

Vietnam

**TRUNG LẬP** (trước đó KHẢ QUAN)

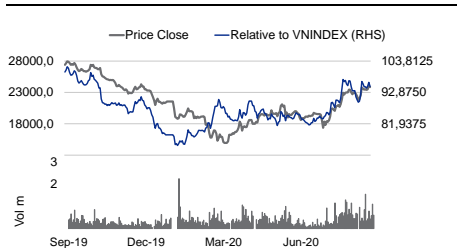
Consensus ratings\*: KQ 6 TL 0 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND23.850
Giá mục tiêu:	VND25.400
Giá mục tiêu gần nhất:	VND29.500
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	6,5%
CGS-CIMB / Consensus:	7,2%
Reuters:	GMD.HM
Bloomberg:	GMD VN
Vốn hóa:	US\$305,7m
	VND7.081.660m
GTGD bình quân:	US\$0,43m
	VND10.012m
SLCP đang lưu hành:	296,9m
Free float:	85,0%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Giảm dự phóng EPS 21,6%-36,8% cho giai đoạn 2020-2022



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	3,9	21,4	-13,1
Tương đối (%)	-2,3	16,9	-4,8

Cổ đông	% nắm giữ
Vietnam Investment Fund II, Limited	14,4
SSJ Consulting Co., LTD	10,0
KIM Vietnam Growth Equity Fund	5,2

**Chuyên viên phân tích**



**Nguyễn Tiến Dũng**

T (84) 91 686 5190

E dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

# CTCP Gemadept

## Đón đợi cơ hội từ Gemalink

- Doanh thu 6T20 đạt 1.209 tỷ đồng giảm 6,9% svck và LNST đạt 217 tỷ đồng giảm 24,7% svck, hoàn thành 40,2% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Dự án lớn nhất của GMD, cảng container nước sâu Gemalink, đã sẵn sàng chạy thử nghiệm vào tháng 11/2020 và đi vào hoạt động vào tháng 1/2021.
- Hạ đánh giá từ Khả Quan xuống Trung Lập do điều chỉnh giảm dự báo EPS 2020-22, khiến giá mục tiêu giảm xuống còn 25.400 đồng/cp.

### KQKD 6T20 bị ảnh hưởng bởi cạnh tranh cao tại cảng Hải Phòng

CTCP Gemadept (GMD) ghi nhận doanh thu 6T20 đạt 1.209 tỷ đồng (-6,9% svck), trong đó doanh thu từ khai thác cảng giảm 13,5% svck chủ yếu do sự cạnh tranh khốc liệt tại cảng Hải Phòng khiến tổng sản lượng hàng hóa giảm 5% svck và phí xếp dỡ trung bình giảm 9% svck. Trong khi đó, doanh thu từ mảng logistics tăng 51,9% svck nhờ tăng trưởng doanh thu kho lạnh cho thủy, hải sản và nông sản. Mặc dù biên LNG của GMD tăng 0,8 điểm %, LNST 6T20 giảm 24,7% svck do (1) lợi nhuận từ công ty liên kết giảm 35,4% svck; (2) thu nhập tài chính giảm 78,3% svck và (3) chi phí tài chính tăng 20,3% svck.

### Khó khăn trước mắt khiến LN ròng 2020 dự báo giảm 20,9% svck

Chúng tôi cho rằng tỷ lệ công suất dự thừa tại Hải Phòng sẽ tăng lên 42,1% trong năm 2020; đây là lý do chính khiến tổng sản lượng hàng hóa và phí xếp dỡ trung bình của GMD giảm lần lượt 4,5% và 7,3% svck. Do đó, chúng tôi dự báo tổng doanh thu 2020 sẽ giảm 5% svck xuống còn 2.510 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng biên LNG 2020 sẽ tăng 0,3 điểm % từ mức 38,3% trong năm 2019 nhờ giá dầu giảm và nỗ lực cắt giảm chi phí của công ty. Tuy nhiên, tác động từ mức giảm 14,2% svck của lợi nhuận công ty liên kết và lỗ tài chính tăng 245,8% svck dự kiến sẽ khiến LNST năm 2020 giảm 20,9% svck xuống 409 tỷ đồng.

### Gemalink sẽ trở thành động lực tăng trưởng giai đoạn 2021-2023

Do dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 2 bị trì hoãn, mọi sự chú ý được dồn vào Gemalink, dự án cảng nước sâu lớn nhất Việt Nam hiện nay. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng Gemalink sẽ hoạt động với 60% công suất thiết kế và ghi nhận mức EBIT 226,8 tỷ đồng. Tuy nhiên chi phí lãi vay cao trong những năm đầu của dự án sẽ khiến Gemalink ghi nhận lỗ ròng 105,3 tỷ đồng, trong đó mức lỗ của GMD là 68,6 tỷ đồng. Sau khi hoạt động hết công suất vào năm 2023, Gemalink ước tính sẽ đóng góp 230,4 tỷ đồng LN ròng và chiếm 34,5% LN ròng của GMD năm 2023.

### Hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu 25.400 đồng/cp

Chúng tôi hạ đánh giá GMD xuống Trung lập do cổ phiếu đã gần đạt giá mục tiêu. Chúng tôi điều chỉnh giảm EPS dự phóng 21,6% - 36,8% cho giai đoạn 2020-2022 do tổng lượng hàng hóa thông qua và phí xếp dỡ bình quân giảm và thay đổi trong dự báo lợi nhuận của công ty liên kết. Rủi ro giảm giá gồm: 1) những bất ổn phát sinh từ khủng hoảng dịch bệnh hay địa chính trị có thể cản trở thương mại toàn cầu và 2) phí xếp dỡ thấp hơn dự kiến do cạnh tranh tăng cao.

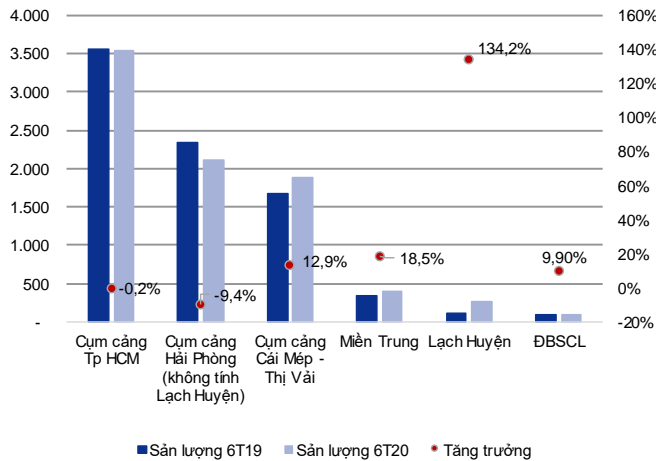
Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.708	2.643	2.510	2.871	3.161
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	880,8	910,2	892,6	932,0	984,6
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.848	517	409	404	531
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.861	1.741	1.378	1.361	1.789
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	5,6%	(6,4%)	(20,9%)	(1,2%)	31,5%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	12,96	13,75	17,31	17,52	13,33
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	9.500	1.500	1.000	1.000	0
Tỷ suất cổ tức	39,8%	6,3%	4,2%	4,2%	0,0%
EV/EBITDA (lần)	8,12	7,84	7,59	7,33	7,22
P/FCFE (lần)	3,2	13,0	21,2	23,7	628,1
P/B (lần)	1,21	1,21	1,18	1,16	1,07
ROE	8,84%	8,80%	6,90%	6,69%	8,35%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			1,07	0,94	0,97

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Đón đợi cơ hội từ Gemalink

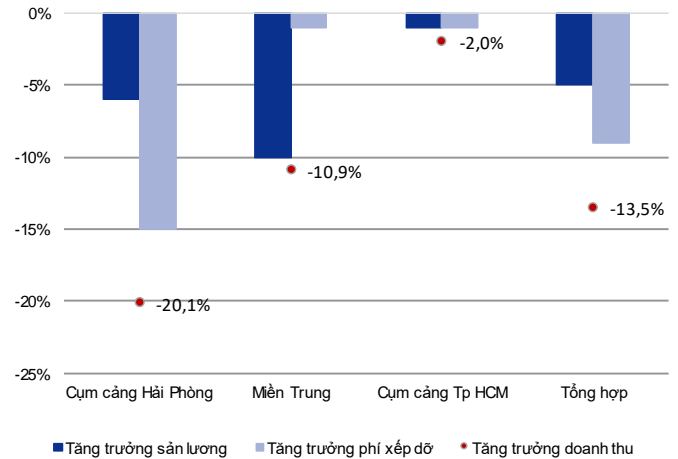
### KQKD 6T20 bị ảnh hưởng bởi cạnh tranh cao tại cảng Hải Phòng

**Hình 1: Tổng sản lượng container thông qua phân theo cụm cảng trong 6T20 (đơn vị: TEUs)**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VPA, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 2: GMD ghi nhận mức sụt giảm mạnh cả về lượng hàng hóa và phí xếp dỡ tại các cụm cảng trong 6T20**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VPA, BÁO CÁO CÔNG TY

GMD ghi nhận doanh thu giảm 6,9% svck xuống 1.209 tỷ đồng trong 6T20, trong đó doanh thu từ khai thác cảng giảm 13,5% xuống 1.010 tỷ đồng và doanh thu từ dịch vụ logistics tăng mạnh 51,9% svck, đạt 199 tỷ đồng. Mức sụt giảm doanh thu khai thác cảng chủ yếu do sự cạnh tranh khốc liệt tại cảng Hải Phòng:

- Khu vực cảng Hải Phòng, nơi phục vụ những chuyến tàu nội Á và hàng chuyển đi châu Âu, bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19, dẫn tới tổng lượng hàng hóa thông qua giảm 2,6% svck trong 6T20. Bên cạnh đó, Cảng Container Quốc tế Hải Phòng (HICT) đi vào hoạt động từ năm 2018 đang dần phát triển thành một cảng biển nước sâu sầm uất nhờ vào khả năng tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến 160.000 DWT (so với mức tối đa 48.000 DWT ở các cảng khác), từ đó khiến tổng sản lượng hàng hóa thông qua ở các cảng khác giảm 9,4% svck, bao gồm cả các cảng do GMD khai thác trong 6T20. Do cạnh tranh gia tăng, nhằm giữ chân khách hàng, GMD đã phải giảm 15% phí vận chuyển tại cảng Hải Phòng trong 6T20 về gần với giá sàn theo quy định của Bộ Giao thông vận tải. Do đó, tổng sản lượng container thông qua của GMD chỉ giảm 6% svck trong 6T20. Tổng hợp lại, doanh thu khai thác cảng tại khu vực Hải Phòng của GMD trong 6T20 giảm 20,1% svck.
- Tại khu vực miền Trung, cảng Dung Quất của GMD bị ảnh hưởng nặng nề hơn so với các cảng khác do phần lớn lượng hàng rời là của các khách hàng Trung Quốc và Nhật Bản, nơi chịu thiệt hại nặng hơn các quốc gia khác trong giai đoạn này. Tổng lượng hàng hóa thông qua giảm 10% svck trong khi phí vận chuyển giảm 1% svck dẫn đến doanh thu khai thác cảng của GMD tại đây giảm 10,9% svck trong 6T20.
- Tại khu vực miền Nam, tổng sản lượng hàng hóa tại khu vực cảng TP HCM giảm 0,2% svck kéo theo mức giảm sản lượng hàng hóa 1% svck và phí xếp dỡ giảm 1% svck của GMD. Tổng hợp lại, doanh thu 6T20 của GMD tại khu vực cảng miền Nam giảm 2% svck.

Biên lợi nhuận trong 6T20 của mảng khai thác cảng tăng 0,7 điểm % svck nhờ (1) giá dầu giảm; (2) chi phí nhân công trên một đơn vị hàng hóa giảm 23,7% svck và (3) chi phí thuê ngoài và chi phí khác trên một đơn vị hàng hóa giảm 8,5% svck. Kết hợp với mức tăng 6 điểm % của biên LNG mảng dịch vụ logistic nhờ giá dầu giảm, biên LNG 6T20 của GMD tăng nhẹ 0,8 điểm % lên 40,9%. Tuy nhiên, LN

ròng 6T20 giảm 24,7% svck do (1) lợi nhuận từ các công ty liên kết giảm 35,4% svck do ảnh hưởng của đại dịch đến các doanh nghiệp trong mảng logistics; (2) thu nhập tài chính giảm mạnh 78,3% svck do không còn ghi nhận doanh thu tài chính bất thường và (3) chi phí tài chính tăng 20,3% svck do GMD ghi nhận lỗ tỷ giá 21 tỷ đồng trong 6T20. Do đó, LN ròng 6T20 chỉ đạt 217 tỷ đồng (-24,7% svck) và chỉ đạt 40,2% dự phóng cả năm của chúng tôi.

**Hình 3: KQKD 6T20**

Đơn vị: tỷ đồng	2Q19	2Q20	% svck	6T19	6T20	% svck	% dự báo	
							2020	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>669</b>	<b>608</b>	<b>-9,1%</b>	<b>1.298</b>	<b>1.209</b>	<b>-6,9%</b>	<b>41,3%</b>	
Hoạt động khai thác cảng	607	506	-16,7%	1.167	1.010	-13,5%	39,9%	Tổng sản lượng giảm 5% svck và phí xếp dỡ trung bình giảm 9% svck.
Hoạt động logistics	62	102	64,3%	131	199	51,9%	50,3%	Phù hợp với dự phóng.
Lợi nhuận gộp	271	257	-5,0%	521	495	-5,0%	43,0%	
Biên lợi nhuận gộp	40,5%	42,3%	1,8 điểm%	40,1%	40,9%	0,8 điểm%	1,6 điểm%	
Biên LNG khai thác cảng	42,2%	45,4%	3,2 điểm%	41,4%	42,1%	0,7 điểm%	0,6 điểm%	
Biên LNG logistics	23,8%	27,2%	3,4 điểm%	29,1%	35,1%	6 điểm%	10,1 điểm%	Cao hơn dự phóng do giá dầu giảm mạnh trong nửa đầu năm.
Chi phí bán hàng & QLDN	112	100	-10,6%	214	219	2,6%	53,5%	
Lợi nhuận từ liên doanh, liên kết	75	19	-74,7%	121	78	-35,4%	40,4%	Thấp hơn dự phóng do các công ty liên doanh, liên kết của GMD bị ảnh hưởng mạnh trong nửa đầu năm vì dịch bệnh.
Doanh thu tài chính	94	5	-94,4%	102	22	-78,3%	N/A	
Chi phí tài chính	38	41	9,5%	85	102	20,3%	67,8%	Cao hơn dự phóng do GMD ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá 21 tỷ đồng trong Quý 1/2020
<b>LN ròng</b>	<b>169</b>	<b>102</b>	<b>-39,6%</b>	<b>288</b>	<b>217</b>	<b>-24,7%</b>	<b>40,2%</b>	Thấp hơn dự phóng chủ yếu do cạnh tranh cao ở khu vực Hải Phòng.
Biên LN ròng	25,3%	16,8%	-8,5 điểm%	22,2%	18,0%	-4,2 điểm%	-3,6 điểm%	
EBITDA	247	256	3,6%	486	478	-1,7%	43,5%	
Biên EBITDA	37,0%	42,2%	5,2 điểm%	37,5%	39,5%	2 điểm%	2 điểm%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Khó khăn trước mắt khiến lợi nhuận ròng 2020 dự báo giảm 20,9% svck

Trong 6 tháng cuối năm 2020, chúng tôi dự báo tổng sản lượng thông qua của GMD sẽ giảm 4% sv cùng kỳ bởi:

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông qua 6 tháng cuối năm 2020 của GMD tại cụm cảng Hải Phòng sẽ giảm 7,1% sv cùng kỳ do cạnh tranh sẽ trở nên gay gắt hơn với sự tham gia của cảng Mipec và cảng Vinalines-Đình Vũ sẽ nâng tổng công suất thiết kế của khu vực cảng Hải Phòng thêm 14,6%.
- Sản lượng thông qua cảng Dung Quất của GMD trong 6 tháng cuối năm 2020 dự kiến sẽ ngang bằng với 6 tháng cuối năm 2019 bởi chúng tôi kỳ vọng hoạt động vận tải biển đến Trung Quốc và Nhật Bản sẽ phục hồi trở lại mức bình thường.
- Tại khu vực miền Nam, sản lượng hàng hóa 6T cuối 2020 của Phước Long ICD dự kiến sẽ tăng 1% sv cùng kỳ.

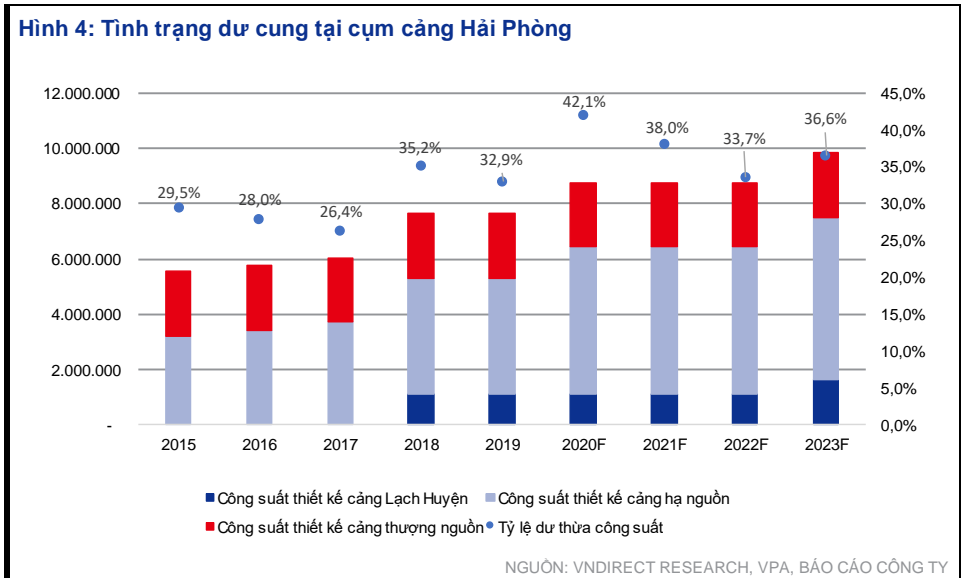
Nhìn chung, tổng sản lượng hàng hóa thông qua năm 2020 của GMD được dự báo sẽ giảm 4,5% svck trong khi phí xếp dỡ trung bình dự kiến giảm 7,3% svck dẫn đến doanh thu khai thác cảng năm 2020 của GMD giảm 11,5% svck. Doanh thu từ dịch vụ logistic dự kiến sẽ tăng 45% svck nhờ nền tảng tăng trưởng mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm.

Doanh thu cả năm 2020 của GMD dự kiến giảm 5% sv cùng kỳ xuống còn 2.510 tỷ đồng. Lợi nhuận từ các công ty liên kết giảm 14,2% svck và mức lỗ tài chính tăng 245,8% svck có thể khiến LNST công ty mẹ giảm 20,9% svck xuống 409 tỷ đồng trong năm 2020.

## Gemalink sẽ trở thành động lực tăng trưởng giai đoạn 2021-2023

### Dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 có thể bị hoãn đến năm 2023

Tình trạng dư cung tại cụm cảng Hải Phòng đã ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu của các công ty khai thác cảng biển tại đây bao gồm cả GMD. Cùng với ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 (dự kiến làm giảm tổng sản lượng container năm 2020 thông qua cảng Hải Phòng 1% svck xuống còn 5,437 triệu TEU), tỷ lệ công suất dư thừa có thể tăng lên 42,1% trong năm 2020 từ mức 32,9% trong năm 2019.



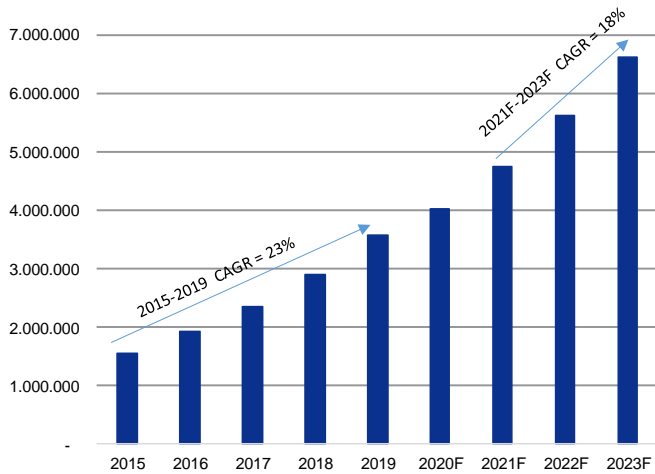
Trước tình trạng dư cung tại cụm cảng Hải Phòng, cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 của GMD hiện chỉ hoạt động với 70% công suất, do đó GMD đã hoãn kế hoạch đầu tư cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2. Tuy nhiên, sản lượng container tại cụm cảng Hải Phòng dự kiến sẽ tăng trưởng kép 7% trong giai đoạn 2020-2023, trong khi khu vực này sẽ chỉ bổ sung thêm 550.000 TEU công suất thiết kế của cảng Lạch Huyện 3 trong năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tình trạng dư cung sẽ giảm bớt, tạo điều kiện cho các dự án đầu tư mới. Chúng tôi kỳ vọng dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 sẽ được khởi động lại trong nửa cuối năm 2021 và đi vào hoạt động từ năm 2023.

### Gemalink sẽ trở thành động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2021-2023

Do dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 bị trì hoãn, mọi sự chú ý hiện tại được dồn vào Gemalink, cảng nước sâu lớn nhất hiện nay trong cụm cảng Cái Mép – Thị Vải. Nằm tại cửa ngõ phía Nam của Việt Nam, cụm cảng sôi động nhất Việt Nam Cái Mép – Thị Vải có lợi thế lớn về cơ sở hạ tầng với bến đỗ có độ sâu 14m, có thể tiếp nhận các tàu trọng tải lớn lên tới 200.000 DWT. Khả năng kết nối đến các địa điểm sản xuất và tiêu thụ còn yếu kém là vấn đề lớn đã cản trở sự phát triển của cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, đến nay đang được giải quyết nhờ việc đẩy nhanh tiến độ xây dựng các tuyến đường nối cụm cảng Cái Mép – Thị Vải với cầu Phước An, đường cao tốc Bến Lức –Long Thành và thành phố Biên Hòa.

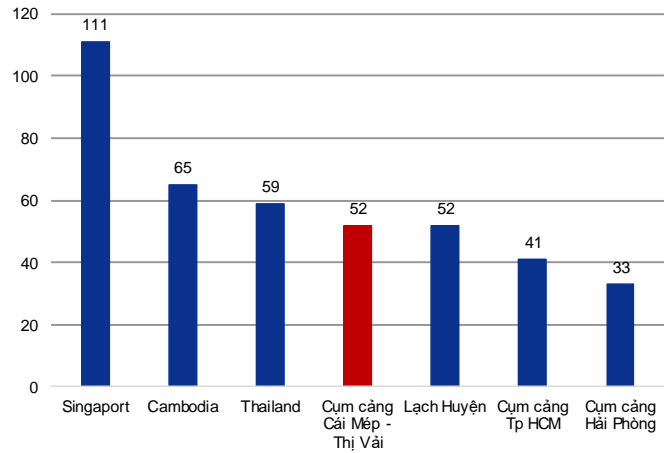
Với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2015-19 là 23% và trong 6T20 là 12,9% svck, cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đang trở thành khu vực cảng nước sâu tiềm năng nhất tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container thông qua cụm cảng sẽ tăng 13% trong năm 2020 và tăng lên 18% trong năm 2021-2023 nhờ: (1) theo Hiệp hội Cảng biển Việt Nam (VPA) ước tính, đến năm 2025, 5 triệu TEU sản lượng container có thể được chuyển đến Cái Mép – Thị Vải từ cụm cảng Hồ Chí Minh để tránh tình trạng quá tải ở đây và (2) chi phí xếp dỡ hấp dẫn, gần như thấp nhất Châu Á tính đến thời điểm hiện tại.

**Hình 5: Dự kiến sản lượng container thông qua cụm cảng Cái Mép – Thị Vải tăng trưởng 18% giai đoạn 2021-2023**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VPA, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 6: Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải có mức phí hấp dẫn so với các cảng biển trong khu vực (USD/TEU)**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VPA, BÁO CÁO CÔNG TY

Đến cuối tháng 7 năm 2020, GMD đã hoàn thành khoảng 95% phần xây dựng cơ sở hạ tầng và 70% phần kết cấu thượng tầng và thiết bị của dự án Gemalink. Theo kế hoạch, việc xây dựng và lắp đặt tất cả 6 trục STS, loại trục container hiện đại nhất thế giới, cùng với 18 trục RTG và các thiết bị khác sẽ được hoàn thành vào T10/2020 và sẵn sàng chạy thử từ T11/2020. Sau khi chính thức đi vào hoạt động năm 2021, sản lượng container thông qua Gemalink dự kiến đạt 900.000 TEU (tương đương 60% công suất) nhờ lượng hàng hóa từ hãng tàu CMA-CMG (CMA-CMG), cổ đông lớn hiện đang sở hữu 25% cổ phần của Gemalink. CMA-CMG cũng có thể thuyết phục các hãng tàu khác trong liên minh Ocean Alliance chuyển hàng hóa hiện đang xếp dỡ ở Campuchia và Philippines đến Gemalink để hưởng mức phí hấp dẫn.

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng Gemalink sẽ ghi nhận mức EBIT 226,8 tỷ đồng, tuy nhiên chi phí lãi vay cao trong những năm đầu có thể khiến Gemalink ghi nhận lỗ ròng 105,3 tỷ đồng, trong đó mức lỗ của GMD là 68,6 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo sau khi hoạt động hết công suất vào năm 2023, Gemalink có thể đóng góp 230,4 tỷ đồng LN ròng và chiếm 34,5% LN ròng của GMD.

**Hình 7: Ước tính đóng góp của Gemalink vào LN ròng của GMD**

	2021F	2022F	2023F
Sản lượng container (TEUs)	900.000	1.170.000	1.521.000
Công suất hoạt động	60%	78%	101%
Thị phần ở Cái Mép - Thị Vải	19%	21%	23%
Lợi nhuận thuộc về GMD (tỷ đồng)	(68,6)	82,6	230,4

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VPA, BÁO CÁO CÔNG TY

## Thay đổi dự phóng

**Hình 8: Các thay đổi trong dự phóng**

	2020F			2021F			2022F			Nhận định
	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	
<b>Sản lượng qua cảng</b>										
Nam Đình Vũ 1 (1.000 TEUs)	450	400	-11,1%	500	480	-4,0%	550	528	-4,0%	Nam Đình Vũ giai đoạn 1 đang là động lực tăng trưởng chính ở cụm cảng Hải Phòng. Tuy nhiên, do tình trạng dư cung, chúng tôi cho rằng Nam Đình Vũ gđ 1 sẽ tăng trưởng với tốc độ chậm hơn so với dự phóng trước đây.
Nam Đình Vũ 2 (1.000 TEUs)	-	-	N/A	150	-	-100,0%	240	-	-100,0%	Nam Đình Vũ giai đoạn 2 có thể đi vào hoạt động trong năm 2023 khi Nam Đình Vũ gđ 1 đạt 106% công suất.
Nam Hải Đình Vũ (1.000 TEUs)	317	360	13,6%	285	360	26,3%	285	360	26,3%	Nam Hải Đình Vũ vừa hoàn thành nâng cấp cầu cảng, trở thành cảng đầu tiên trong khu vực Đình Vũ có thể tiếp nhận tàu với tải trọng 48.000 DWT, cung cấp dịch vụ vượt trội trong bối cảnh các hãng không ngừng tăng cỡ tàu. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container qua Nam Hải Đình Vũ duy trì ở mức hiện tại trong giai đoạn 2020-2022, do đó chúng tôi tăng dự phóng sản lượng ước tính so với dự phóng trước đây.
Nam Hải (1.000 TEUs)	78	108	38,9%	70	108	54,4%	70	108	54,4%	Dịch vụ của Nam Hải được đánh giá là tốt nhất trong số các cảng ở khu vực thượng nguồn. Chúng tôi kỳ vọng Nam Hải có thể duy trì sản lượng container giai đoạn 2020-2022 do đây vẫn là lựa chọn tốt nhất cho các tàu cỡ vừa và nhỏ, do đó chúng tôi tăng dự phóng sản lượng container ước tính trong kỳ.
Nam Hải ICD (1.000TEUs)	288	340	18,0%	294	358	21,5%	300	365	21,5%	Do sản lượng 2019 của Nam Hải ICD tăng 28% so với 2018, chúng tôi tăng dự phóng sản lượng cho giai đoạn 2020-2022.
Dung Quất (1.000 tonnes)	2.337	1.995	-14,6%	2.454	2.195	-10,6%	2.503	2.304	-8,0%	Do sản lượng 2019 giảm 1% so với 2018 cùng với triển vọng không khả quan trong 2020, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng của cảng Dung Quất trong giai đoạn 2020-2022.
Phước Long ICD (1.000 TEUs)	962	840	-12,6%	1.067	882	-17,4%	1.163	882	-24,2%	Do Phước Long ICD đang hoạt động với 140% công suất, cảng này còn ít dư địa để tăng trưởng, do đó chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng cho giai đoạn 2020-2022.
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>2.929</b>	<b>2.510</b>	<b>-14,3%</b>	<b>3.393</b>	<b>2.871</b>	<b>-15,4%</b>	<b>3.870</b>	<b>3.161</b>	<b>-18,3%</b>	
Doanh thu cảng	2.533	2.069	-18,3%	2.879	2.275	-21,0%	3.176	2.388	-24,8%	
Doanh thu logistics	393	440	11,9%	511	594	16,2%	690	772	11,9%	Chúng tôi điều chỉnh tăng mức dự phóng tăng trưởng của hoạt động logistics do hoạt động này đạt mức tăng trưởng mạnh 51,9% trong nửa đầu 2020.
Dịch vụ khác	3	2	-49,8%	3	2	-49,8%	3	2	-49,8%	
<b>LN gộp (tỷ đồng)</b>	<b>1.150</b>	<b>969</b>	<b>-15,7%</b>	<b>1.292</b>	<b>1.048</b>	<b>-18,9%</b>	<b>1.487</b>	<b>1.107</b>	<b>-25,5%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>39,3%</b>	<b>38,6%</b>	<b>-0,6 điểm%</b>	<b>38,1%</b>	<b>36,5%</b>	<b>-1,6 điểm%</b>	<b>38,4%</b>	<b>35,0%</b>	<b>-3,4 điểm%</b>	
LN gộp khai thác cảng	41,5%	39,4%	-2,1 điểm%	40,4%	38,2%	-2,2 điểm%	41,3%	36,7%	-4,7 điểm%	Chúng tôi điều chỉnh giảm mức phí xếp dỡ lần lượt 10,5%/13,1%/15,5% trong 2020F/2021F/2022F so với dự phóng trước đây do lo ngại về tình hình cạnh tranh gia tăng ở các cụm cảng của GMD.
LN gộp hđ logistics	25,0%	34,9%	+9,9 điểm%	25,0%	29,9%	+4,9 điểm%	25,0%	29,9%	+4,9 điểm%	Điều chỉnh tăng biên LN gộp mảng logistic do giá dầu thấp hơn dự tính.
<b>CPBH &amp; CPQLDN</b>	<b>410</b>	<b>443</b>	<b>7,9%</b>	<b>492</b>	<b>498</b>	<b>1,3%</b>	<b>542</b>	<b>543</b>	<b>0,3%</b>	
<b>Lợi nhuận từ LD,LK</b>	<b>193</b>	<b>203</b>	<b>5,0%</b>	<b>247</b>	<b>180</b>	<b>-26,9%</b>	<b>475</b>	<b>364</b>	<b>-23,3%</b>	
Gemalink	(82)	(19)	N/A	-73	-69	N/A	109	83	-24,3%	Gemalink sẽ đi vào hoạt động từ đầu 2021 thay vì 2020 như trong dự phóng trước đây.
SCS	200	165	-17,4%	237	192	-19,2%	278	218	-21,5%	Dựa trên việc cập nhật lại triển vọng kinh doanh SCS của chúng tôi.
Các công ty khác	75	56	-25,3%	82	57	-30,3%	87	63	-27,6%	
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>(7)</b>	<b>9</b>	<b>N/A</b>	<b>-7</b>	<b>9</b>	<b>N/A</b>	<b>-7</b>	<b>9</b>	<b>N/A</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>150</b>	<b>144</b>	<b>-4,3%</b>	<b>158</b>	<b>151</b>	<b>-4,5%</b>	<b>128</b>	<b>176</b>	<b>37,7%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>541</b>	<b>409</b>	<b>-24,4%</b>	<b>624</b>	<b>404</b>	<b>-35,2%</b>	<b>920</b>	<b>531</b>	<b>-42,3%</b>	
EPS (VND)	1.757	1.378	-21,6%	1.972	1.361	-31,0%	2.831	1.789	-36,8%	Chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ không phát hành ESOP trong giai đoạn 2020-2022 như trong dự phóng trước đây.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá và khuyến nghị

### Hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu 25.400 đồng/cp



Chúng tôi hạ 13,9% giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF xuống 25.400 đồng/cp để phản ánh việc điều chỉnh giảm EPS dự phóng giai đoạn 2020-2022. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập bởi cổ phiếu đã gần đạt giá mục tiêu. Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) là 12,2% dựa trên cơ sở: (1) lãi suất phi rủi ro 4%, (2) hệ số beta 0,87 và (3) phần bù rủi ro thị trường là 11%.

Theo quan điểm của chúng tôi, GMD vẫn là cổ phiếu hấp dẫn trong dài hạn, dựa trên tiềm năng tăng trưởng của Gemalink và tiềm năng phát triển của ngành cảng biển Việt Nam nhờ các hiệp định tự do thương mại và làn sóng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc. Rủi ro tăng giá là việc thoái vốn thành công các mảng kinh doanh ngoài ngành của GMD khiến giá trị cổ phiếu có thể đạt mức cao hơn giá mục tiêu của chúng tôi. Theo quan điểm của chúng tôi, dự án thoái vốn tiềm năng nhất là dự án trồng cao su của GMD bởi các nguyên nhân:

- Giá mủ cao su đang trong giai đoạn phục hồi và đã tăng 18,6% kể từ đầu năm 2020.
- Cây cao su của GMD đã đạt đường kính hơn 50-55cm và đủ tiêu chuẩn để khai thác. Tuy nhiên, do giá mủ vẫn đang trong chu kỳ thấp nên GMD đang tập trung chăm sóc dự án theo tiêu chuẩn tối thiểu đồng thời tìm kiếm nhà đầu tư để chuyển nhượng dự án.
- Giá trị sổ sách của dự án tại thời điểm cuối tháng 6/2020 là 1.592,5 tỷ đồng.

Rủi ro giảm giá bao gồm những bất ổn phát sinh từ khủng hoảng dịch bệnh hay địa chính trị có thể cản trở thương mại toàn cầu trong đó có Việt Nam và phí xếp dỡ thấp hơn dự kiến do cạnh tranh trở nên gay gắt hơn.

**Hình 9: Các giả định mô hình DCF**

Giả định chính (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	729	730	928	1.120	1.207	1.295	1.314	1.375	1.421	1.475
Cộng: khấu hao	366	382	421	421	421	421	421	421	421	421
Trừ: Capex	-100	-501	-1.102	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Thay đổi vốn lưu động	-15	-43	-123	-244	-156	-190	-200	-199	-213	-277
Dòng tiền tự do	980	568	124	1.197	1.371	1.426	1.435	1.496	1.529	1.519
Thuế phải trả	-72	-71	-94	-118	-133	-149	-154	-165	-174	-180
Dòng tiền tự do của công ty (FCFF)	908	497	30	1.079	1.238	1.278	1.281	1.331	1.355	1.339
Giá trị tới hạn										
Giá trị hiện tại của FCFF	908	443	24	764	782	719	643	595	540	476
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình										3.924
Giá trị hiện tại của FCFF	5.894									
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	3.924									
Giá trị doanh nghiệp	9.818									
Trừ: nợ ròng	(1.745)									
Cộng: tiền và tương đương tiền	223									
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	(768)									
Giá trị vốn chủ sở hữu	7.528									
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	297									
Giá trị hợp lý cổ phiếu (đồng/cp)	25.400									

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Beta	0,87
Lãi suất phi rủi ro (%)	4
Phần bù rủi ro (%)	11
Chi phí vốn (%)	13,6

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: WACC

	%
Chi phí vay nợ (%)	8,5
Tỷ lệ nợ/VCSH mục tiêu	20,5%
Thuế (%)	20
WACC (%)	12,2
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	5,00%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

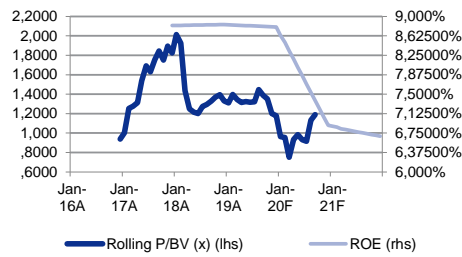
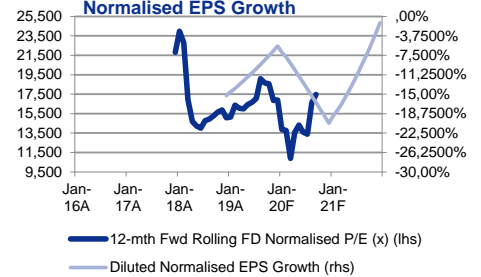
Hình 12: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá hiện tại Đơn vị: nguyên tệ	Giá mục tiêu Đơn vị: nguyên tệ	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng 3 năm EPS (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		EV/EBITDA	
							2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
CTCP Gemadept	GMD VN	23.850	25.400	Trung lập	305,7	18,1	17,3	17,5	1,2	1,2	6,9	6,7	4,3	4,3	7,7	7,6
CTCP Container VN	VSC VN	34.700	N/A	KKN	82,6	-0,3	8,9	8,1	1,0	1,0	13,7	13,6	5,8	6,2	3,3	3,1
<b>Trung bình Việt Nam</b>							<b>13,1</b>	<b>12,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>10,3</b>	<b>10,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>
<b>Trung vị Việt Nam</b>							<b>13,1</b>	<b>12,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>10,3</b>	<b>10,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>
Adani Ports And	ADSEZ IN	348	N/A	KKN	9.611,4	-0,7	17,3	14,0	2,4	2,1	15,0	16,0	1,1	1,3	12,1	10,0
Xiamen Interna-A	600897 CH	18	N/A	KKN	800,0	9,6	22,4	11,0	1,4	1,3	6,3	12,1	1,3	2,7	7,9	4,6
Gujarat Pipavav	GPPV IN	88	N/A	KKN	575,9	6,8	19,5	15,1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	8,7	7,7
Gateway Distripa	GDPL IN	89	N/A	KKN	150,6	93,6	21,4	15,4	0,7	0,7	2,7	4,3	3,5	4,1	7,8	7,1
Namyong Terminal	NYT TB	3	N/A	KKN	126,3	32,5	20,5	19,3	1,1	1,1	5,2	6,3	4,6	4,6	7,9	7,3
Navkar Corp Ltd	NACO IN	25	N/A	KKN	52,0	NA	8,2	6,9	NA	NA	2,5	3,0	NA	NA	5,6	5,2
<b>Trung bình thế giới</b>							<b>18,2</b>	<b>13,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>6,3</b>	<b>8,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>8,3</b>	<b>7,0</b>

Giá hiện tại dựa trên giá đóng cửa ngày 21/09/2020. Các cổ phiếu chưa có khuyến nghị sẽ lấy dữ liệu của Bloomberg.

NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG



**THÔNG TIN TÀI CHÍNH**
**P/BV vs ROE**

**12-mth Fwd FD Normalised P/E vs FD Normalised EPS Growth**

**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.708</b>	<b>2.643</b>	<b>2.510</b>	<b>2.871</b>	<b>3.161</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>968</b>	<b>1.013</b>	<b>969</b>	<b>1.048</b>	<b>1.107</b>
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>881</b>	<b>910</b>	<b>893</b>	<b>932</b>	<b>985</b>
Chi phí khấu hao	(335)	(366)	(366)	(382)	(421)
<b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>546</b>	<b>544</b>	<b>527</b>	<b>550</b>	<b>564</b>
TN từ hoạt động tài chính	(4)	(39)	(135)	(142)	(167)
TN từ các Cty LK & LD	133	236	203	180	364
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(86)	(37)	(37)	(37)	(37)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.182</b>	<b>705</b>	<b>558</b>	<b>551</b>	<b>724</b>
Thuế	(282)	(91)	(72)	(71)	(94)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.900</b>	<b>614</b>	<b>486</b>	<b>480</b>	<b>631</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(53)	(97)	(76)	(75)	(99)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.848</b>	<b>517</b>	<b>409</b>	<b>404</b>	<b>531</b>
Lợi nhuận thường xuyên	<b>540</b>	<b>517</b>	<b>409</b>	<b>404</b>	<b>531</b>

**Dòng tiền**

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>EBITDA</b>	<b>881</b>	<b>910</b>	<b>893</b>	<b>932</b>	<b>985</b>
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(37)	420	(15)	(43)	(123)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác					
Dòng tiền hoạt động khác	106	(29)	(37)	(37)	(37)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(131)	(144)	(144)	(151)	(176)
Thuế đã trả	(273)	(101)	(72)	(71)	(94)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>545</b>	<b>1.057</b>	<b>625</b>	<b>630</b>	<b>555</b>
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(876)	(379)	(100)	(501)	(1.102)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	1.899	165	44	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn	(238)	(300)	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	224	138	98	89	98
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>1.008</b>	<b>(377)</b>	<b>42</b>	<b>(412)</b>	<b>(1.004)</b>
Tiền vay nhận được/(đã trả)	626	(133)	(333)	81	460
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	86	0	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành		0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(2.841)	(478)	(297)	(297)	0
Cổ tức ưu đãi đã trả		0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(33)	(56)	0	0	0
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>(2.161)</b>	<b>(668)</b>	<b>(630)</b>	<b>(216)</b>	<b>460</b>
Tổng tiền trong năm	(607)	13	37	2	11
<b>Dòng tiền tự do cho cổ đông</b>	<b>2.180</b>	<b>548</b>	<b>334</b>	<b>299</b>	<b>11</b>
<b>Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp</b>	<b>1.685</b>	<b>825</b>	<b>811</b>	<b>369</b>	<b>(272)</b>

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

<b>Bảng cân đối Kế toán</b>					
<b>(tỷ đồng)</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tiền và tương đương tiền	285	230	223	225	236
Các khoản phải thu ngắn hạn	949	787	748	855	942
Hàng tồn kho	66	78	74	88	99
Tài sản ngắn hạn khác	92	92	87	103	116
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.391</b>	<b>1.188</b>	<b>1.132</b>	<b>1.271</b>	<b>1.393</b>
Tài sản cố định	2.919	2.916	2.650	2.768	3.450
Tổng đầu tư	2.632	2.684	2.798	2.898	3.173
Tài sản vô hình	281	269	269	269	269
Tài sản dài hạn khác	2.760	3.062	3.062	3.172	3.351
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>8.593</b>	<b>8.932</b>	<b>8.779</b>	<b>9.107</b>	<b>10.243</b>
Vay & nợ ngắn hạn	675	652	572	662	761
Phải trả người bán	408	423	400	473	533
Nợ ngắn hạn khác	481	754	713	843	950
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.564</b>	<b>1.828</b>	<b>1.685</b>	<b>1.977</b>	<b>2.244</b>
Vay & nợ dài hạn	1.592	1.426	1.172	1.164	1.524
Nợ dài hạn khác	299	299	299	299	299
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>1.891</b>	<b>1.724</b>	<b>1.471</b>	<b>1.462</b>	<b>1.823</b>
Dự phòng	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>3.455</b>	<b>3.553</b>	<b>3.156</b>	<b>3.440</b>	<b>4.066</b>
Vốn chủ sở hữu	5.880	5.876	5.988	6.095	6.627
Lợi ích cổ đông thiểu số	649	691	768	843	943
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.529</b>	<b>6.567</b>	<b>6.756</b>	<b>6.939</b>	<b>7.569</b>

<b>Các chỉ tiêu chính</b>					
	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tăng trưởng doanh thu	(32,0%)	(2,4%)	(5,0%)	14,4%	10,1%
Tăng trưởng LNHHKD	(3,06%)	3,34%	(1,93%)	4,42%	5,64%
Biên LNHHKD	32,5%	34,4%	35,6%	32,5%	31,1%
Tiền ròng/cp	(6.629)	(6.223)	(5.125)	(5.391)	(6.901)
Giá trị sổ sách/cp	19.665	19.789	20.167	20.528	22.317
Khả năng thanh toán lãi vay	4,24	3,71	3,66	3,64	3,20
Thuế suất hiệu dụng	0,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
Tỷ lệ chia cổ tức	526%	86%	73%	73%	NA
Số ngày phải thu	69,79	54,03	52,16	47,49	48,34
Số ngày tồn kho	18,19	16,11	18,11	16,19	16,56
Số ngày phải trả	122,2	92,5	97,7	87,4	89,3
ROIC	8,91%	8,81%	8,73%	9,51%	9,49%
ROCE	6,30%	6,39%	6,24%	6,47%	6,15%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	5,61%	6,49%	6,20%	6,13%	7,25%

<b>Các nhân tố chính</b>					
	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Thay đổi sản lượng	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Thay đổi giá	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Hoạt động M&A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>