7.08%	768	2,936	5.32	0.82	13,395
LHG	526	-27%	67.3%	172	-37%	155.01%	40.81%	33.24%	13.28%	6.66%	50	3,917	4.88	0.64	955
SZC	663	17%	85.61%	160	-37%	86.82%	41.50%	28.10%	15.59%	3.92%	100	2,279	12.29	1.87	2,800
<b>CLX</b>	<b>454</b>	<b>42%</b>	<b>78.19%</b>	<b>138</b>	<b>26%</b>	<b>80.73%</b>	<b>25.17%</b>	<b>33.04%</b>	<b>13.25%</b>	<b>9.08%</b>	<b>87</b>	<b>2,248</b>	<b>5.27</b>	<b>0.67</b>	<b>1,026</b>

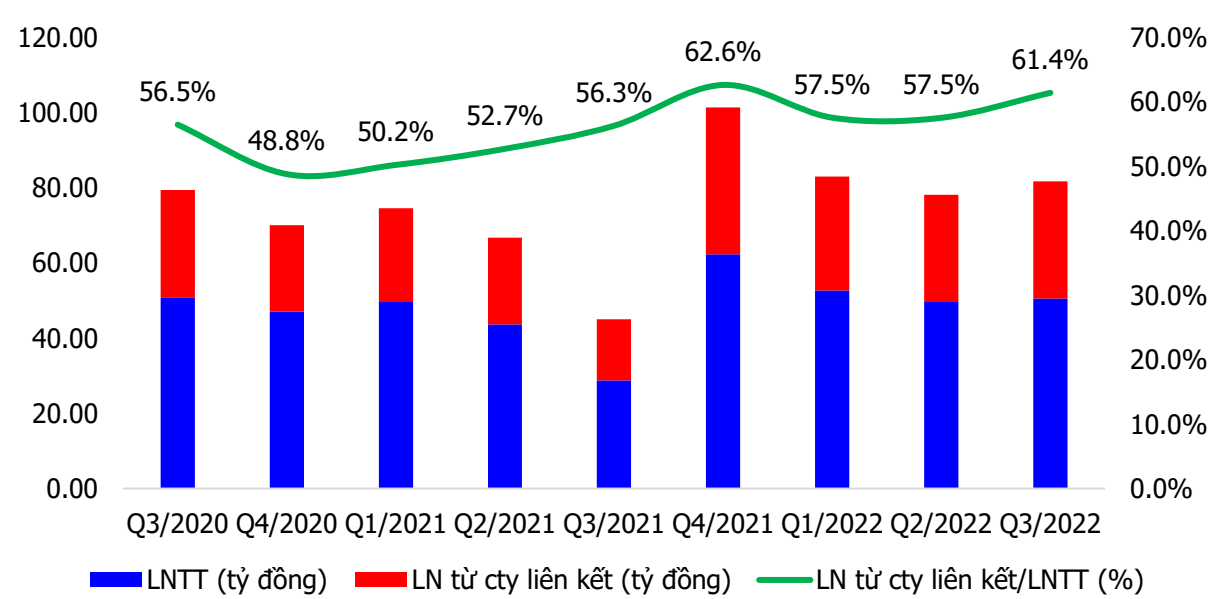
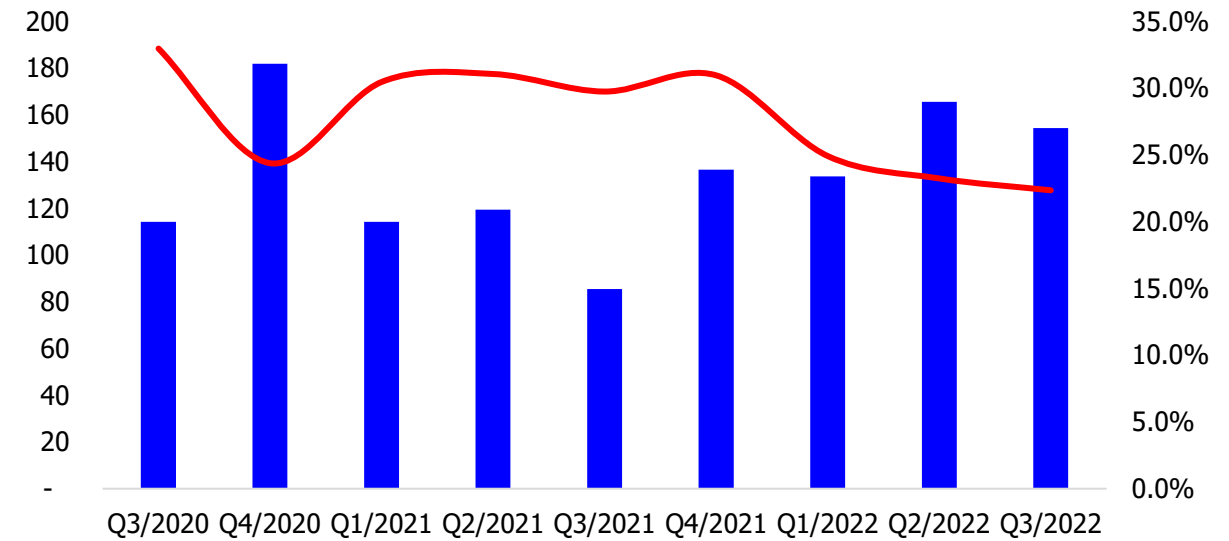
### Triển vọng ngành

- Nguồn cung tiếp tục được gia tăng khi Phó Thủ tướng chính phủ đã ký quyết định thành lập 9 khu công nghiệp mới với tổng diện tích 2.472 ha, tổng vốn đầu tư các dự án đạt 29.411 tỷ đồng. Các dự án cũng quy định thời gian xây dựng từ 3-4 năm kể từ khi được thành lập và thời gian hoạt động kể từ 50 năm kể từ ngày thành lập.
- Nghị định 35/2022/NĐ-CP ban hành vào ngày 28/05/2022 thay thế Nghị định 82/2018/NĐ-CP nổi bật với việc gỡ bỏ thủ tục thành lập khu công nghiệp nhằm giảm bớt thủ tục hành chính cho nhà phát triển khu công nghiệp. Với việc đơn giản hóa các thủ tục pháp lý, phân quyền nhiều hơn cho các địa phương, có thể giúp giảm thủ tục cấp phép đầu tư tại các khu công nghiệp, đặc biệt khi mà các khu công nghiệp sẽ có thể có giấy phép đầu tư ngay khi được chấp thuận đầu tư.
- Kỳ vọng nhu cầu thuê và giá thuê đất KCN tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2023 do:
  - Xu hướng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam
  - Các chính sách thu hút FDI cũng thúc đẩy các nhà đầu tư quay trở lại đầu tư vào Việt Nam, có thể kể đến những chính sách ưu đãi như miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 4 năm đầu hoạt động, giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 5 năm tiếp theo, và nhiều ưu đãi khác;
  - Cải thiện cơ sở hạ tầng trong thời gian tới như các dự án đường vành đai 3 và đường vành đai 4, đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, đường Dầu Giây - Phan Thiết, đường cao tốc Bắc - Nam, cảng Cái Mép Thị Vải và cảng Gemalink sẽ tạo ra kết nối thuận tiện hơn giữa các KCN .
- Theo CBRE, nguồn cung tương lai sẽ mở rộng đến các tỉnh Cấp 2 do khả năng mở rộng đất ở các vùng Cấp 1 còn hạn chế. Đáng chú ý, vào tháng 8/2022 đã diễn ra lễ khởi công khu công nghiệp Sơn Mỹ 1, tỉnh Bình Thuận do chủ đầu tư Công ty IPICO, với diện tích 1.070 ha. Khi được đầu tư hoàn chỉnh sẽ trở thành một trung tâm điện lực của tỉnh, thu hút đầu tư phát triển các ngành công nghiệp năng lượng, các ngành công nghiệp, logistics.

# Phân tích tài chính

## Cập nhật KQKD Q3/2022 và 9T2022

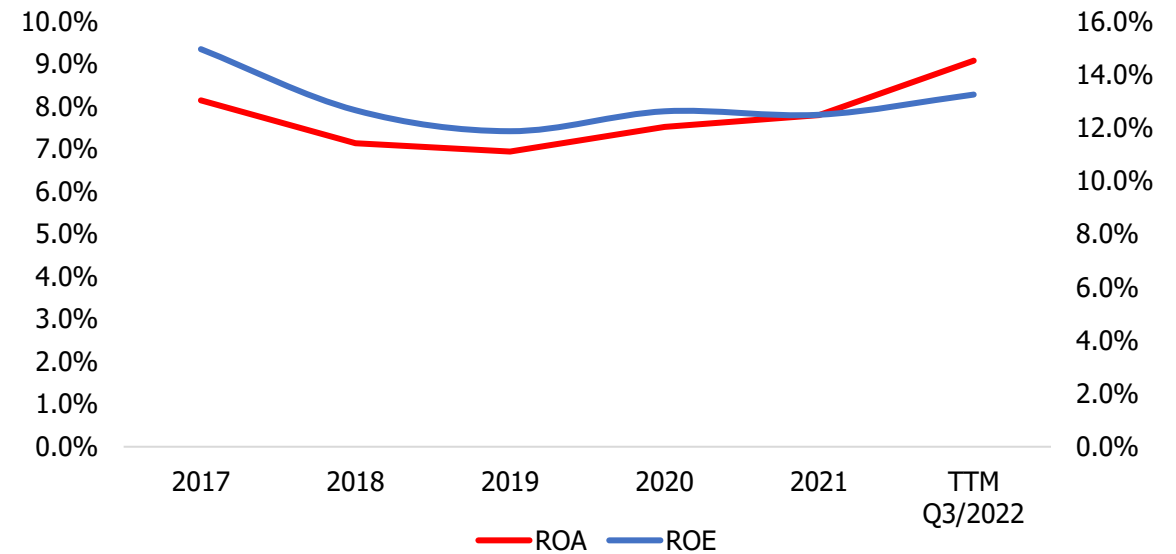
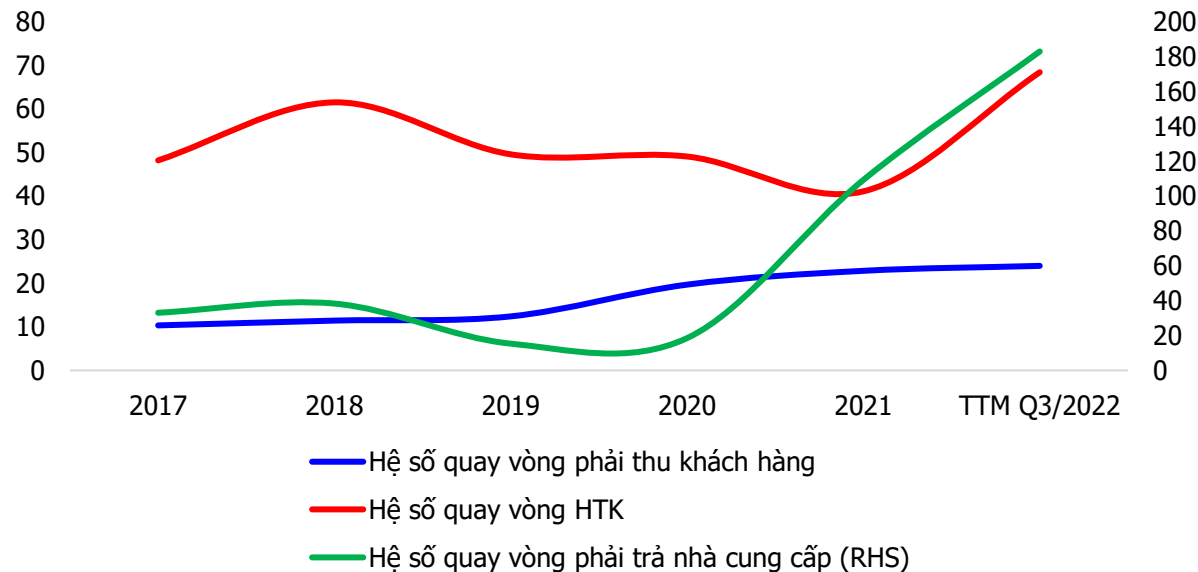
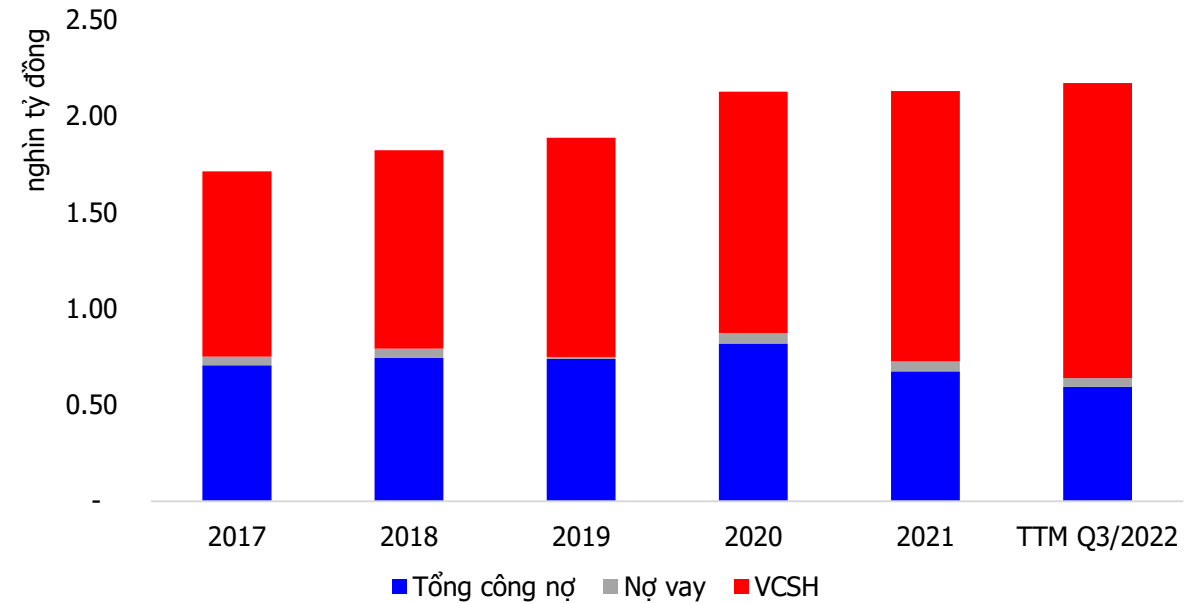
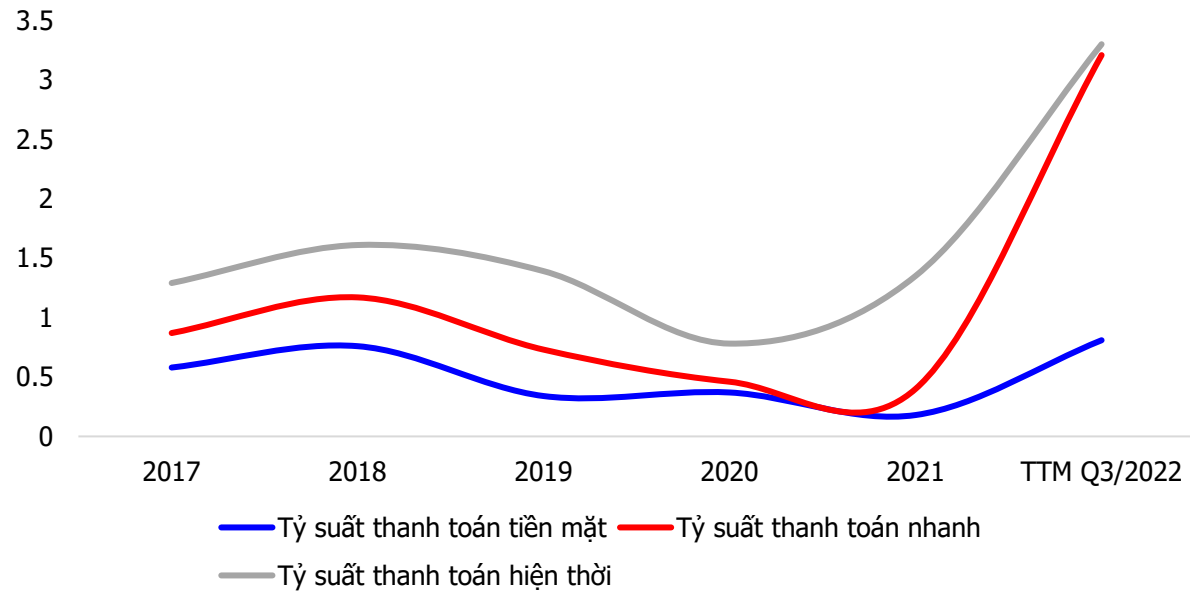
- Trong Q3/2022, CLX ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất đạt 165 tỷ đồng (+80.5% yoy) nhờ hoạt động kinh doanh được phục hồi trở lại và nền so sánh thấp khi Q3/2021 là giai đoạn dịch Covid-19 bùng phát mạnh nhất làm gián đoạn hoạt động sản xuất và suy giảm tiêu dùng. Biên LN gộp trong Q3/2022 đạt 22.3%, thấp hơn đáng kể so với mức 29.7% của Q3/2021 do biên LN gộp của mảng Thương mại có sự suy giảm đáng kể so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí SGA (chi phí bán hàng+QLDN) trong Q3/2022 có sự suy giảm đáng kể so với cùng kỳ khi đạt mức 9.2% so với mức 15.8% trong Q3/2021. Ngoài ra, trong kỳ CLX còn ghi nhận khoản thu nhập hơn 31 tỷ đồng (+91.6% yoy) từ các công ty liên kết thông qua hoạt động chia cổ tức tiền mặt của CMF, TIX và CTCP ĐT và XD KCN Vĩnh Lộc. Nhờ đó, CLX ghi nhận mức LNTT hợp nhất 50 tỷ đồng (+75.6% yoy) trong Q3/2022.
- Luỹ kế 9T2022, CLX ghi nhận doanh thu thuần 453 tỷ đồng (+42.1% yoy), trong đó hoạt động Thương mại tiếp tục đóng vai trò chủ đạo với tỷ trọng 63.2% tổng doanh thu. Đây cũng là mảng kinh doanh có mức tăng trưởng cao nhất với tốc độ 58.7% yoy. Biên LN gộp có sự sụt giảm tương đối mạnh so với cùng kỳ khi chỉ đạt 23.4% so với mức 30.5% trong 9T2021, do biên LN gộp của mảng Thương mại giảm từ 6.4% trong 9T2021 xuống còn 1.7% trong 9T2022. Bù lại, các công ty liên kết của CLX trong 9T2022 lại cho ra KQKD tương đối khả quan, giúp CLX có được mức chi trả cổ tức tiền mặt cao, đạt gần 90 tỷ đồng (+40.2% yoy). Nhờ đó, LNTT của CLX trong 9T2022 đạt mức 153 tỷ đồng (+25.2% yoy), đạt 80.5% kế hoạch cả năm 2022.
- Tại cuối Q3/2022, tổng tài sản hợp nhất của CLX đạt mức 2,173 tỷ đồng (+1.9% yoy), chủ yếu đến từ sự gia tăng các khoản đầu tư vào các cty liên doanh liên kết.



Nguồn: BCTC hợp nhất CLX, MBS tổng hợp

# Phân tích tài chính

## Thanh khoản gia tăng đi cùng với cấu trúc vốn lành mạnh

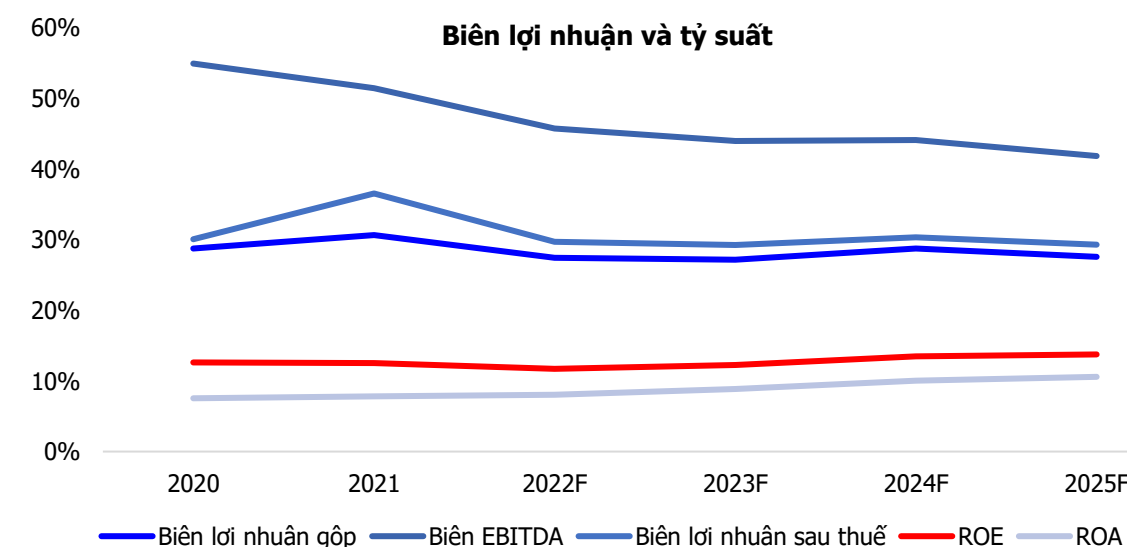
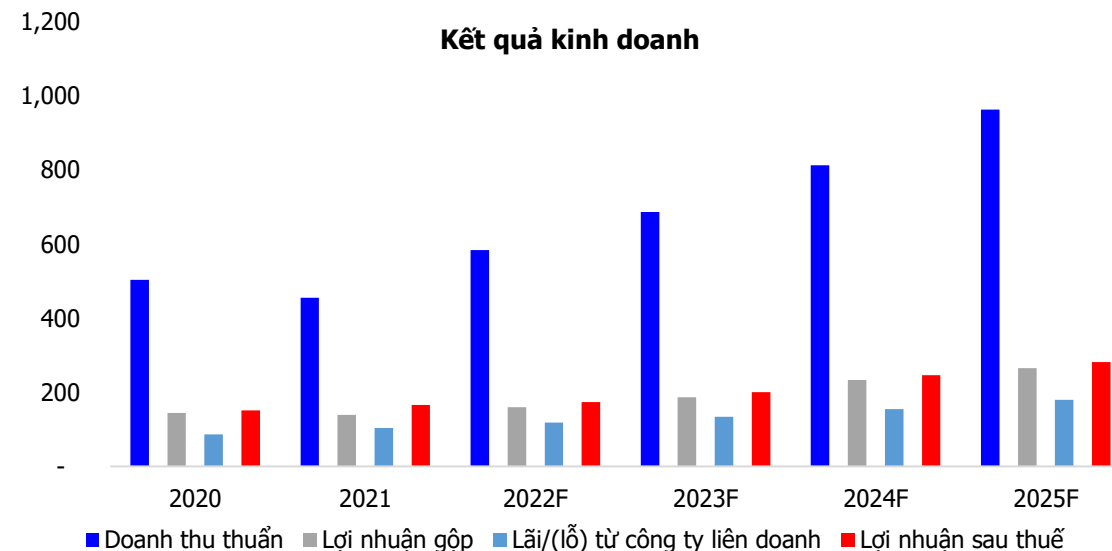


Nguồn: FiinPro, MBS tổng hợp

Tên dự án	Thông tin	Hiện trạng
Dự án của Công ty CP Logistics Thăng Long	Đơn vị Công ty góp 10% vốn điều lệ, dự án có 2 giai đoạn: Giai đoạn 1 là 2,9 ha đã hoàn tất và lấp đầy, giai đoạn 2 là 3,5 ha	Đang thực hiện các thủ tục để mở rộng.
Dự án Công ty Logistics Vĩnh Lộc	Diện tích là 6ha, thuê đất của KCN Vĩnh Lộc, công ty góp 35.5% vốn điều lệ	Dự án chậm triển khai do đang thực hiện quy hoạch 1/500 tại Sở Quy Hoạch kiến trúc, sau khi hoàn tất sẽ xin giấy phép xây dựng và khởi công.
Dự án Cao ốc 629B-631-633 Nguyễn Trãi	Diện tích đất: 2.991 m <sup>2</sup> Quy mô : 4 tầng hầm , 21 lầu, 1 tầng mái và kỹ thuật	Đồ án quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000 của quận 5 chưa được phê duyệt: Hiện nay UBND Quận 5 đang hoàn chỉnh đồ án quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000 khu dân cư liên phường 10, 11, 13 quận 5 để trình Sở Quy Hoạch – Kiến trúc thẩm định. Dự án chưa thực hiện được việc chuyển đổi tên chủ sở hữu quyền sử dụng đất từ CT TNHH MTV XNK và đầu tư chợ lớn sang Công ty Cổ phần và chưa thực hiện được việc xin chuyển đổi chức năng công trình. Thủ tục chuyển tên vẫn đang chờ cơ quan chức năng giải quyết dù Công ty đã làm hồ sơ từ năm 2016.
Dự án KCN Vĩnh Lộc hiện hữu	Diện tích 201.51 ha	Đã đền bù được 188,8 ha đạt tỷ lệ 93.69%. Đền bù còn lại chưa đền bù khoảng 12.72 ha, đã đầu tư xây dựng hoàn thiện 95% các hạng mục công trình hạ tầng kỹ thuật và công trình dịch vụ. Ngày 13/02/2018 UBND YPHCM đã có quyết định phê duyệt đồ án điều chỉnh quy hoạch phân khu xây dựng tỷ lệ 1/2000 KCN Vĩnh Lộc. Công ty tiếp tục phối hợp với địa phương làm việc với các hộ dân lấn chiếm đất và xây dựng trái phép trên đất đã được KCN đền bù và công ty tiếp tục thực hiện công tác bồi thường giải phóng mặt bằng.

Tên dự án	Thông tin	Hiện trạng
Dự án KCN Vĩnh Lộc mở rộng	Diện tích 56 ha. dự án do công ty TNHH MTV KCN Vĩnh Lộc (công ty con) triển khai thực hiện từ năm 2003	Đến nay đã đền bù được 24,44 ha, đạt tỷ lệ 43,6%. Công ty vẫn đang tiếp tục giải quyết các trường hợp vướng mắc và quản lý ranh đất các thửa đất đã nhận chuyển nhượng. Công ty đang chờ quyết toán chuyển thể xác định lại giá trị đất, sau đó mới có thể tiếp tục thực hiện.
Dự án Khu dân cư – tái định cư Vĩnh Lộc A	Diện tích 44ha, dự án do KCN Vĩnh Lộc (công ty con) triển khai thực hiện từ năm 2003	Đã đền bù được 10.58 ha, đạt tỷ lệ 23,7%. Phối hợp cùng CTCP DV – TM Cholimex kiểm tra hiện trạng và quản lý ranh đất đã nhận chuyển nhượng. Công ty đang chờ quyết toán chuyển thể xác định lại giá trị đất, sau đó mới có thể tiếp tục thực hiện.
Dự án KCN Vĩnh lộc 3	Diện tích 217 ha	Công ty chưa thực hiện việc đền bù giải phóng mặt bằng. Công ty đang tìm kiếm đối tác để hợp tác đầu tư dự án khi có đủ điều kiện.

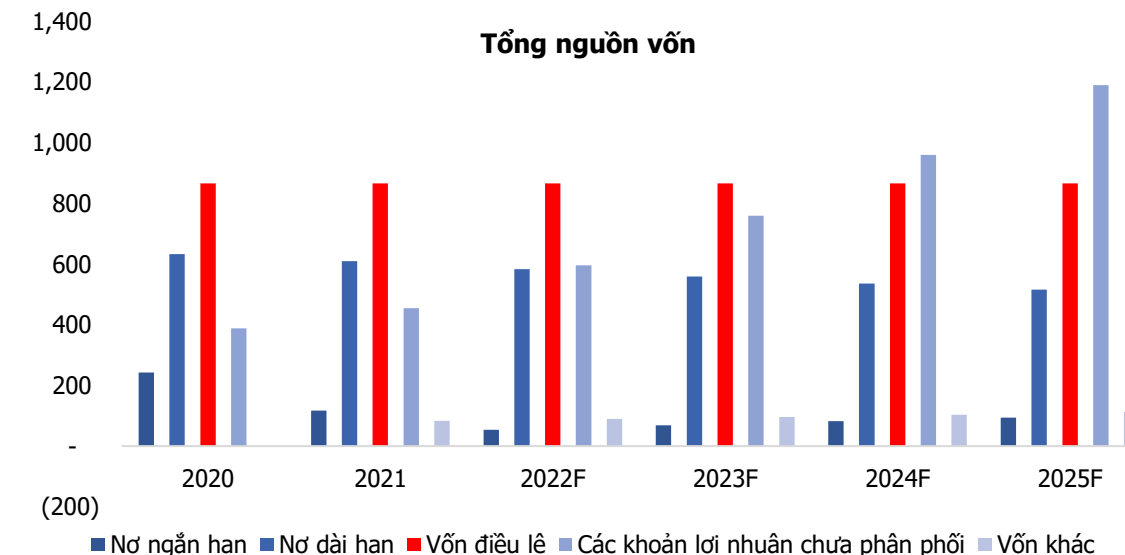
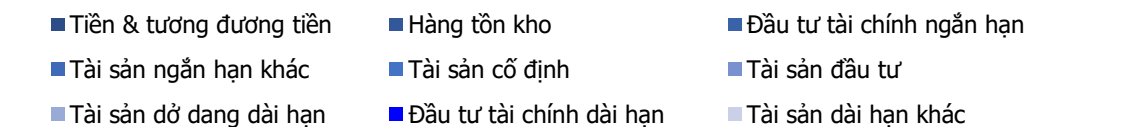
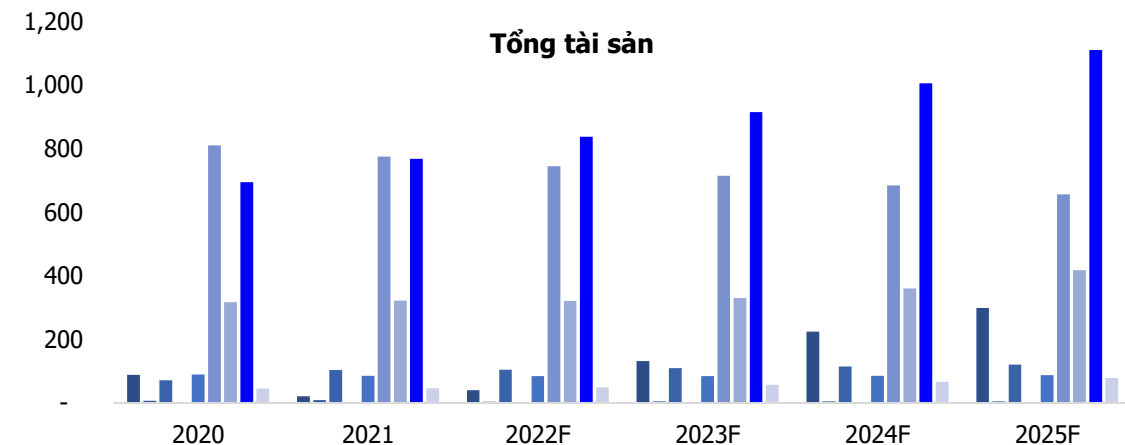
- Doanh thu 9T/2022 CLX đã đạt hơn 78% kế hoạch đề ra, do vậy chúng tôi cho rằng CLX hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch với doanh thu ghi nhận hơn 584 tỷ đồng (+28% svck). Với kỳ vọng thị trường bất động sản KCN tiếp tục khả quan như đã phân tích chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhưng sẽ không quá đột biến như trong năm nay (doanh thu năm 2021 tăng trưởng âm). Do vậy, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu của CLX trong giai đoạn từ năm 2023 đến 2026 sẽ đạt mức trung bình hằng năm là 18%.
- Kỳ vọng mức biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2023-2026 tiếp tục duy trì ở mức 27% (bằng mức trung bình giai đoạn 5 năm 2017-2021).
- Thu nhập tài chính và chi phí tài chính sẽ không quá biến động dựa trên cơ sở doanh nghiệp tiếp tục tập trung dòng tiền tái đầu tư vào các bất động sản nhằm tăng cường khả năng sinh lợi cũng như phát triển các dự án đang triển khai. Bên cạnh đó, trong cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp luôn tích cực để các khoản vay ngắn và dài hạn ở mức thấp nhằm tận dụng triệt để nguồn vốn hiện có cũng như giảm thiểu rủi ro về lãi vay trong giai đoạn căng thẳng về tỷ giá và lạm phát toàn cầu đang diễn ra hiện nay.
- Chi phí bán hàng biên của CLX sẽ tiếp tục duy trì tốt khả quan và cải thiện nhẹ giao động quanh mức 2% (bằng mức trung bình giai đoạn 2016-2021)





## Dự phóng và các giả định

- Chi phí quản lý doanh nghiệp biên ghi nhận cải thiện rõ rệt từ 18% trong năm 2016 xuống chỉ còn 11% trong năm 2021, do vậy chúng tôi kỳ vọng chi phí quản lý doanh nghiệp biên tiếp tục được cải thiện và giao động quanh mức 9% bởi tăng trưởng tốt từ doanh thu.
- Lãi lỗ từ công ty liên kết duy trì tốt, trong đó đáng kể nhất đến từ công ty thực phẩm cholimex (CMF) và công ty xuất nhập khẩu dịch vụ và đầu tư tân bình (TIX). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ 2 công ty này sẽ tiếp tục đóng góp 50% vào tổng lợi nhuận trước thuế cho CLX.
- Các khoản phải thu cũng như lượng hàng tồn kho tiếp tục duy trì ở mức thấp.
- Tài sản đầu tư tiếp tục được cân nhắc tái đầu tư từ dòng tiền hiện hữu.
- Vay ngắn hạn và vay dài hạn được CLX cân nhắc giữ ở mức thấp và ghi nhận doanh thu được phân bổ trong thời gian dài ở mức 4% mỗi năm.



CLX sở hữu 100% công ty con là KCN Vĩnh Lộc và Các công ty liên kết:

1. Công ty cổ phần (CTCP) cholimex (CMF) – 40.7%
2. CTCP đầu tư và xây dựng KCN Vĩnh Lộc bến lức – 24%
3. CTCP SXKD XNK DV và ĐT Tân Bình (TIX) - 20.5%
4. CTCP DV VL - Bến Thành - 36%
5. CTCP Logistic VL – 35.5%

Do cấu trúc sở hữu trên nên chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần như sau:

1. Công ty cổ phần (CTCP) cholimex (CMF) bằng phương pháp Chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh P/E, P/B với mức giá 1,900 tỷ đồng.
2. CTCP SXKD XNK DV và ĐT Tân Bình (TIX) bằng phương pháp Chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE với mức giá 925 tỷ đồng.
3. Định giá tổng hợp gồm CLX riêng lẻ, công ty con Vĩnh Lộc và các công ty liên kết còn lại bằng phương pháp Chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE với mức giá 925 tỷ đồng với mức giá lá 1,125 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, CLX là cổ phiếu cô đặc với thanh khoản thấp so với khẩu vị NĐT tổ chức để đầu tư tài chính nên chúng tôi đưa thêm mức Chiết khấu rủi ro thanh khoản 20%.

➤ Giá mục tiêu cho cổ phiếu CLX là 19,600 đồng/ cổ phiếu với tỷ suất sinh lợi 62% so với mức thị giá ngày 03/11/2022.

TỔNG HỢP		
CLX riêng lẻ	1,125	100%
TIX	925	21%
CMF	2,000	41%
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>2,129</b>	
SLCP	86.6 triệu	
Chiết khấu thanh khoản	20%	
<b>Target price</b>	<b>19,600</b>	

# CTCP Xuất nhập khẩu và Đầu tư Chợ Lớn (HSX: CLX)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)							Chỉ số chính						
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F		2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>503</b>	<b>455</b>	<b>584</b>	<b>687</b>	<b>813</b>	<b>963</b>	<b>Định giá</b>						
Giá vốn hàng bán	(359)	(316)	(424)	(500)	(579)	(697)	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	87	87	87	87	87	87
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>145</b>	<b>140</b>	<b>160</b>	<b>186</b>	<b>234</b>	<b>265</b>	EPS	1,746	1,921	2,004	2,319	2,846	3,258
Doanh thu hoạt động tài chính	6	7	8	10	12	13	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	14,471	16,222	17,915	19,874	22,278	25,030
Chi phí tài chính	(3)	(5)	(5)	(5)	(4)	(3)	P/E	7.0	6.4	6.1	5.3	4.3	3.7
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(53)	(50)	(53)	(61)	(72)	(84)	P/B	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	86	104	118	134	155	180	<b>Khả năng sinh lời</b>						
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>171</b>	<b>185</b>	<b>217</b>	<b>251</b>	<b>308</b>	<b>353</b>	Biên lợi nhuận gộp	29%	31%	27%	27%	29%	28%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>151</b>	<b>166</b>	<b>174</b>	<b>201</b>	<b>246</b>	<b>282</b>	Biên EBITDA	55%	51%	46%	44%	44%	42%
<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	Biên lợi nhuận sau thuế	30%	37%	30%	29%	30%	29%
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>190</b>	<b>159</b>	<b>178</b>	<b>282</b>	<b>389</b>	<b>481</b>	ROE	13%	13%	12%	12%	14%	14%
I. Tiền & tương đương tiền	89	21	41	132	225	299	ROA	8%	8%	8%	9%	10%	11%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	72	103	104	109	115	121	<b>Tăng trưởng</b>						
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	22	26	28	35	43	54	Doanh thu	11%	-10%	28%	18%	18%	18%
IV. Hàng tồn kho	7	9	4	5	5	6	Lợi nhuận trước thuế	18%	8%	17%	16%	23%	14%
V. Tài sản ngắn hạn khác	1	0	1	1	1	1	Lợi nhuận sau thuế	17%	10%	4%	16%	23%	14%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1,935</b>	<b>1,973</b>	<b>2,010</b>	<b>2,067</b>	<b>2,159</b>	<b>2,297</b>	EPS	17%	10%	4%	16%	23%	14%
I. Các khoản Phải thu dài hạn	1	1	2	2	2	3	Tổng tài sản	12%	0%	3%	7%	8%	9%
II. Tài sản cố định	89	86	85	85	86	87	Vốn chủ sở hữu	10%	12%	10%	11%	12%	12%
1. Tài sản cố định hữu hình	89	85	85	85	86	87	<b>Thanh toán</b>						
2. Tài sản cố định vô hình	0	0	-	-	-	-	Thanh toán hiện hành	0.78	1.35	3.30	4.07	4.72	5.11
III. Tài sản đầu tư	811	775	745	715	685	656	Thanh toán nhanh	0.76	1.28	3.22	4.00	4.66	5.05
IV. Tài sản dở dang dài hạn	317	322	321	330	360	418	Nợ/tài sản	3%	2%	2%	2%	1%	1%
V. Đầu tư tài chính dài hạn	694	768	837	915	1,005	1,110	Nợ/vốn chủ sở hữu	4.5%	3.7%	3.0%	2.5%	1.9%	1.5%
VI. Tài sản dài hạn khác	22	20	20	20	21	22	Khả năng thanh toán lãi vay	122.01	43.88	42.92	49.25	73.76	106.01
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,124</b>	<b>2,132</b>	<b>2,189</b>	<b>2,349</b>	<b>2,548</b>	<b>2,777</b>	<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
<b>Nợ phải trả</b>	<b>875</b>	<b>727</b>	<b>637</b>	<b>628</b>	<b>619</b>	<b>610</b>	Vòng quay phải thu khách hàng	19.7	22.9	27.4	30.9	31.0	31.0
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>242</b>	<b>117</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>82</b>	<b>94</b>	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	19 ngày	16 ngày	13 ngày	12 ngày	12 ngày	12 ngày
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	233	107	41	54	67	80	Vòng quay hàng tồn kho	49.1	41.1	64.5	109.8	117.8	131.2
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	9	10	13	15	15	14	Thời gian tồn kho bình quân	7 ngày	9 ngày	6 ngày	3 ngày	3 ngày	3 ngày
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>632</b>	<b>609</b>	<b>583</b>	<b>559</b>	<b>536</b>	<b>515</b>	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	18.6	109.4	115.8	120.3	119.3	121.4
1. Các khoản phải trả dài hạn	585	568	549	531	514	497	Thời gian trả tiền bình quân	20 ngày	3 ngày	3 ngày	3 ngày	3 ngày	3 ngày
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	47	42	34	27	22	18	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>						
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,253</b>	<b>1,405</b>	<b>1,551</b>	<b>1,721</b>	<b>1,929</b>	<b>2,168</b>	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	81	-61	134	220	265	300
1. Vốn điều lệ	866	866	866	866	866	866	Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-47	-2	-82	-102	-138	-184
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	-	-	Dòng tiền từ hoạt động tài chính	61	-68	-31	-26	-34	-41
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	388	455	596	759	959	1,189	<b>Dòng tiền trong kỳ</b>	<b>27</b>	<b>89</b>	<b>20</b>	<b>91</b>	<b>92</b>	<b>75</b>
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)	(1)	<b>Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ</b>			<b>21</b>	<b>41</b>	<b>132</b>	<b>225</b>
5. Vốn khác	2	87	92	98	106	114	<b>Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ</b>			<b>41</b>	<b>132</b>	<b>225</b>	<b>299</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2,124</b>	<b>2,132</b>	<b>2,189</b>	<b>2,349</b>	<b>2,548</b>	<b>2,777</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

**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)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

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

#### Tài chính - Ngân hàng

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

#### Thực phẩm – Đồ uống

**Nguyễn Thành Công** [Cong1.NguyenThanh@mbs.com.vn](mailto:Cong1.NguyenThanh@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

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

#### Bất động sản - Tài chính

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

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

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

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

## **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 HỘ 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)