

## VCS - MUA

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 06/08/2021)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	121.000
KLGD TB 10 ngày	491,484
Vốn hoá (tỷ đồng)	19,200
Số lượng CPLH	160.000.000
% sở hữu nước ngoài	3.97%

### CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Hoàng Anh Tuấn  
[hatuan1@vcbs.com.vn](mailto:hatuan1@vcbs.com.vn)  
+84-28 3936 6990 ext 7243

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>

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Đột phá thị trường từ sản phẩm mới:** Đá mỏng (Vicostone ultrathin) với nhiều đặc tính ưu việt sẽ giúp mở ra thị trường mới lớn hơn nhiều lần so với thị trường counter-top mà VCS đang tham gia hiện tại.

**Gia tăng thị phần thị trường xuất khẩu:** Thị trường Mỹ tiếp tục tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đá nhân tạo trong khi các đối thủ cạnh tranh lớn đang bị áp thuế chống bán phá giá.

**Tăng trưởng tiêu thụ tại thị trường nội địa:** Thị trường bất động sản nội địa tăng trưởng trở lại với phân khúc căn hộ đa số từ trung cấp trở lên sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ trang trí nội thất bằng các sản phẩm trung cao cấp.

**Nâng công suất và làm chủ chuỗi giá trị:** VCS dự định sẽ nâng công suất gần gấp đôi cho giai đoạn 2020-2024 và đã cơ bản làm chủ chuỗi giá trị trong năm 2020.

### KẾT QUẢ KINH DOANH H1/2021

- Doanh thu thuần: 3,344 tỷ đồng (+34% yoy, 49% KH 2021)
- Lợi nhuận sau thuế: 819 tỷ đồng (+46% yoy, 43% KH 2021)

### ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra **khuyến nghị MUA** đối với cổ phiếu VCS với giá mục tiêu đạt **145.167 VND/CP (+19%)**, dựa trên phương pháp so sánh P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với tỷ trọng 50:50.

### RỦI RO

- Rủi ro dịch COVID-19
- Rủi ro đối thủ cạnh tranh
- Rủi ro bảo hộ thương mại

Chỉ tiêu tài chính	2019	2020	2021F	2022F
DTT (tỷ đồng)	5,563	5,660	7,381	8,489
LNST (tỷ đồng)	1,410	1,428	1,870	2,158
VCSH (tỷ đồng)	3,449	3,858	4,866	6,033
Nợ/TTS (%)	30%	29%	23%	19%
TS LN gộp (%)	34%	35%	34%	34%
ROA – TTM (%)	28%	25%	26%	26%
ROE – TTM (%)	46%	39%	38%	36%
EPS - TTM (đồng)	8,114	8,251	11,339	13,084
BVPS (đồng)	21,554	24,857	30,412	37,706

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**KQKD 6T.2021:** Doanh thu đạt 3,344 tỷ đồng (+34% yoy) với LNST đạt 819 tỷ đồng (+46% yoy)

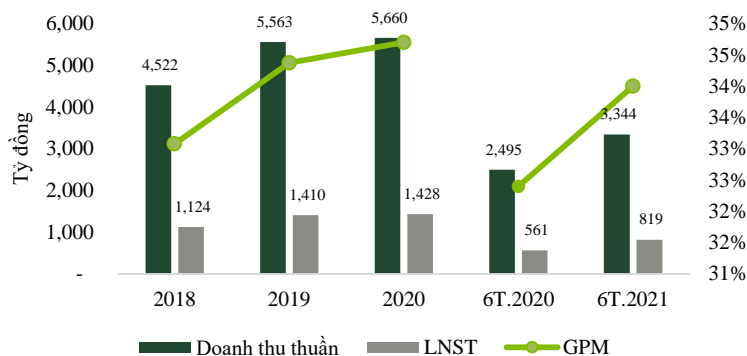
**Doanh thu 2021 của công ty có sự hồi phục ấn tượng** nhờ vào việc tăng trưởng xuất khẩu trở lại vào thị trường Mỹ sau khi nền kinh tế hồi phục. Đặc biệt là nhu cầu nhà ở tại Mỹ tăng mạnh trở lại khiến cho nguồn cung không đáp ứng kịp, do đó tại thị trường nhà cũ có nhu cầu tân trang lại tăng mạnh giúp cho doanh nghiệp có kết quả tăng trưởng ấn tượng trong nửa đầu năm 2021. Đồng thời, giá bán đá trung bình tại thị trường Mỹ cũng tăng mạnh, do đó Vicostone cũng tăng giá bán đá lên 20% so với cuối năm 2020, nhưng vẫn thấp hơn mức tăng trung bình của các doanh nghiệp xuất khẩu đá trong ngành.

**Khoản phải thu và Hàng tồn kho vẫn chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu tài sản của công ty** lần lượt là 34% và 32% tổng tài sản. Chủ yếu các khoản phải thu đến từ các bên liên quan trong tập đoàn Phenikaa (chiếm 66% tại Q2/2021 so với 68% tại Q4/2020) và giá trị hàng tồn kho chính nằm tại hàng hóa.

**Cơ cấu nguồn vốn tiếp tục dịch chuyển tích cực hơn nữa** khi tỷ lệ vay nợ của VCS đang giảm dần và hiện tại chỉ chiếm 26% so với tổng tài sản. Hơn nữa, do công ty có doanh thu từ ngoại tệ (USD) là chủ yếu nên công ty có chi phí lãi vay thấp (2.8% - 3.2%).

**Đầu tư tài sản cố định lớn:** năm 2020, công ty đã hoàn thiện đầu tư tài sản cố định giúp nâng công suất của VCS thêm 500.000 m<sup>2</sup>/năm. Đồng thời doanh nghiệp cũng hoàn thành nhận chuyển nhượng nhà máy hóa chất Phenikaa Huế giúp sản xuất nguồn đá nguyên liệu Quartz và Cristobalite.

**KẾT QUẢ KINH DOANH VCS**



Nguồn: VCS

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2021

### PHÁT TRIỂN SẢN PHẨM MỚI, LẤN SÂU SANG THỊ TRƯỜNG QUY MÔ GẤP 10 LẦN

Trong năm 2021, Vicostone đã đưa ra thị trường sản phẩm mới có tính sáng tạo trong ngành nội thất, đó là sản phẩm đá mỏng (Vicostone ultrathin) với độ dày chỉ 5mm. Hiện nay khách hàng chính cho sản phẩm này của Vicostone là Nhật Bản. Nhờ đặc tính kỹ thuật mỏng và nhẹ mà sản phẩm mới của VCS có thể tham gia vào thiết kế nội thất của mảng thị trường gạch ốp lát. Sản phẩm Vicostone có thể ốp lên tường, gỗ, sắt (khả năng mà các sản phẩm đá bình thường khác không thể có được), giúp tăng tính thẩm mỹ cho tường nhà bếp, lát mặt ngoài tủ bếp, nhà tắm cũng như các nội thất trang trí trong nhà.

Hơn nữa, Vicostone nắm được công nghệ và kỹ thuật đi đầu trước các đối thủ để có thể làm được sản phẩm này, đặc thù sản xuất sản phẩm là đá dễ vỡ. Do vậy, với các đối thủ của VCS nếu không nắm chắc kỹ thuật thì tỷ lệ thất bại của sản phẩm cao khiến giá thành sản phẩm cao, ngoài ra do đá mỏng nên trong quá trình vận chuyển cũng sẽ dễ vỡ đá.

**Dur địa phát triển cho sản phẩm mới của VCS là rất lớn, thị trường counter-top tại Mỹ có giá trị ước tính tầm 30 tỷ USD, trong khi đó thị trường gạch ốp lát có giá trị tới 345 tỷ USD năm 2019.**

**Sản phẩm truyền thống**



**Sản phẩm đá mỏng**



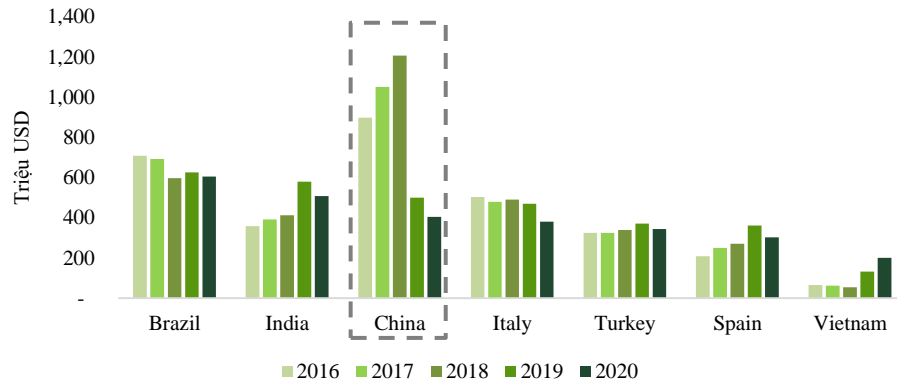
*Nguồn: VCS*

### **GIA TĂNG THỊ PHẦN TẠI THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU**

Thị trường Mỹ tiếp tục còn nhiều tiềm năng để xuất khẩu đá thạch anh nhân tạo từ Việt Nam khi thị trường tiếp tục tăng trưởng trong lúc các đối thủ cạnh tranh bị áp thuế.

- Trong năm 2020, tại thị trường Mỹ đã áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp của các sản phẩm đá nhân tạo đến từ Trung Quốc (297% - 337% từ 07/2019), Ấn Độ (3.19% - 5.15% từ 06/2020) và Thổ Nhĩ Kỳ (5.17% từ 06/2020), là các đối thủ chính của Việt Nam khi xuất khẩu sang thị trường này. Có thể thấy rõ từ khi bị áp thuế, xuất khẩu của Trung Quốc vào thị trường Mỹ giảm nhanh chóng. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của COVID mà những tích cực, triển vọng VCS có được nhờ việc Mỹ áp thuế các sản phẩm đá nhân tạo cho các quốc gia khác chưa thể hiện vào kết quả kinh doanh năm 2020. Do đó, VCBS kỳ vọng trong năm 2021, những yếu tố trên sẽ thể hiện rõ hơn vào hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

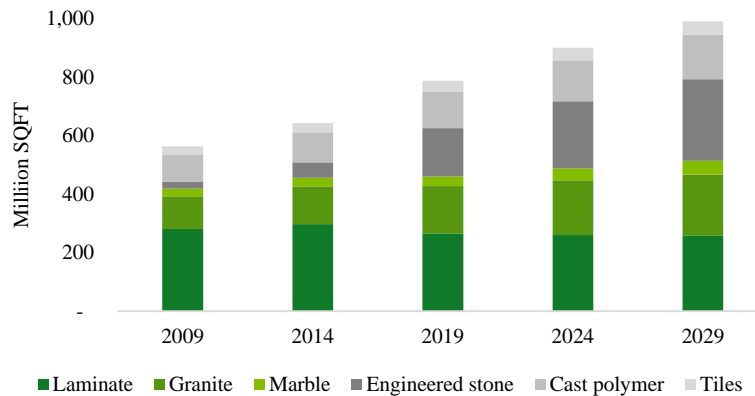
**Nhập khẩu đá tại thị trường Mỹ**



Nguồn: USITC

- Xu hướng chuyển sang sử dụng vật liệu cao cấp hơn tiếp tục duy trì tại Bắc Mỹ, với quy mô thị trường đá nhân tạo 18.9 triệu m2 năm 2020 và dự báo tăng trưởng đạt 6.2% CAGR cho giai đoạn 2020-2024 (Freedonia 2020). Với tinh thần “Chuyển đổi nhanh – Cạnh tranh chủ động”, Vicostone đã mở rộng hệ thống phân phối tại thị trường này đi kèm với chiến lược cạnh tranh về giá trong phân khúc cao cấp.

**Nhu cầu counter-top tại thị trường Mỹ**



Nguồn: Freedonia

**TĂNG TRƯỞNG TIÊU THỤ TẠI THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA**

Thị trường bất động sản trong nước dần hồi phục sau ảnh hưởng đóng cửa của COVID-19 năm 2020. Nguồn cung căn hộ và các dự án bất động sản hiện nay là ở mức thấp nhất trong 5 năm. Trong 5 năm vừa qua, số lượng dự án được cấp phép xây dựng mới rất hạn chế khiến cho nguồn cung mới tại thời điểm hiện tại suy giảm mạnh (-74% yoy). Do đó, với việc thiếu nguồn cung như hiện nay sẽ thúc đẩy các chủ đầu tư phát triển thêm các dự án bất động sản, cùng với việc hưởng lợi từ thủ tục pháp lý được rút gọn và rút ngắn thời gian xin cấp phép nhờ luật Xây Dựng mới. Đồng thời từ năm 2021, các dự án mới triển khai sẽ tập trung ở phân khúc hạng trung và cao cấp, giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ vật liệu thiết kế nội thất chất lượng cao của Vicostone.

## NÂNG CÔNG SUẤT VÀ LÀM CHỦ CHUỖ GIÁ TRỊ

Trong năm 2020, công ty đã hoàn thành lắp đặt bổ sung dây chuyền rung ép giúp nâng công suất của toàn công ty đạt 3 triệu m<sup>2</sup>/năm (tăng thêm 500.000 m<sup>2</sup> sản phẩm/năm). Công ty cũng dự kiến trong giai đoạn 2020-2024 sẽ đầu tư thêm ít nhất 2 dây chuyền nữa giúp nâng công suất lên 5 triệu m<sup>2</sup>/năm. Các dây chuyền mới sẽ nhằm phục vụ sản xuất sản phẩm mới của Vicostone nhằm (1) phát triển nhanh trong việc đánh sâu thị trường mới và (2) tăng khả năng đáp ứng nhu cầu sản phẩm truyền thống khi chiếm thị phần Mỹ từ các quốc gia khác.

Ngoài ra, VCS cũng sẽ tự chủ hơn nguồn nguyên liệu với (1) Quartz và Cristobalite từ việc nhận chuyển nhượng từ tập đoàn 100% cổ phần nhà máy Phenikaa Huế. (2) Polyester resin khi Phenikaa cũng đã đi vào vận hành nhà máy hóa chất sản xuất trong năm 2020. Với việc tự chủ nguồn nguyên liệu sẽ giúp công ty duy trì biên lợi nhuận gộp cũng như chủ động nguồn nguyên liệu trong nước trong bối cảnh chi phí vận chuyển nguyên vật liệu trên thế giới đang tăng cao.

## ĐỊNH GIÁ

### Các giả định

Với việc thị trường bất động sản Mỹ tăng mạnh và hồi phục sau tác động của COVID-19 trong năm 2020 cùng doanh thu ấn tượng trong H1/2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2021 của VCS sẽ tăng trưởng 30% so với năm 2020, dựa trên việc sản lượng xuất khẩu hồi phục cùng với việc VCS đã tăng giá bán đá thêm 20%. Đồng thời, chúng tôi cho rằng Vicostone có khả năng tiếp tục duy trì biên lợi nhuận gộp 34% như hiện nay cho giai đoạn tới khi vừa làm chủ được chuỗi giá trị cũng như duy trì tính cạnh tranh trên thị trường. Vì vậy, VCBS dự phóng doanh thu VCS năm 2021 đạt 7,381 tỷ đồng (+30% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,870 tỷ đồng (+31% yoy).

### Phương pháp so sánh

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để so sánh VCS với các doanh nghiệp khác trong ngành sản xuất sản phẩm ốp lát như sau:

Mã	DTT (tỷ)	TTS (tỷ)	Nợ/TTS	NIM	ROA	ROE	EPS	BVPS	P/E
PTB	5,601	4,774	0.39	7.8%	8.8%	21.7%	9,473	41,827	10.3
CVT	1,307	1,394	0.61	9.8%	7.8%	14.8%	3,165	18,833	12.7
GKM	170	333	0.25	11.0%	5.5%	9.8%	1,218	12,747	12.1
VIT	1,291	961	0.41	4.7%	5.1%	18.6%	2,500	11,856	5.5
TDF	578	1,182	0.16	11.6%	6.7%	12.5%	3,032	22,307	6.9
<b>Trung vị</b>	<b>1,291</b>	<b>1,182</b>	<b>0.39</b>	<b>9.8%</b>	<b>6.7%</b>	<b>14.8%</b>	<b>3,032</b>	<b>18,833</b>	<b>10.3</b>
VCS	5,660	6,055	0.26	25.0%	27.2%	42.1%	10,085	26,509	14.5

Nguồn: Fünpro, VCBS

Chúng tôi xác định P/E mục tiêu cho VCS dựa trên P/E trung vị ngành là 10.3 và P/E quá khứ là 12.4 và đưa ra mức P/E mục tiêu cho VCS là 12 (80% P/E quá khứ và 20% P/E ngành). Với EPS 2021 của VCS đạt 11,690 VND/CP, giá trị hợp lý của VCS theo phương pháp so sánh đạt 136,067 VND/CP.

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền

#### Thông số trong mô hình định giá

- Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: 2.0%
- Lãi suất phi rủi ro: 3.0%
- Phần bù rủi ro thị trường: 8.21%
- Beta: 1.07
- Ke = 11.78%
- WACC = 9.44%

Năm	2020	2021F	2022F	2023F
DTT	5,660	7,381	8,489	9,773
LNST	1,428	1,870	2,158	2,492
EBITDA	1,851	2,356	2,683	3,063

Giá trị hợp lý đối với cổ phiếu VCS theo phương pháp FCFF là 145,167 VND/CP

**Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCS dựa trên 2 phương pháp với tỷ trọng 50:50 với giá mục tiêu đạt 145,167 VND/CP (+36%)**

## RỦI RO ĐẦU TƯ

### RỦI RO DỊCH COVID-19

Dịch bệnh diễn biến phức tạp sẽ ảnh hưởng rất lớn tới hoạt động sản xuất kinh doanh toàn của doanh nghiệp. Thứ nhất, việc dịch diễn biến với các chủng đột biến nguy hiểm có thể khiến cho doanh nghiệp bị gián đoạn hoạt động sản xuất thông thường của doanh nghiệp, làm giảm sản lượng của công ty. Thứ hai, dịch bệnh nói chung sẽ ảnh hưởng đến nền kinh tế nói riêng và từ đó làm nhu cầu cũng như sức mua của khách hàng trong tất cả các thị trường chính của Vicostone, từ đó làm giảm doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp. Thứ ba, dịch bệnh kéo dài sẽ làm giảm các giao dịch bất động sản - yêu cầu nhiều về việc di chuyển khảo sát thực tế, trong bối cảnh giãn cách xã hội kéo dài không thể thực hiện được và từ đó cũng làm giảm sức mua đồ thiết kế nội thất cho bất động sản. Tuy nhiên, VCBS đánh giá khả năng chống dịch của Việt Nam là rất tốt khi so với trung bình của thế giới hiện nay và rủi ro này cũng sẽ được doanh nghiệp giảm thiểu.

### RỦI RO TỪ ĐỐI THỦ CẠNH TRANH

Hiện nay các đối thủ trong ngành đang gia tăng nhanh, đặc biệt là nhiều công ty đang mở mới nhà máy, dây chuyền sản xuất đá nhân tạo trong nước đang muốn chen chân vào thị trường Mỹ thay thế Trung Quốc trong lĩnh vực này. Các đối thủ mới chủ yếu sử dụng công nghệ từ Trung Quốc với mức đầu tư thấp để bán các sản phẩm phân khúc thấp với giá thành cạnh tranh. Vicostone với công nghệ Breton chủ yếu bán từ phân khúc trung cao cấp trở lên có giá thành cao hơn. Công ty để cạnh tranh cũng chủ động làm chủ chuỗi giá trị, nghiên cứu các sản phẩm mới mang tính tiên phong, độc đáo và có những ưu điểm vượt trội.

### RỦI RO MỸ ÁP THUẾ

Rủi ro Việt Nam bị khởi kiện áp thuế chống bán phá giá khá lớn. Do Việt Nam trong những năm gần đây đã trở thành 1 trong những đối tác lớn xuất khẩu đá nhân tạo vào thị trường Mỹ. Sản lượng xuất khẩu liên tục tăng trong khi giá bán trung bình giảm do sự tham gia của nhiều doanh nghiệp sử dụng công nghệ Trung Quốc có thể khiến cho Việt Nam bị áp thuế. Để chủ động ứng phó rủi ro, VCS cũng đã làm chủ nguồn đầu vào, đảm bảo nguồn gốc cũng như chuẩn bị các thủ tục pháp lý sẵn sàng cho rủi ro này.

<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Doanh thu</b>	5,563	5,660	7,381	8,489	9,773
GVHB	(3,651)	(3,696)	(4,871)	(5,602)	(6,450)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	1,912	1,964	2,509	2,886	3,323
Chi phí bán hàng	(154)	(161)	(209)	(241)	(277)
Chi phí QLDN	(62)	(71)	(93)	(107)	(123)
<b>EBIT</b>	1,696	1,732	2,207	2,538	2,922
Doanh thu tài chính	26	40	74	85	98
Chi phí tài chính	(68)	(93)	(66)	(67)	(69)
Lợi nhuận khác	(1)	(11)	18	21	24
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	1,653	1,668	2,200	2,539	2,932
Chi phí thuế TNDN	(243)	(240)	(330)	(381)	(440)
<b>LNST</b>	1,410	1,428	1,870	2,158	2,492
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	1,410	1,428	1,870	2,158	2,492
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	8,114	8,251	11,339	13,084	15,110

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	470	790	727	1,134	1,561
Các khoản đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	1,915	1,953	2,523	2,901	3,340
Hàng tồn kho	1,914	2,015	2,656	3,054	3,517
Tài sản ngắn hạn khác	157	142	145	149	152
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	4,456	4,901	6,050	7,239	8,570
Tài sản cố định	1,058	1,018	984	985	1,010
Các khoản đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	69	137	24	28	32
<b>Tài sản dài hạn</b>	1,127	1,155	1,008	1,012	1,042
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	5,584	6,055	7,058	8,251	9,612
Các khoản phải trả	349	311	410	472	543
Vay nợ ngắn hạn	1,418	1,533	1,461	1,457	1,419
Nợ ngắn hạn khác	115	154	171	190	212
<b>Nợ ngắn hạn</b>	1,882	1,998	2,042	2,118	2,174
Vay nợ dài hạn	253	200	150	100	50
Nợ dài hạn khác	0	0	-	-	-
<b>Nợ dài hạn</b>	253	200	150	100	50
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	2,135	2,198	2,192	2,218	2,224
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
Lợi nhuận chưa phân phối	1,741	2,444	3,419	4,565	5,896
Cổ phiếu quỹ	-	(293)	(293)	(293)	(293)
Vốn khác	108	108	140	161	186
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	3,449	3,858	4,866	6,033	7,388
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	5,584	6,055	7,058	8,251	9,612

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	885	1,260	958	1,518	1,736
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(98)	(83)	(76)	(102)	(119)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(745)	(858)	(945)	(1,008)	(1,191)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>43</b>	<b>320</b>	<b>(64)</b>	<b>408</b>	<b>426</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	427	470	790	727	1,134
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>470</b>	<b>790</b>	<b>727</b>	<b>1,134</b>	<b>1,561</b>

## 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**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang, CFA**

Trưởng nhóm Phân tích Ngành - Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

**Hoàng Anh Tuấn**

Chuyên viên Phân tích

hatuan1@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>