

## GMD – TRUNG LẬP

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 08/11/2022)

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| Sàn giao dịch     | HOSE        |
| Thị giá (đồng)    | 46.600      |
| KLGD TB 10 ngày   | 875.560     |
| Vốn hoá (tỷ đồng) | 13.983,94   |
| Số lượng CPLH     | 301.377.957 |

### CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thùy Dung  
[nttdung01@vcbs.com.vn](mailto:nttdung01@vcbs.com.vn)  
+84-24 3219 1051 ext 218

### Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

## Triển vọng trung và dài hạn đến từ cảng Gemalink và Nam Đình Vũ giai đoạn 2

### Triển vọng:

- (1) **Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhờ đóng góp của cảng Gemalink.** Giai đoạn 1 của cảng Gemalink đã được khai thác chính thức vào T6.2021, cảng Gemalink đã bắt đầu ghi nhận lãi kể từ Q4.2021, giúp cải thiện biên lợi nhuận của toàn công ty.
- (2) **Động lực tăng trưởng trong trung hạn đến từ giai đoạn 2 cảng Nam Đình Vũ.** Giai đoạn 2 của cảng Nam Đình Vũ đang được gấp rút triển khai, dự kiến đưa vào khai thác trong Q1.2023. Với công suất thiết kế 500.000 TEU/ năm, dự án kỳ vọng mang đến dư địa tăng trưởng cho nhóm cảng của công ty tại Hải Phòng trong ít nhất 2-3 năm tới.

### Đánh giá:

VCBS đánh giá cao triển vọng tăng trưởng của GMD trong trung và dài hạn nhờ cảng Gemalink và cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 được kỳ vọng là động lực chính thúc đẩy gia tăng hiệu quả kinh doanh của công ty.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những căng thẳng địa chính trị leo thang và tình trạng suy thoái toàn cầu có thể gây sức ép đến tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp cảng biển nói chung và GMD nói riêng trong giai đoạn cuối năm 2022 và kéo dài đến năm 2023. Cho năm 2023F, chúng tôi dự phóng DTT và LNST của công mẹ đạt lần lượt là 3.990,3 tỷ đồng (+4% yoy) và 1.172,3 tỷ đồng (+11% yoy). Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu GMD với mức định giá hợp lý là **50.446 đồng/ cổ phiếu**.

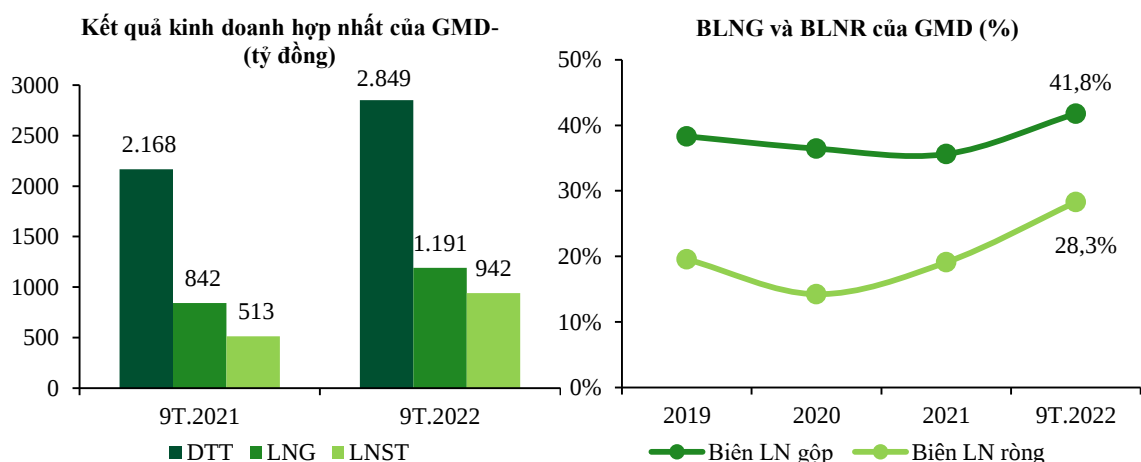
| Chỉ tiêu tài chính      | 2020     | 2021     | 2022F    | 2023F     |
|-------------------------|----------|----------|----------|-----------|
| DTT (tỷ đồng)           | 2.605,66 | 3.206,29 | 3.837,61 | 3.990,32  |
| +/- yoy (%)             | -1,4%    | 23,1%    | 19,7%    | 4,0%      |
| LN công ty mẹ (tỷ đồng) | 370,93   | 612,18   | 1.056,13 | 1.172,35  |
| +/- yoy (%)             | -28,21%  | 65,04%   | 72,52%   | 11,00%    |
| VCSH (tỷ đồng)          | 6.594,93 | 7.044,62 | 8.909,79 | 10.123,94 |
| TS LN gộp (%)           | 36,4%    | 35,6%    | 41,6%    | 42,0%     |
| TS LNST (%)             | 14,2%    | 19,1%    | 27,5%    | 29,4%     |
| EPS - TTM (đồng)        | 1.149    | 1.869    | 3.154    | 3.501     |

**CẬP NHẬT KQKD 9T.2022**

**KQKD Q3.2022** ghi nhận kết quả tăng trưởng khả quan với DTT đạt 991,94 tỷ đồng (+36,1% yoy), LSNT đạt 287,48 tỷ đồng (+76,8% yoy).

**Lũy kế 9T.2022**, doanh thu thuần đạt 2.849,72 tỷ đồng (+31,4% yoy), LNST đạt 941,46 tỷ đồng (+83,6% yoy). Biên lợi nhuận cải thiện tích cực nhờ: (1) tỷ lệ chi phí lãi vay và chi phí QLDN/DTT giảm (từ mức 14,3% trong 9T.2021 xuống mức 11,8% trong 9T.2022); (2) Ghi nhận lãi tăng mạnh từ các doanh nghiệp liên doanh liên kết, cụ thể như sau:

- DTT hoạt động khai thác cảng đạt 2.315,46 tỷ đồng (+22,9% yoy).
- DTT hoạt động logistics, cho thuê văn phòng đạt 534,27 tỷ đồng (+87,9% yoy).

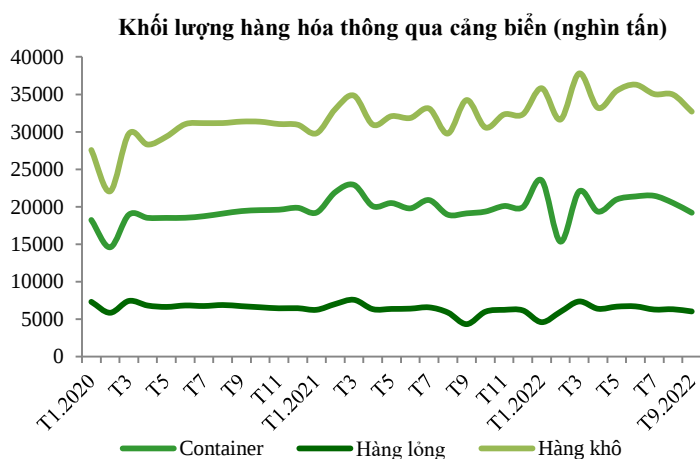
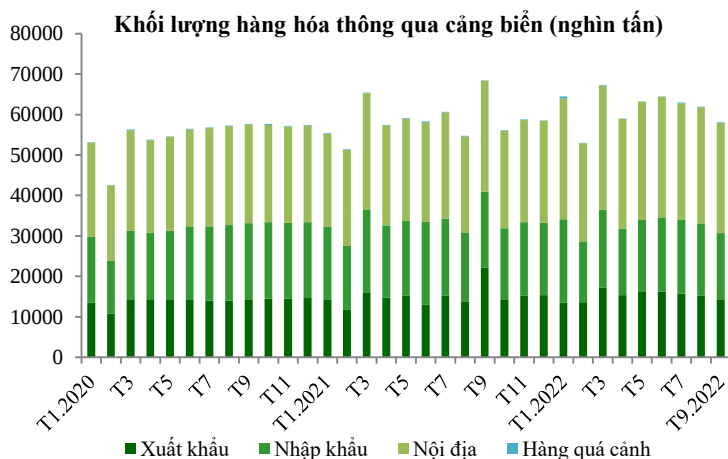


Nguồn: GMD, VCBS tổng hợp

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2022**

**Triển vọng ngành cảng biển**

Tổng khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam 9 tháng năm 2022 ước đạt 608,37 triệu tấn (+3,4% yoy). Trong đó, khối lượng hàng container thông qua cảng biển 9 tháng đầu năm 2022 ước đạt 201,08 triệu tấn (cùng kỳ đạt 200,98 triệu tấn) tương đương 20.881 nghìn TEUs (+4,3% yoy).

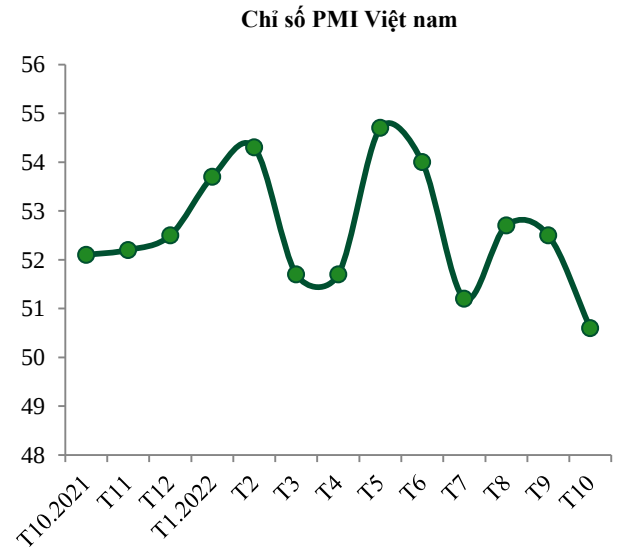


Nguồn: VPA, VCBS tổng hợp

Nguyên nhân cho sự giảm tốc của sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển trong 9 tháng đầu năm 2022 đến từ: (1) Chính sách “Zero covid” của Trung quốc đã ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng hàng hóa qua cảng; (2) Tình trạng lạm phát trên toàn cầu và xu hướng tăng lãi suất ở nhiều quốc gia đã ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng, từ đó làm chậm lại nhu cầu vận chuyển hàng hóa container trên toàn cầu nói chung và Việt nam nói riêng.

**Đánh giá về triển vọng chung của ngành cảng biển năm 2023.**

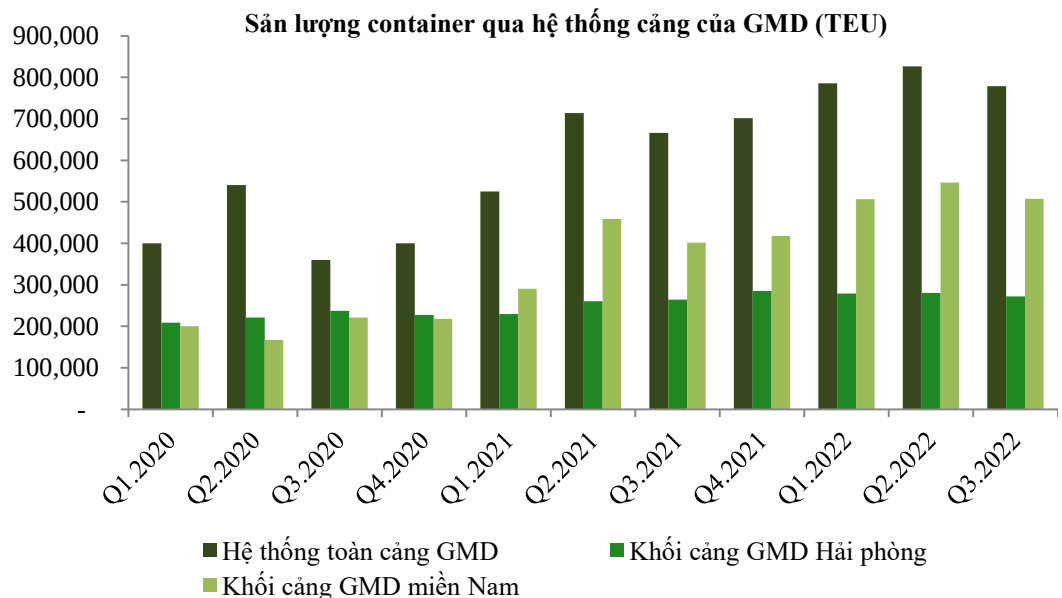
Chỉ số PMI tổng hợp của S&P Global đã giảm xuống 47,1 vào tháng 10/2022- mức thấp nhất kể từ tháng 11/2020. Tại Việt nam, chỉ số PMI đã giảm từ 52,5 điểm của T9.2022 xuống còn 50,6 điểm trong T10.2022 - là mức thấp nhất trong thời kỳ tăng kéo dài 13 tháng gần đây. Điều này cho thấy những dấu hiệu của suy thoái toàn cầu đang bắt đầu ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng số lượng đơn đặt hàng mới cũng như nhu cầu tiêu dùng và hoạt động xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng sức ép suy thoái toàn cầu vẫn tiếp tục tiếp diễn ít nhất trong nửa đầu năm 2023 và dự phóng khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam 6 tháng đầu năm 2023 sẽ không có sự thay đổi đáng kể so với cùng kỳ.



Nguồn: S&P Global

**Triển vọng doanh nghiệp**

So với mức tăng trưởng chậm của toàn ngành, hoạt động khai thác cảng của GMD vẫn duy trì kết quả tăng trưởng ấn tượng với sản lượng hàng container thông qua cảng của GMD trong 9 tháng đầu năm đạt 2.390.780 TEU, tăng trưởng 25,6% yoy.

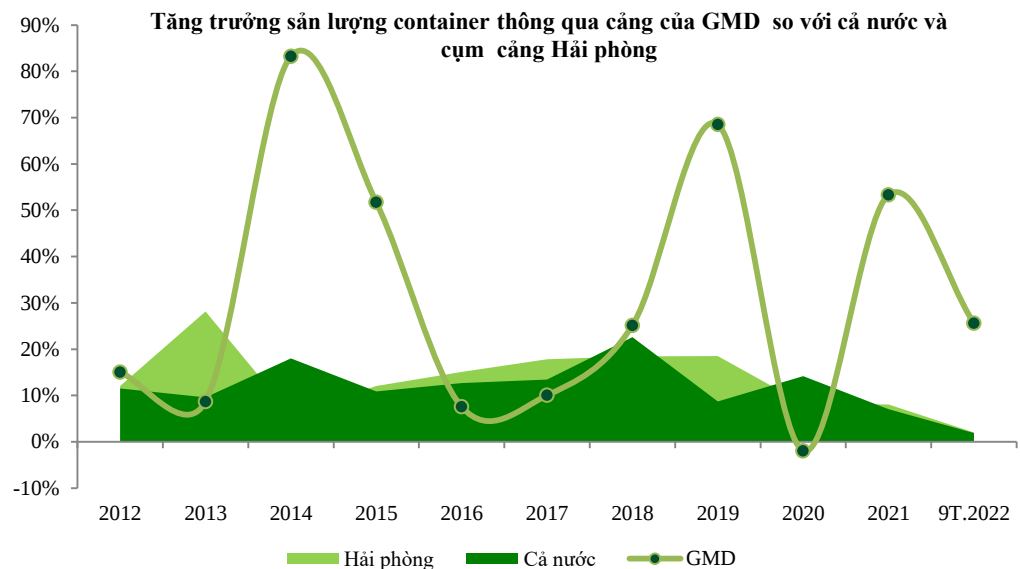


Nguồn: GMD, VPA, VCBS tổng hợp

**Nam Đình Vũ giai đoạn 2 – động lực tăng trưởng trung hạn**

**Các cảng thuộc khu vực cụm cảng Hải Phòng kỳ vọng vẫn tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực.** Sản lượng hàng hóa qua cảng khu vực Hải Phòng duy trì mức tăng trưởng cao trong những năm gần đây với tốc độ tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2016-2021 đạt 14,4%. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng sản lượng hàng hóa qua khu vực cảng này sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng tương đương trong giai đoạn 3 năm tiếp theo:

- (1) Tác động tích cực từ các hiệp định thương mại có hiệu lực trong thời gian vừa qua như: EVFTA, CPTPP...và làn sóng FDI đầu tư vào Việt nam.
- (2) Bên cạnh đó, 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 tri (qua sông Đuống), Quảng Ninh – Hải Phòng – Ninh Bình (qua sông Lược), Hà Nội-Lạch Giang, tuyến vận tải Hải Phòng – Hà nội (qua cửa Vãn Úc) là cơ hội thúc đẩy thúc đẩy hàng hóa thông qua khu vực cảng này.
- (3) Ngoài ra xu hướng dịch chuyển các nhà máy sản xuất từ Trung Quốc sang các nước lân cận, trong đó có Việt Nam nhờ vào lợi thế nhân công giá rẻ sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn cho các cảng thuộc khu vực Hải Phòng.



Nguồn: GMD, VCBS tổng hợp

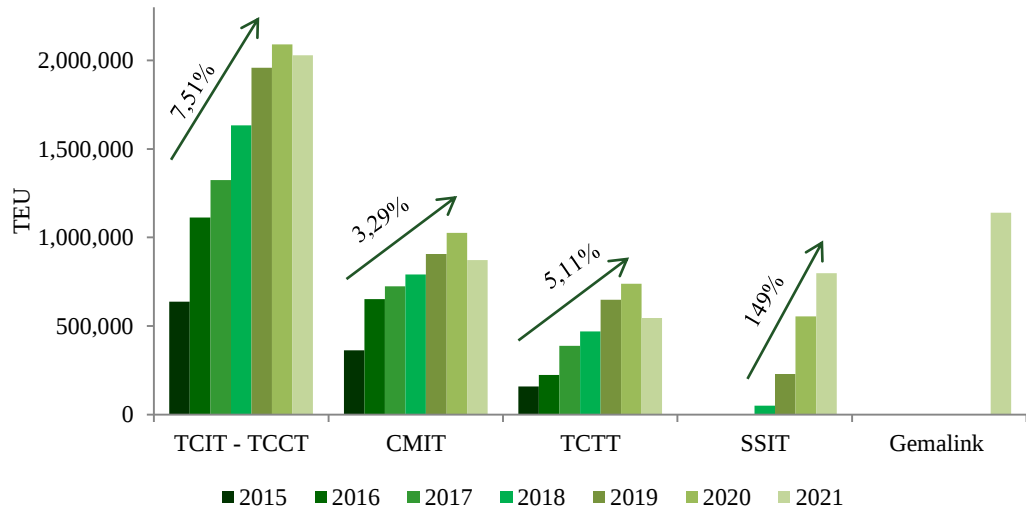
**Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 – động lực duy trì đà tăng trưởng cho cụm cảng Hải phòng của GMD.**

GMD đang đẩy mạnh trở lại kế hoạch đầu tư trong khu vực, gia tăng năng lực khai thác cảng (ước tính 6 triệu TEU) thông qua cảng Nam Đình Vũ. Giai đoạn 2 của cảng Nam Đình Vũ đang được gấp rút triển khai, Hiện nay giai đoạn 2 của cảng Nam Đình Vũ đang được gấp rút triển khai và đã hoàn thành khoảng hơn 70% tổng khối lượng thi công toàn dự án, dự kiến có thể đi vào hoạt động trong Q1.2023. Với công suất thiết kế 500.000 TEU/ năm, dự án kỳ vọng mang đến dư địa tăng trưởng dồi dào cho nhóm cảng của công ty tại Hải Phòng trong ít nhất 2-3 năm tới.

**Cảng Gemalink – Động lực tăng trưởng trong dài hạn của GMD**

**Sản lượng hàng hóa thông qua cụm cảng Cái mép – Thị Vải duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định qua các năm.**

**Sản lượng khai thác của cụm cảng Cái Mép - Thị Vải, giai đoạn 2015 -2021**



Nguồn: VPA, VCBS tổng hợp

Chú thích: CAGR 2018-2021: —————>

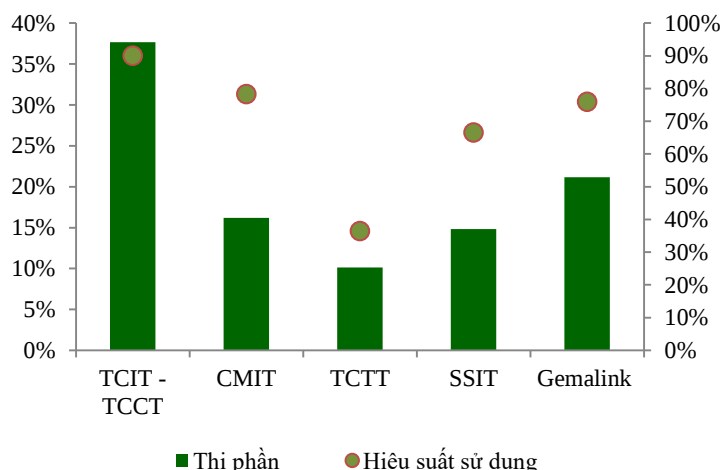
**Chúng tôi cho rằng động lực giúp sản lượng hàng hóa tại khu vực cảng Cái Mép duy trì mức tăng trưởng ổn định đến từ:**

- Hiện tượng bồi lắng tại khu vực cảng Lạch Huyện vẫn chưa có dấu hiệu chuyển biến khi công tác nạo vét còn chậm, ảnh hưởng đến khả năng tiếp nhận tàu tại khu vực này.
- Áp lực dịch chuyển nguồn hàng và cạnh tranh với khu vực cảng nước sâu Lạch Huyện suy giảm do chưa có nguồn cung mới cho đến năm 2025.
- Quá trình chuyển dịch nguồn hàng từ các cảng khu vực TP.HCM tiếp tục được đẩy mạnh, đặc biệt khi nhóm cảng trên đã thể hiện nhiều hạn chế trong giai đoạn dịch bệnh.
- Hệ thống giao thông kết nối đến khu cảng Cái Mép đã được cải thiện tích cực nhờ các tuyến đường Phước Hòa – Cái Mép và đường 991B đi vào hoạt động. Đồng thời một số dự án hạ tầng kết nối quan trọng đang được đẩy mạnh tiến độ triển khai trong giai đoạn tới.

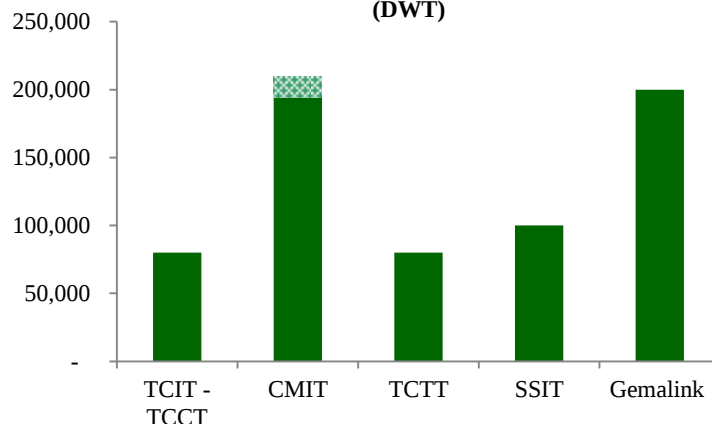
**Gemalink được dự báo tiếp tục giữ mức tăng trưởng mạnh về sản lượng trong những tháng cuối năm 2022 và 2023 nhờ:**

- Hầu hết cảng hạ nguồn Cái Mép về cơ bản đang hoạt động ở công suất cao. Cảng CMIT và hệ thống cảng thuộc Tân Cảng (TCIT, TCCT) phần lớn đã hoạt động ở công suất cao. Bên cạnh đó, trong khu vực có sự phân hóa lớn giữa các cảng khi phần lớn thị phần của cụm thuộc về cảng CMIT và cụm cảng Tân Cảng (TCIT-TCCT, CMIT) nhờ vị trí địa lý thuận lợi, các cảng còn lại chủ yếu khai thác phân khúc hàng rời và hàng tổng hợp.
- Độ sâu hiện tại của cụm cảng Cái Mép – Thị Vải chưa đáp ứng được các tàu có trọng tải lớn. Hiện chỉ có cảng CMIT và Gemalink có khả năng tiếp nhận tàu có trọng tải trên 200.000 DWT và cảng CMIT hiện cũng đang hoạt động ở công suất cao.

**Thị phần và hiệu suất sử dụng năm 2021 của các cảng Cái Mép- Thị Vải**



**Năng lực tiếp nhận tại cụm cảng Cái Mép - Thị Vải (DWT)**

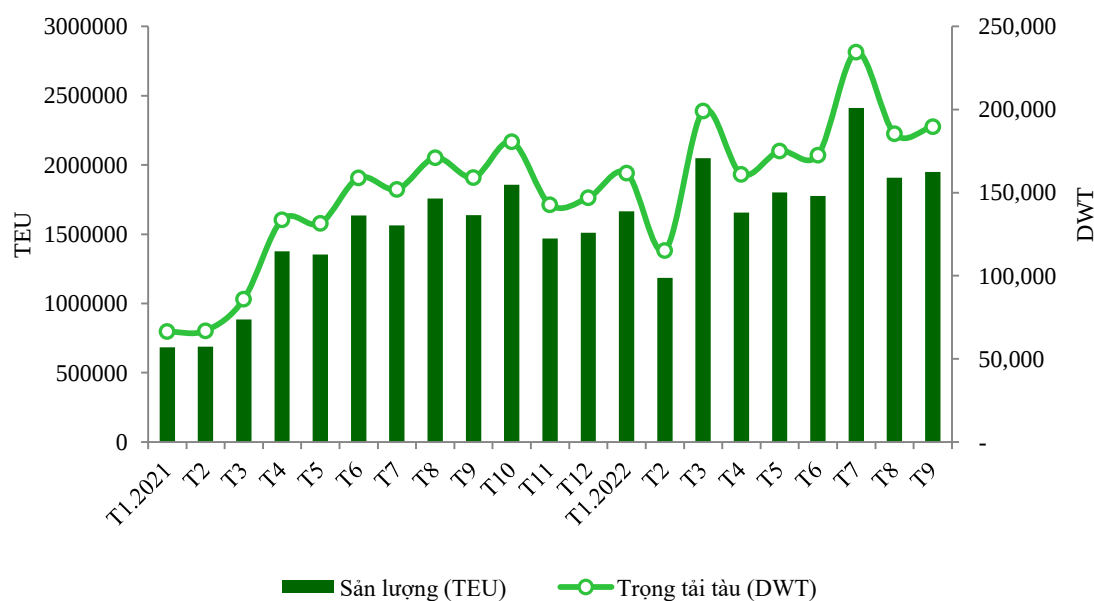


Nguồn: VCBS tổng hợp

(Chú thích: Cảng CMIT đã được Bộ GT-VT cho phép thử nghiệm và gia hạn thử nghiệm tiếp nhận tàu container có trọng tải đến 214.121 DWT từ năm 2020. Sau gần 2 năm thử nghiệm, cảng CMIT đã tiếp nhận 4 chuyến tàu container trọng tải trên 194.000 DWT đến 214.121 DWT (chiều dài đến 400m) giảm tải an toàn).

- **Biên lợi nhuận được cải thiện mạnh nhờ cảng Gemalink đã vượt qua điểm hòa vốn.** Giai đoạn 1 của cảng Gemalink đã được khai thác chính thức vào T6.2021, cảng Gemalink đã bắt đầu ghi nhận lãi kể từ Q4.2021, giúp cải thiện biên lợi nhuận của toàn công ty. Trong những tháng cuối năm 2022, GMD đang trong quá trình thực hiện các thủ tục, thu xếp vốn để triển khai xây dựng giai đoạn 2 trong 6 tháng đầu năm 2023, kỳ vọng đưa vào khai thác từ năm 2024 và 2025. Sau khi hoàn thành cả 2 giai đoạn, công suất của cảng được nâng lên mức gần 3 triệu TEU, tương ứng thị phần đạt khoảng 30-35%.

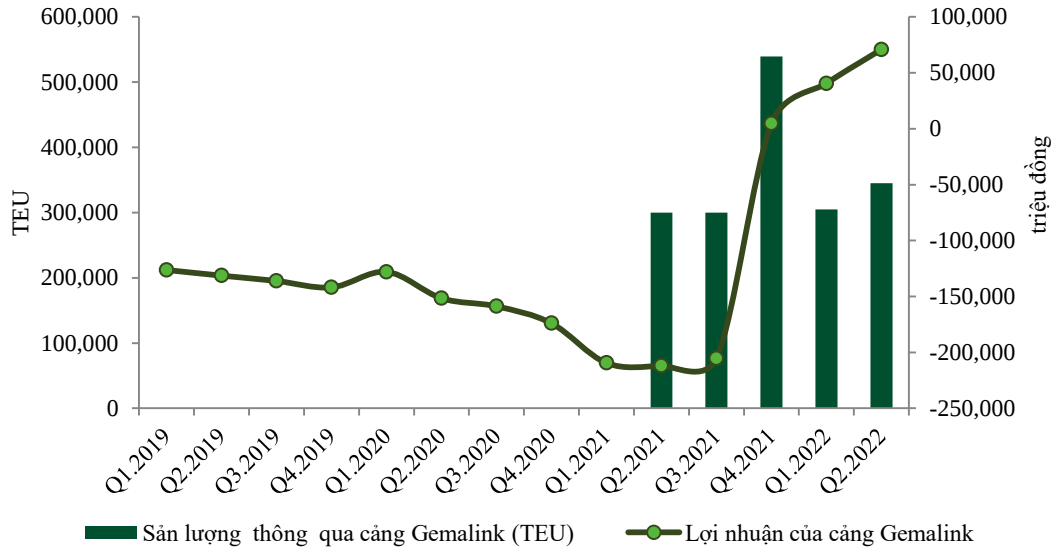
**Sản lượng container và trọng tải tàu vào cảng Gemalink**



Nguồn: VCBS tổng hợp

⇒ Chúng tôi dự phóng sản lượng của Gemalink trong năm 2022 và 2023 đạt lần lượt là 1.358.512 TEU và 1.719.671 TEU và sẽ là động lực quan trọng đến tăng trưởng lợi nhuận của GMD.

**Tương quan sản lượng khai thác, lợi nhuận cảng Gemalink**



Nguồn: GMD

**Bảng dự phóng kết quả kinh doanh của Gemalink**

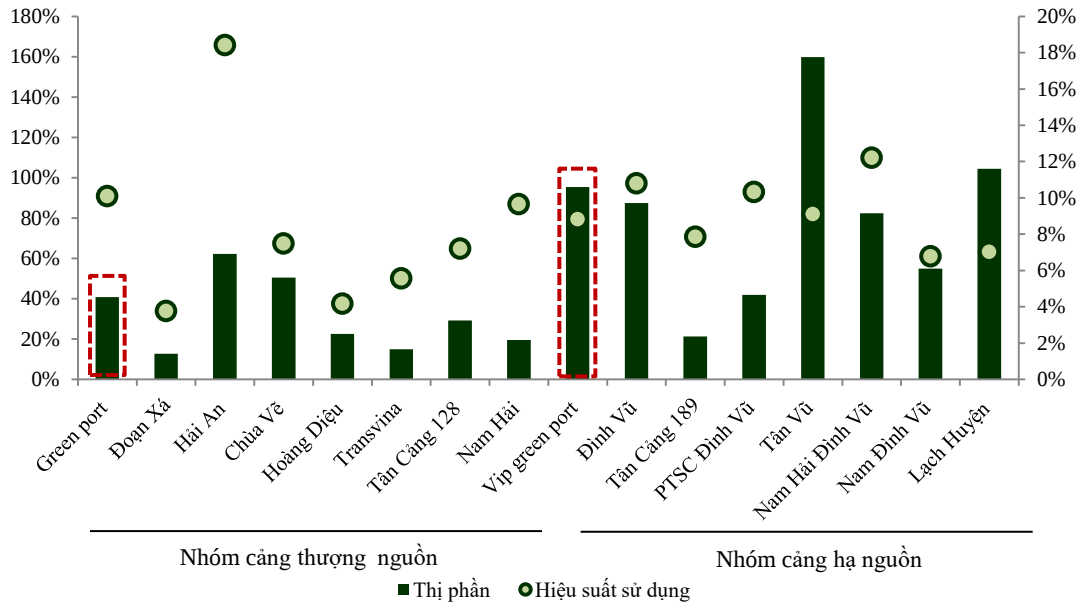
| Đơn vị: tỷ đồng                           | 2021      | 2022F     | 2023F     | 2024F     | 2025F     |
|-------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Công suất thiết kế (TEU)                  | 1,500,000 | 1,500,000 | 1,500,000 | 1,500,000 | 3,000,000 |
| Sản lượng khai thác (TEU)                 | 1,139,291 | 1,358,512 | 1,719,671 | 1,773,794 | 2,886,218 |
| Lợi nhuận của Gemalink đóng góp (tỷ đồng) |           | 284.80    | 398.37    | 451.36    | 802.63    |

Nguồn: VCBS dự phóng

**Rủi ro**

**Tình trạng dư cung tại cụm cảng Hải phòng có thể làm gia tăng áp lực cạnh tranh.** Tính đến cuối năm 2021, tổng công suất cung ứng tại cụm cảng này khoảng 7,7 triệu TEUs, cao hơn nhu cầu thực tế khoảng 35%. Trong kịch bản cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và 4 bến cảng của cảng nước sâu Lạch Huyện đi vào hoạt động, chúng tôi ước tính tình trạng dư cung sẽ tăng lên và vượt khoảng 40% nhu cầu thực tế. Như vậy sức ép cạnh tranh là điều khó tránh khỏi tại cụm cảng này, buộc các cảng phải điều chỉnh chính sách để giữ chân khách hàng, gây sức ép lên giá dịch vụ.

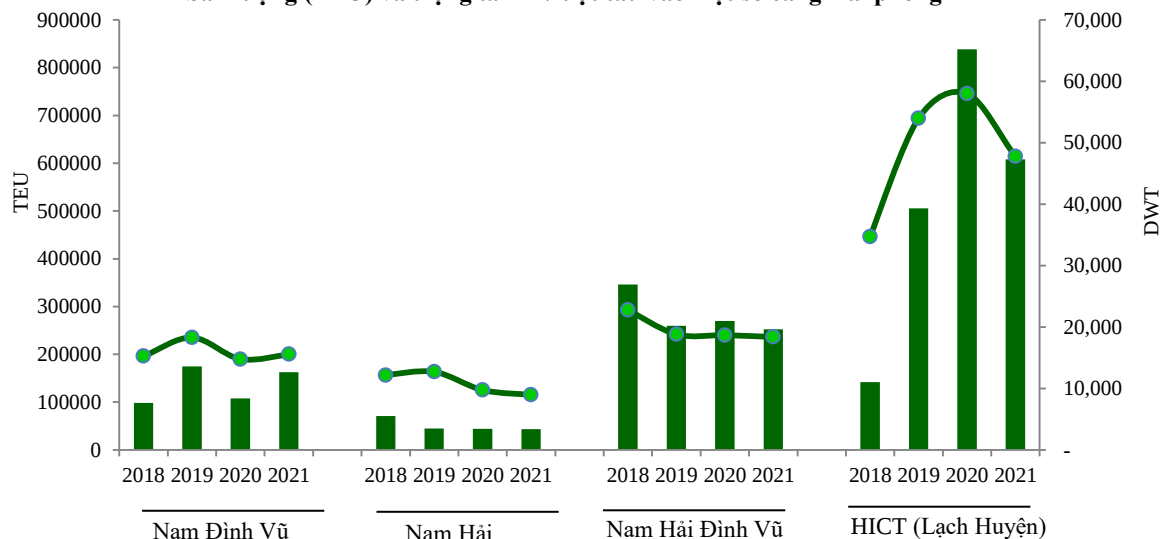
**Thị phần và hiệu suất sử dụng tại các cảng tại Hải phòng theo sản lượng container -TEU (%)**



Nguồn: VCBS tổng hợp

**Áp lực cạnh tranh cảng HICT (Lạch Huyện).** Các thủ tục để thực hiện đầu tư xây dựng bến số 5,6 cảng Lạch Huyện đang ở giai đoạn cuối cùng và chuẩn bị hoàn thiện, nâng công suất lên 3.300.000 TEU. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, áp lực cạnh tranh đến từ cảng Lạch Huyện là chưa quá lớn trong trung hạn, do: (1) Đối tượng khách hàng hướng đến tương đối khác nhau khi các tàu cập cảng HICT thường là các cảng tàu có trọng tải lớn trong khi các cảng hạ nguồn là tàu feeder; (2) Cảng Nam Đình Vũ của GMD có vị trí thuận lợi khi nằm trong khu công nghiệp Nam Đình Vũ - với vị trí đặc địa tại cửa ngõ ra biển, hưởng trọn lợi ích từ hệ thống cảng biển của Hải Phòng, trong khi HICT cách khu công nghiệp này khoảng 5km, do đó các doanh nghiệp có nhu cầu vận chuyển hàng hóa về cảng HICT sẽ phải phát sinh thêm các chi phí.

**Sản lượng (TEU) và trọng tải TB/lượt tàu vào một số cảng Hải phòng**



Nguồn: Cảng vụ Hải phòng, VCBS tổng hợp

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp so sánh tương đối

Chúng tôi sử dụng mẫu so sánh gồm các doanh nghiệp niêm yết đang hoạt động trong ngành Cảng biển:

| Doanh nghiệp      | Mã CK                    | P/E         | P/B         | EV/EBITDA   | P/S         |
|-------------------|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| CDN               | Cảng Đà Nẵng             | 9,98        | 1,68        | 6,78        | 2,26        |
| CLL               | Cảng Cát Lái             | 9,62        | 1,38        | 4,26        | 3,39        |
| DVP               | ĐT và PT Cảng Đình Vũ    | 6,73        | 1,42        | 6,13        | 3,24        |
| HAH               | Vận tải và Xếp dỡ Hải An | 2,95        | 1,13        | 2,19        | 0,82        |
| PDN               | Cảng Đồng Nai            | 10,17       | 2,77        | 7,52        | 2,24        |
| PHP               | Cảng Hải Phòng           | 9,28        | 1,20        | 7,71        | 2,33        |
| <b>Trung bình</b> |                          | <b>8,12</b> | <b>1,60</b> | <b>5,77</b> | <b>2,38</b> |
| <b>Trung vị</b>   |                          | <b>9,45</b> | <b>1,40</b> | <b>6,46</b> | <b>2,29</b> |

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền

#### Cơ sở giả định:

Chúng tôi ước tính doanh thu của GMD trong năm 2023 dựa trên những giả định sau:

- Doanh thu khai thác cảng đạt 3.552 tỷ đồng (+4,4% yoy) với sản lượng container thông qua hệ thống toàn cảng của GMD đạt 3.772.438 TEU (+11,76% yoy).
- Đối với doanh thu hoạt động logistic và cho thuê văn phòng dự phóng đạt 439 tỷ đồng (+1,1% yoy).

Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của công ty mẹ của GMD trong năm 2023F đạt lần lượt là 3.990,3 tỷ đồng (+4% yoy), 1.172,3 tỷ đồng (+11% yoy).

| Đơn vị: tỷ đồng              | 2021          | 2022F          | 2023F           | 2024F           | 2025F           |
|------------------------------|---------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBIT                         | 952,81        | 1.558,97       | 1.748,62        | 2.051,17        | 2.584,56        |
| Khấu hao                     | 379,54        | 422,99         | 448,27          | 482,90          | 560,55          |
| Thay đổi vốn lưu động        | (161,95)      | (146,33)       | (37,34)         | (116,55)        | (125,23)        |
| Đầu tư TSCĐ                  | (586,16)      | (725,79)       | (655,54)        | (711,60)        | (1.114,92)      |
| <b>FCFF</b>                  | <b>483,00</b> | <b>944,22</b>  | <b>1.318,23</b> | <b>1.488,01</b> | <b>1.630,38</b> |
| Hệ số chiết khấu             |               | 0,08           | 1,08            | 2,08            | 3,08            |
| <b>Giá trị hiện tại FCFF</b> |               | <b>936,869</b> | <b>1.190,74</b> | <b>1.227,69</b> | <b>1.233,00</b> |

## Kết hợp các phương pháp định giá

Mức giá hợp lý của cổ phiếu GMD là:

| Phương pháp          | Giá (đồng/CP) | Tỷ trọng |
|----------------------|---------------|----------|
| So sánh tương đối    | 49.782        | 50%      |
| Chiết khấu dòng tiền | 51.109        | 50%      |
| <b>Giá hợp lý</b>    | <b>50.446</b> |          |

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng của GMD trong trung và dài hạn nhờ cảng Gemalink và cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 được kỳ vọng là động lực chính thúc đẩy gia tăng hiệu quả kinh doanh của công ty.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của công ty mẹ của GMD trong năm 2022F đạt lần lượt là 3.837,61 tỷ đồng (+19,7% yoy), 1.056,13 tỷ đồng (+72,52% yoy).

Cho năm 2023F, chúng tôi cho rằng những căng thẳng địa chính trị leo thang và tình trạng suy thoái toàn cầu có thể gây sức ép lên tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của GMD trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi dự phóng DTT và LNST của công mẹ đạt lần lượt là 3.990,3 tỷ đồng (+4% yoy) và 1.172,3 tỷ đồng (+11% yoy). Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu GMD với mức định giá hợp lý là **50.446 đồng/ cổ phiếu**.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

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

**Trần Minh Hoàng**

Giám đốc

Phân tích và Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**

Trưởng phòng

Phân tích Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

**Nguyễn Thị Thùy Dung**

Chuyên viên phân tích

cao cấp

Nttdung01@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**