

## CTCP DỊCH VỤ HÀNG HÓA SÀI GÒN (HSX: SCS)

### Sự hồi phục dần rõ ràng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-2020	YoY%	QoQ%	9T-2020	YoY%
Doanh thu thuần	167	-10,4%	16.1%	495	-9,7%
LNST	115	-9,9%	15.0%	336	-9,8%
Lợi nhuận HĐKD	116	-12,7%	20.2%	343	-11,1%
Tỷ suất LN HĐKD	69,3%	-1,8 pps	2.3 pps	69,1%	-1,1 pps

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

### Tóm tắt KQKD Q3-2020: Hồi phục tích cực sau cao điểm dịch bệnh

- Sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS trong Q3-2020 phục hồi mạnh so với mức thấp vào Q2-2020 nhờ việc kiểm soát tốt dịch bệnh tại Việt Nam và một số quốc gia tại châu Á có kim ngạch xuất nhập khẩu lớn với Việt Nam. Sản lượng hàng nội địa trong Q3-2020 tăng trưởng dương 4% YoY nhờ Bamboo Airways đưa vào khai thác đội bay thân rộng và phục hồi tần suất chặng bay nội địa về mức tương đương cùng kỳ năm ngoái.
- KQKD Q3-2020 cho thấy sự hồi phục tích cực, dù vẫn giữ mức thấp so với cùng kỳ năm trước. Doanh thu thuần Q3-2020 theo đó đạt 167 tỷ đồng (+16% QoQ, -10% YoY). Lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 124 tỷ (+14% QoQ, -9% YoY) và 115 tỷ (+15% QoQ, -10% YoY).

### Triển vọng 2020-2021: Duy trì đà hồi phục trong bối cảnh dịch bệnh chưa chắc chắn

- Lũy kế cả năm 2020, sản lượng hàng hoá quốc tế của SCS ước đạt 150 nghìn tấn (-10% YoY) sau khi hoạt động gần đây của SCS đã có sự khởi sắc. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận trước thuế dự phóng lần lượt đạt 704 tỷ đồng (-6% YoY) và 492 tỷ đồng (-2% YoY).
- Đối với năm 2021-2022, chúng tôi kỳ vọng ngành hàng không sẽ phục hồi từ mức thấp của 2020, dù có những sự không chắc chắn về thời điểm và tốc độ phục hồi vì phụ thuộc vào tiến độ sản xuất và cung ứng đại trà vắc-xin.

### Quan điểm và định giá

Chúng tôi duy trì quan điểm SCS có lợi thế cạnh tranh tốt nhờ vị thế độc quyền đối khai thác hàng hóa cảng hàng không lớn nhất cả nước (Tân Sơn Nhất). Rào cản gia nhập ngành lớn giúp SCS củng cố vị thế cạnh tranh này, nhờ (1) đặc thù hạn chế quỹ đất tại khu vực phía Nam sân bay, (2) việc xây dựng nhà ga hàng hóa mới theo quy hoạch tại phía Bắc sân bay không khả thi do vị trí không thuận lợi so với các nhà ga hành khách tại phía Nam. Ngoài ra, SCS có dự địa tăng trưởng lớn với khả năng tăng công suất thiết kế thêm 150 nghìn tấn/năm trong khi đối thủ chính TCS khó nâng đáng kể công suất thiết kế do đặc thù công nghệ và quỹ đất. Nhờ đó, SCS đạt hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt với suất sinh lời cao trong nhiều năm, dựa trên nền tảng tài chính vững mạnh nhờ không sử dụng nợ vay. Chúng tôi đánh giá dịch Covid-19 là khó khăn tạm thời đối với SCS.

Hiện tại, SCS đang giao dịch với mức định giá khá hợp lý, với P/E forward FY2020 đạt 13,8, tương đương mức tỷ suất lợi nhuận (earning yield - E/P) 7,2%, cao hơn trung bình lãi suất tiết kiệm kỳ hạn một năm của các ngân hàng Việt Nam hiện nay (khoảng 6,4%). Chúng tôi đề xuất mức giá hợp lý của SCS là **129.400 đồng/cổ phiếu với tỷ suất sinh lợi 19%** (so với giá đóng cửa ngày 30/10/2020; đã bao gồm cổ tức tiền), khuyến nghị **TÍCH LŨY SCS khi vùng giá mua đảm bảo mức biên an toàn cao và hợp lý với thời hạn nắm giữ trên một năm.**

## TÍCH LŨY +19%

Giá mục tiêu (VNĐ)	129.400
Giá thị trường (VNĐ)	114.600

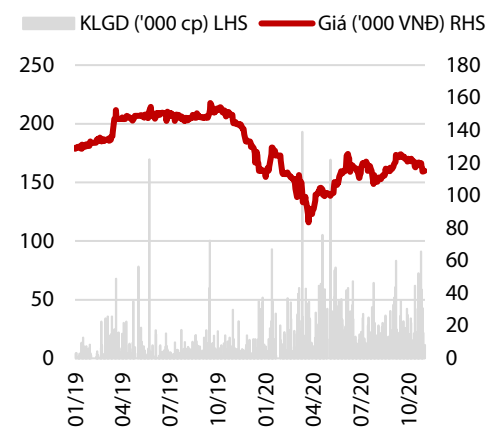
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)*	7.200
(* Dự kiến trong 12 tháng tới)	

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng hóa hàng không
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.074
SLCPDLH (triệu)	50,7
KLGD TB 20 phiên	33.689
Free Float (%)	98,3
Giá cao nhất 52 tuần	149.500
Giá thấp nhất 52 tuần	83.471
Beta	0,8

	FY2019	Hiện tại
EPS	9.306	9.327
Tăng trưởng EPS (%)	14,25	-3,0
EPS pha loãng	9.306	9.327
P/E	12,9	12,8
P/B	6,5	5,6
EV/EBITDA	10,2	10,8
Tỷ suất cổ tức tiền (%)	6,7	0
ROE (%)	53,4	22,6

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

GMD	31,8
ACV	12,9
PYN Elite Fund	5,3
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại	27,0

### Nguyễn Lê Trung Sơn

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1529

[son.nlt@vdsc.com.vn](mailto:son.nlt@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả Kinh doanh Q3-2020**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-2020	Q2-2020	QoQ%	Q3-2019	YoY%
Doanh thu	167	144	16,1%	187	-10,4%
Lợi nhuận gộp	131	110	18,5%	149	-12,2%
Chi phí bán hàng và quản lý	15	14	6,5%	16	-8,6%
Thu nhập HĐKD	116	97	20,2%	133	-12,7%
EBITDA	129	110	17,8%	147	-11,7%
EBIT	116	97	20,2%	133	-12,7%
Chi phí tài chính	-	0	-100%	-	-
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-
Khấu hao	13	13	0,4%	14	-2,9%
Khoản mục không thường xuyên					
Khoản mục bất thường					
Lợi nhuận trước thuế	124	109	13,8%	136	-9,3%
Lợi nhuận sau thuế	115	100	15,0%	127	-9,9%
LNST điều chỉnh các khoản mục	115	100	15,0%	127	-9,9%

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-2020**

Chỉ tiêu	Q3-2020	Q2-2020	QoQ%	Q3-2019	YoY%
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	78,1%	76,5%	1,6 pps	79,7%	-1,7 pps
EBITDA/Doanh thu	0,0%	76,2%	-76,2 pps	78,5%	-78,5 pps
EBIT/Doanh thu	69,3%	66,9%	2,3 pps	71,1%	-1,8 pps
TS lợi nhuận ròng	73,7%	75,3%	-1,5 pps	72,9%	0,9 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	68,5%	69,1%	-0,7 pps	68,1%	0,3 pps
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>					
-Hàng tồn kho	-	-	-	-	-
-Khoản phải thu	3	3	0	10	-7
-Khoản phải trả	1	1	0	3	-3
<b>Đòn bẩy</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	7,5%	36,2%	-28,6 pps	6,3%	1,2 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4-2020**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-2020	QoQ%	YoY%
Doanh thu	173	3,5%	-13,0%
LN gộp	136	3,7%	-15,2%
EBIT	121	3,8%	-14,9%
LNST	106	-7,5%	-21,8%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Giả định chính:**

- Số lượng chuyến bay thương mại quốc tế thường lệ trong Q4 chưa phục hồi.
- Dịch bệnh trong nước được kiểm soát, số lượng chuyến bay nội địa phần lớn được nối lại.
- Sản lượng quốc tế và nội địa Q4 lần lượt đạt 40 nghìn tấn (-8% YoY, +5% QoQ) và 14 nghìn tấn (+4% YoY, +2% QoQ).
- Hợp đồng mới cho ACV thuê sân đỗ chưa hoàn tất.

**Cập nhật Q3-2020**
**KQKD Q3-2020 tích cực so với mức thấp vào Q2 nhờ sản lượng hàng hóa phục hồi, phù hợp dự phóng của chúng tôi**
**Bảng 4: Tình hình tài chính Q3-2020 & 9T-2020**

Đơn vị: Tỷ VNĐ	Q3-2020	YoY%	QoQ%	9T-2020	YoY%	% Kế hoạch năm	% Dự phóng năm
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>167</b>	<b>-10,4%</b>	<b>16,1%</b>	<b>495</b>	<b>-9,7%</b>	<b>75,1%</b>	<b>70,4%</b>
1. Khai thác nhà ga	156	-10,5%	16,9%	495	-9,7%		75,4%
2. Cho thuê sân đậu máy bay	0	-95,1%	7,5%	0	-95,1%		74,9%
3. Cho thuê văn phòng, bãi đậu xe, sân bóng	11	2,5%	8,3%	34	3,5%		74,7%
<b>LN gộp</b>	<b>131</b>	<b>-12,2%</b>	<b>18,5%</b>	<b>387</b>	<b>-11,0%</b>		<b>69,4%</b>
CP bán hàng & QLDN	-15	-8,6%	6,5%	-45	-10,1%		
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>116</b>	<b>-12,7%</b>	<b>20,2%</b>	<b>343</b>	<b>-11,1%</b>		<b>68,8%</b>
Doanh thu tài chính	8	105,4%	-37,9%	21	137,5%		
Chi phí tài chính	0	-	-100%	0	187%		
<b>LNTT</b>	<b>124</b>	<b>-9,3%</b>	<b>13,8%</b>	<b>362</b>	<b>-7,8%</b>	<b>80,3%</b>	<b>68,6%</b>
<b>LNST</b>	<b>115</b>	<b>-9,9%</b>	<b>15,0%</b>	<b>336</b>	<b>-9,8%</b>		<b>68,2%</b>
Biên LN gộp	78,1%	1,6 pps	1,6 pps	78,2%	-1,1 pps		
Tỷ suất LN từ HĐKD	69,3%	-1,8 pps	-0,8 pps	69,1%	-1,1 pps		
Tỷ suất LNTT	73,7%	0,9 pps	2,3 pps	73,0%	1,5 pps		
Tỷ suất LNST	68,5%	0,3 pps	-1,5 pps	67,8%	-0,1 pps		

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

**Sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS trong Q3-2020 phục hồi mạnh so với mức thấp vào Q2-2020.** Việc kiểm soát dịch bệnh tại Việt Nam và một số quốc gia, khu vực tại châu Á có kim ngạch xuất nhập khẩu lớn với Việt Nam (Trung Quốc, Hàn Quốc, khối ASEAN) vào Q3-2020 nhìn chung tốt hơn so với giai đoạn cao điểm dịch bệnh trong Q2-2020, giúp sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS phục hồi mạnh, đạt 38 nghìn tấn hàng (+22,8% QoQ), tuy nhiên giữ mức thấp so với cùng kỳ năm ngoái (-8,3% YoY). Lũy kế 9T-2020, sản lượng hàng hóa quốc tế giảm hơn 10% YoY, đạt 110 nghìn tấn.

**Sản lượng hàng nội địa trong Q3-2020 hồi phục mạnh so với Q2-2020 và tăng trưởng dương gần 4% YoY, giúp lũy kế sản lượng hàng nội địa 9T-2020 đạt mức gần tương đương so với cùng kỳ năm trước.** So với Q2-2020, sản lượng hàng nội địa tăng mạnh 22,8% QoQ nhờ các chuyến bay nội địa của Vietjet Air và Bamboo Airways (hai khách hàng nội địa của SCS) hồi phục đáng kể với mức tăng 23% QoQ. So với cùng kỳ 2019, sản lượng SCS tăng trưởng dương gần 4% nhờ khách hàng Bamboo Airways đưa vào khai thác 3 máy bay thân rộng (Boeing 787-9 Dreamliner) vào đầu 2020, và phục hồi tần suất các chuyến bay nội địa về mức tương đương so với cùng kỳ năm ngoái cùng với Vietjet.

Chúng tôi lưu ý tải hàng hóa trên máy bay thân rộng Boeing 787-9 Dreamliner của Bamboo gấp gần 5 lần so với tải hàng của dòng máy bay thân hẹp Airbus A321 và gấp 6 lần Airbus A320 của hãng này. Do đó, tải hàng trên một chuyến bay của đội bay 3 chiếc thân rộng có thể đạt 60% tổng tải hàng của đội bay thân hẹp gồm 23 chiếc Airbus, giúp tăng mạnh khả năng chuyên chở hàng hóa trên các chuyến bay của Bamboo Airways.

Lũy kế 9T-2020, sản lượng hàng nội địa của SCS đạt mức gần tương đương với cùng kỳ 2019, với mức sản lượng đạt 39 nghìn tấn (-0,2% YoY).

**Bảng 5: Sản lượng hàng hóa của SCS trong Q3-2020 và 9T-2020 (nghìn tấn)**

	Q3-2020	YoY%	QoQ%	9T-2020	YoY%	% Kế hoạch năm
<b>Tổng sản lượng hàng hóa</b>	<b>52</b>	<b>-5,4%</b>	<b>21,7%</b>	<b>149</b>	<b>-7,8%</b>	<b>78,4%</b>
Hàng hóa quốc tế	38	-8,3%	21,3%	110	-10,2%	76,6%
Hàng hóa nội địa	14	3,7%	22,8%	39	-0,2%	83,9%

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

**Theo đó, doanh thu thuần Q3-2020 tăng khả quan ở mức 16% so với Q2-2020, đạt 167 tỷ đồng, tuy nhiên giảm hơn 10% YoY.** Mảng kinh doanh đem lại nguồn thu chính là khai thác nhà ga (đóng góp 93% tổng doanh thu trong Q3-2020) ghi nhận mức doanh thu khả quan so với Q2-2020, đạt 156 tỷ đồng (+16,9% QoQ, -10,5% YoY). Lợi nhuận hoạt động kinh doanh của SCS phục hồi đáng kể, đạt 116 tỷ đồng (+20,2% QoQ, -12,7% YoY).

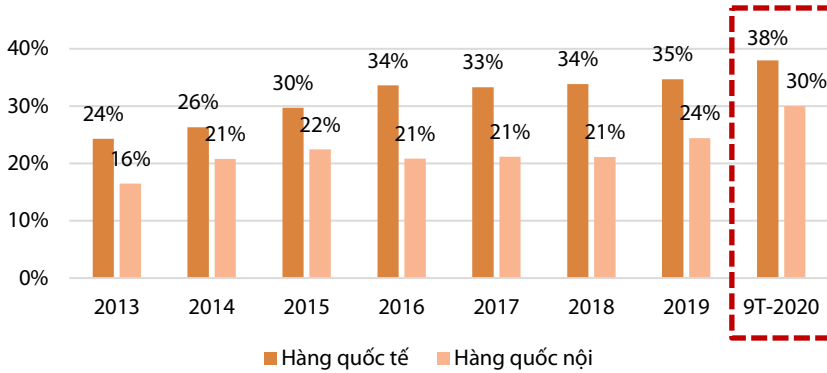
**Doanh thu tài chính Q3-2020 giảm gần 38% QoQ do số dư tiền gửi ngân hàng giảm (khoảng 134 tỷ đồng) nhằm phục vụ việc chi trả cổ tức tiền mặt (khoảng 254 tỷ đồng) vào tháng 7-2020.** SCS ghi nhận doanh thu tài chính trong Q3 khoảng 8 tỷ đồng, chủ yếu gần 5 tỷ đồng lãi tiền gửi ngân hàng, giảm mạnh so với mức 9 tỷ lãi tiền gửi trong Q2-2020. Tuy nhiên, nhờ việc cho GMD và Công ty TNHH Dịch vụ

vận tải tổng hợp V.N.M (công ty con của GMD) vay với số dư 165 tỷ đồng vào cuối Q3-2020, lãi suất ước tính trên 8%/ năm, SCS ghi nhận doanh thu tài chính tăng 105% so với cùng kỳ năm trước. Qua đó, lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận ròng đạt mức khả quan hơn so với quý trước nhưng vẫn giảm khá đáng kể so với cùng kỳ, lần lượt 124 tỷ (+13,8% QoQ, -9,3% YoY) và 115 tỷ (+15,0% QoQ, -9,9% YoY).

**Hợp đồng mới cho thuê sân đỗ máy bay với ACV sẽ được ký khi các chuyến bay quốc tế thương mại thường lệ trở lại bình thường.** SCS không còn ghi nhận nhiều doanh thu từ hoạt động cho thuê sân đỗ máy bay trong 9T-2020 do hợp đồng trước đây đã hết hiệu lực vào đầu tháng 2-2020 và ACV chưa đàm phán ký mới kể từ khi dịch Covid-19 bùng phát. Lũy kế 9T-2020, SCS đã ghi nhận lỗ mảng kinh doanh này gần 4 tỷ đồng.

**Thị phần hàng hóa của SCS qua các năm cải thiện tích cực, cho thấy vị thế cạnh tranh trong việc giữ khách hàng truyền thống và thu hút khách hàng mới.** Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, ước tính thị phần hàng quốc tế của SCS trong 9T-2020 đạt 38% (tăng 3 pps so với đầu năm), thị phần hàng nội địa đạt 30% (tăng 6 pps so với đầu năm). Thị phần quốc tế cải thiện nhờ đã ký hợp đồng cung cấp dịch vụ với 6 hãng hàng không mới từ tháng 5-2020, trong đó có hãng hàng không đứng thứ 4 thế giới về sản lượng luân chuyển hàng hoá - UPS Air Cargo. Sự góp mặt của UPS Air Cargo trong bối cảnh Covid-19 củng cố thêm quan điểm của chúng tôi về lợi thế cạnh tranh trong năng lực kỹ thuật và đáp ứng các tiêu chí lựa chọn của các Hãng hàng không, cũng như tiềm năng trong việc đàm phán với những khách hàng mới sau khi tình hình dịch bệnh khả quan hơn, qua đó, hỗ trợ triển vọng dài hạn.

**Hình 1: Thị phần hàng quốc tế và quốc nội của SCS**



Nguồn: SCS, ACV, CTCK Rồng Việt

**Dự phóng Q4-2020**

**Sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS trong Q4-2020 duy trì mức thấp do ảnh hưởng từ tải hàng hóa trên toàn cầu sụt giảm mạnh và chính sách nhập cảnh, cách ly của chính phủ Việt Nam**

**SCS chịu ảnh hưởng từ việc sụt giảm mạnh tải hàng hóa khiến sản lượng hàng hóa hàng không trên thế giới phục hồi chậm.** Theo IATA, sản lượng hàng hoá hàng không luân chuyển trên toàn cầu (CTKs - Cargo tonne-kilometers, đã điều chỉnh tính mùa vụ) dù tăng trong 4 tháng liên tiếp kể từ tháng 5-2020, nhưng tốc độ tăng qua từng tháng chậm lại, giảm từ 8,8% MoM trong tháng 5 xuống còn khoảng 1% MoM trong tháng 8, tiếp tục giữ ở mức khá thấp so với cùng kỳ năm ngoái (-13% YoY). Nguyên nhân là do phần lớn các máy bay chở khách vẫn chưa được khai thác trở lại vì dịch bệnh, khiến tải hàng hóa (đo bằng hệ số Tải hàng luân chuyển ACTKs – Available cargo tonne-kilometers) của các máy bay chở khách trên toàn cầu sụt giảm mạnh so với giai đoạn tiền Covid-19. Lũy kế 8T-2020, tải hàng hóa toàn cầu sụt giảm mạnh 25% YoY.

**Bảng 6: Sản lượng hàng hóa luân chuyển và tải hàng hóa luân chuyển toàn cầu**

	T1-2020	T2-2020	T3-2020	T4-2020	T5-2020	T6-2020	T7-2020	T8-2020
<b>Sản lượng hàng hóa luân chuyển</b>								
So với cùng kỳ (YoY%)	-3,3	-1,4	-15,2	-27,7	-20,3	-17,6	-13,5	-12,6
Lũy kế so với cùng kỳ (YTD%)	-3,3	-2,7	-7,7	-12,7	-13,8	-14,5	-14,1	-14,0
<b>Tải hàng hóa luân chuyển</b>								
So với cùng kỳ (YoY%)	0,9	-4,4	-22,7	-42,0	-34,7	-34,1	-31,2	-29,4
Lũy kế so với cùng kỳ (YTD%)	-0,9	-1,7	-9,5	-16,7	-20,9	-23,2	-24,2	-24,8

Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Sản lượng hàng hóa của SCS phụ thuộc nhiều vào các đường bay quốc tế chở khách thương mại thường lệ.** Cơ cấu khách hàng của SCS đa phần là hãng hàng không chuyên vận chuyển hành khách, với 24 hãng, chiếm 57% tổng khách hàng. Theo ban lãnh đạo, sản lượng hàng hóa từ các hãng hàng không chuyên vận chuyển hành khách này chiếm khoảng 60% tổng sản lượng hàng hóa của SCS trong giai đoạn trước dịch. Do đó, SCS phụ thuộc nhiều vào việc nối lại các đường bay quốc tế chở khách thương mại vào Việt Nam nhằm đảm bảo cho sự phục hồi trong giai đoạn tới.

**SCS chịu ảnh hưởng từ chính sách nhập cảnh, cách ly của chính phủ Việt Nam.** Số lượng chuyến bay thương mại quốc tế thường lệ đến và đi từ Việt Nam chưa thể phục hồi về mức trước dịch ít nhất đến hết năm nay do hiện nay chưa thống nhất về chính sách nhập cảnh, cách ly giữa Việt Nam và các nước và chính sách hạn chế du khách nước ngoài nhập cảnh của Chính phủ Việt Nam, qua đó ảnh hưởng đến công suất hàng hóa chuyên chở của các chuyến bay chở khách.

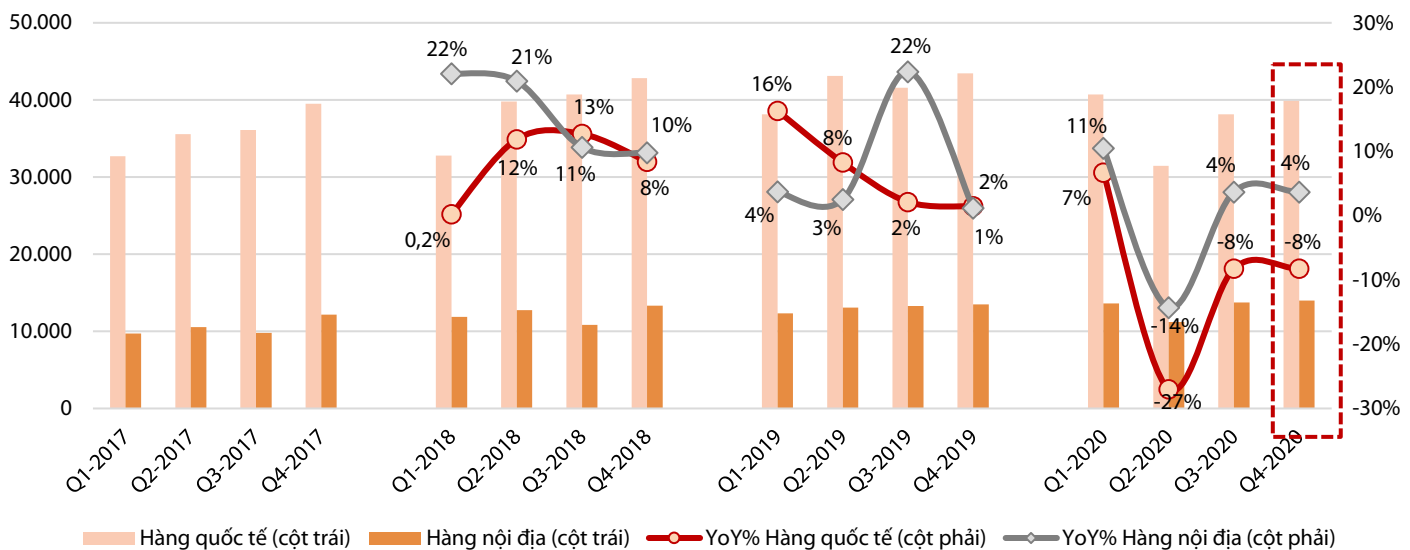
Ngoài ra, theo quan điểm của chúng tôi, dù hoàn tất quá trình thống nhất việc nhập cảnh và cách ly, sản lượng du khách quốc tế vẫn sẽ giảm mạnh, khiến chuyến bay quốc tế thương mại thường lệ chưa thể trở lại mức trước dịch. Theo khảo sát của IATA, 83% du khách sẽ không bay nếu họ phải cách ly tại nơi đến do yếu tố chi phí và thời gian, do đó việc cách ly có tác động tương đương như việc đóng cửa biên giới và giãn cách xã hội đến với sản lượng hành khách và hàng hóa. Vì vậy, các chính sách cách ly dài ngày sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng nhu cầu du lịch bằng đường hàng không.

Tóm lại, chúng tôi ước tính sản lượng hàng quốc tế trong Q4-2020 của SCS chưa thể phục hồi về mức cùng kỳ, đạt khoảng 40 nghìn tấn (-8,3% YoY, +4,5% QoQ), chiếm 74% tổng sản lượng hàng.

**Triển vọng hàng nội địa duy trì sự hồi phục khả quan nhờ các chuyến bay nội địa nối lại và mùa cao điểm mua sắm trong năm**

Số lượng các chuyến bay nội địa trong Q3-2020 cho thấy sự phục hồi khá rõ nét, với số lượng chuyến bay nội địa tăng mạnh gần 30% QoQ. Việc dẫn nối lại hoàn toàn các chặng bay nội địa và tăng tần suất chuyến bay của các hãng hàng không nội giúp sản lượng hàng hóa nội địa sẽ tiếp tục duy trì đà phục hồi trong Q4-2020. Ngoài ra, Q4 thường là quý cao điểm của sản lượng hàng hóa, nhằm phục vụ mùa mua sắm cuối năm. Theo đó, sản lượng hàng nội địa trong Q4-2020 ước đạt 14 nghìn tấn (+3,7% YoY, +1,7% QoQ).

**Hình 2: Sản lượng hàng quốc tế và nội địa của SCS theo quý (nghìn tấn)**



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

**Triển vọng năm 2020**

Lũy kế cả năm 2020, chúng tôi dự phóng sản lượng hàng hoá quốc tế của SCS cả năm đạt khoảng 150 nghìn tấn (-9,7% YoY) sau khi hoạt động gần đây của SCS đã có sự khởi sắc, tuy nhiên vẫn giữ mức thấp so với cùng kỳ. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 669 tỷ đồng (-10,6% YoY) và 454 tỷ đồng (-9,6% YoY).

**Bảng 7: Ước tính KQKD Q4-2020 và FY2020**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-2020	YoY%	FY2020	YoY%
<b>Tổng sản lượng hàng hóa (nghìn tấn)</b>	<b>54</b>	<b>-5,4%</b>	<b>203</b>	<b>-7,2%</b>
Sản lượng hàng hóa quốc tế (nghìn tấn)	40	-8,3%	150	-9,7%
Sản lượng hàng hóa nội địa (nghìn tấn)	14	3,7%	53	0,8%
<b>Doanh thu</b>	<b>173</b>	<b>-13,0%</b>	<b>669</b>	<b>-10,6%</b>
LN gộp	136	-15,2%	523	-12,1%
Lợi nhuận HĐKD lõi	121	-14,9%	463	-12,1%
LNTT	127	-12,5%	489	-9,1%
<b>LNST</b>	<b>118</b>	<b>-12,8%</b>	<b>454</b>	<b>-9,6%</b>
<b>EPS (VNĐ) *</b>	<b>2.329</b>	<b>-13,4%</b>	<b>8.310</b>	<b>-16,7%</b>

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt, \*sau cổ tức ưu đãi, pha loãng do ESOP và điều chỉnh quỹ khen thưởng phúc lợi

**Kỳ vọng phục hồi vào 2021-2022 từ mức thấp của 2020**

Đối với năm 2021-2022, chúng tôi kỳ vọng ngành hàng không sẽ phục hồi từ mức thấp của 2020, dù có những sự không chắc chắn về thời điểm và tốc độ phục hồi vì phụ thuộc vào tiến độ sản xuất và cung ứng đại trà vắc-xin. Ngoài ra, tâm lý du lịch và niềm tin tiêu dùng của du khách rất khó đoán định, Do vậy, chúng tôi đưa ra các kịch bản về tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa quốc tế kể từ 2021 như sau:

**Bảng 8: Tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng quốc tế của SCS theo các kịch bản**

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	Ghi chú
<b>Kịch bản cơ sở</b>			<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	Sản lượng phục hồi chậm và mất 2 năm (đến 2022) mới đạt mức tương đương mức trước dịch của 2019, dựa trên giả định thận trọng về số lượng chuyến bay quốc tế thương mại thường lệ chưa thể phục hồi ngay trong năm sau vì tâm lý du khách bị ảnh hưởng, quy trình cách ly xét nghiệm tốn nhiều thời gian và chi phí. Ngoài ra quá trình phát triển, phân phối vắc-xin đại trà mất nhiều thời gian.
Sản lượng hàng quốc tế (nghìn tấn)	166	150	158	169	186	204	
<b>Kịch bản tốt</b>			<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	Sản lượng phục hồi nhanh về mức trước dịch của 2019 ngay trong năm sau (2021).
Sản lượng hàng quốc tế (nghìn tấn)	166	150	165	182	200	220	
<b>Kịch bản xấu</b>			<b>1%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	Sản lượng phục hồi rất chậm, mất 3 năm (đến 2023) để về mức trước dịch của 2019.
Sản lượng hàng quốc tế (nghìn tấn)	166	150	152	156	167	179	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 9: Dự phóng KQKD 2021-2022 – Kịch bản cơ sở**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2021	YoY%	FY2022	YoY%
<b>Tổng sản lượng hàng hóa (nghìn tấn)</b>	<b>214</b>	<b>5,8%</b>	<b>230</b>	<b>7,3%</b>
Sản lượng hàng hóa quốc tế (nghìn tấn)	158	5,0%	169	7,0%
Sản lượng hàng hóa nội địa (nghìn tấn)	57	8,0%	61	8,0%
<b>Doanh thu</b>	<b>751</b>	<b>6,7%</b>	<b>804</b>	<b>7,0%</b>
LN gộp	598	7,2%	643	7,5%
Lợi nhuận HĐKD lõi	534	7,2%	575	7,6%
LNTT	571	8,4%	617	7,9%
<b>LNST</b>	<b>534</b>	<b>8,4%</b>	<b>576</b>	<b>7,9%</b>
<b>EPS (VNĐ) *</b>	<b>9.071</b>	<b>9,2%</b>	<b>9.846</b>	<b>8,6%</b>

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt, \*sau cổ tức ưu đãi, pha loãng do ESOP và điều chỉnh quỹ khen thưởng phúc lợi

**Bảng 10: Dự phóng KQKD 2021-2022 – Kịch bản tốt**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2021	YoY%	FY2022	YoY%
<b>Tổng sản lượng hàng hóa (nghìn tấn)</b>	<b>222</b>	<b>9,5%</b>	<b>243</b>	<b>9,5%</b>
Sản lượng hàng hóa quốc tế (nghìn tấn)	165	10,0%	182	10,0%
Sản lượng hàng hóa nội địa (nghìn tấn)	57	8,0%	61	8,0%
<b>Doanh thu</b>	<b>775</b>	<b>10,2%</b>	<b>846</b>	<b>9,1%</b>
LN gộp	620	11,3%	682	9,9%



Lợi nhuận HĐKD lõi	555	11,4%	610	10,0%
LNTT	592	12,4%	652	10,2%
<b>LNST</b>	<b>553</b>	<b>12,4%</b>	<b>609</b>	<b>10,2%</b>
<b>EPS (VNĐ) *</b>	<b>9.424</b>	<b>13,4%</b>	<b>10.458</b>	<b>11,0%</b>

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt, \*sau cổ tức ưu đãi, pha loãng do ESOP và điều chỉnh quỹ khen thưởng phúc lợi

**Bảng 11: Dự phóng KQKD 2021-2022 – Kịch bản xấu**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2021	YoY%	FY2022	YoY%
<b>Tổng sản lượng hàng hóa (nghìn tấn)</b>	<b>208</b>	<b>2,8%</b>	<b>218</b>	<b>4,4%</b>
Sản lượng hàng hóa quốc tế (nghìn tấn)	152	1,0%	156	3,0%
Sản lượng hàng hóa nội địa (nghìn tấn)	57	8,0%	61	8,0%
<b>Doanh thu</b>	<b>732</b>	<b>3,9%</b>	<b>763</b>	<b>4,3%</b>
LN gộp	580	3,9%	605	4,4%
Lợi nhuận HĐKD lõi	518	3,9%	540	4,4%
LNTT	555	5,3%	582	4,9%
<b>LNST</b>	<b>518</b>	<b>5,3%</b>	<b>544</b>	<b>4,9%</b>
<b>EPS (VNĐ) *</b>	<b>8.787</b>	<b>5,7%</b>	<b>9.257</b>	<b>5,3%</b>

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt, \*sau cổ tức ưu đãi, pha loãng do ESOP và điều chỉnh quỹ khen thưởng phúc lợi

### Định giá

SCS đang giao dịch với mức định giá khá hợp lý, với P/E forward năm 2020 là 13,8, tương đương mức tỷ suất lợi nhuận (earning yield - E/P) là 7,2%, cao hơn so với mức trung bình lãi suất tiết kiệm kỳ hạn một năm của các ngân hàng vào tháng 10-2020 (khoảng 6,4%). ROE và ROIC cao và cải thiện qua từng năm, lần lượt đạt 50% và 67% vào 2019. Nền tảng tài chính lành mạnh khi không có nợ vay.

Sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền FCFF (WACC 11,1%, tăng trưởng tại giá trị cuối 3,0%), chúng tôi đề xuất **mức giá hợp lý của SCS là 129.400 đồng/ cổ phiếu theo kịch bản cơ sở**, tương đương P/E forward năm 2020 là 15,6 (E/P 6,4%) và P/E forward năm 2021 là 14,3 (E/P 7,0%). Tỷ suất sinh lợi theo đó đạt 19% (so với giá đóng cửa ngày 30/10/2020; đã bao gồm cổ tức tiền), **khuyến nghị TÍCH LŨY SCS khi vùng giá mua đảm bảo mức biên an toàn cao và hợp lý với thời hạn nắm giữ trên 1 năm**.

Ước tính mức chi trả cổ tức của SCS cho cổ đông thường trong năm nay khoảng 7.200 đồng/ cổ phiếu, giảm so với mức 8.000 đồng/ cổ phiếu của năm ngoái, tương ứng với tỷ suất chi trả cổ tức là 80%. SCS đủ khả năng trả 365 tỷ đồng cổ tức trên nhờ dòng tiền tự do hàng năm trong FY2020 – FY2021 trên 500 tỷ đồng/ năm khi nhu cầu CAPEX thấp do dự án tòa nhà SCSC-2 (tổng vốn đầu tư khoảng 200 tỷ đồng) chưa được cấp phép xây dựng.

**Bảng 12: Tổng hợp giả định Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF**

Đơn vị: Tỷ VNĐ			
Lãi suất phi rủi ro	1,6%	Giá trị doanh nghiệp	6.509
Phần bù rủi ro thị trường	11,4%	Trừ: Tổng nợ	-
Beta điều chỉnh	0,8	Cộng: Tiền và tương đương tiền	59
<b>Chi phí vốn cổ phần</b>	<b>11,1%</b>	Trừ: Lợi ích CĐTĐ	-
<b>Chi phí nợ vay sau thuế</b>	<b>5,5%</b>	<b>Giá trị phần vốn CSH</b>	<b>6.567</b>
% Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	100%		
% Tổng nợ/Tổng tài sản	0%	Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	50,7
<b>WACC</b>	<b>11,1%</b>	<b>Giá mục tiêu/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>129.418</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 13: Phân tích độ nhạy**

		Tốc độ tăng trưởng FCFF dài hạn				
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
WACC	9,1%	120.801	128.518	137.779	149.098	163.247
	10,1%	117.158	124.588	133.504	144.402	158.025
	11,1%	113.674	120.831	<b>129.418</b>	139.914	153.034
	12,1%	110.342	117.237	125.510	135.622	148.262
	13,1%	107.153	113.797	121.771	131.516	143.698

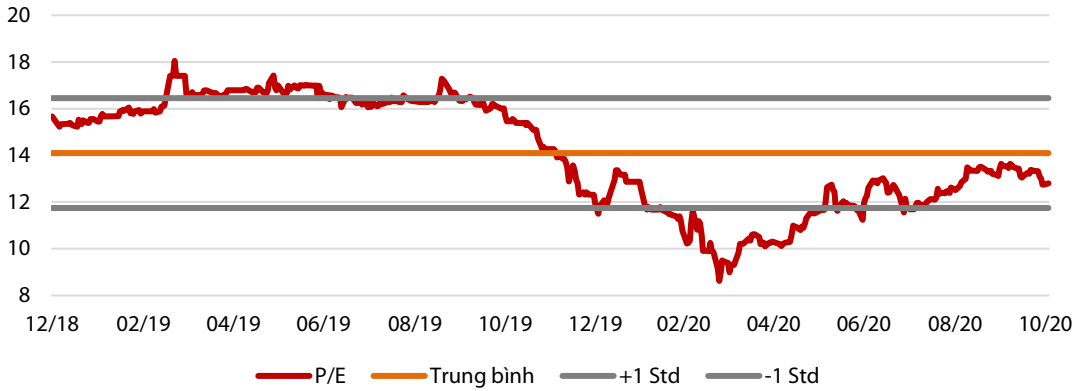
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 14: Tổng hợp định giá FCFF theo các kịch bản (VNĐ/ cổ phiếu)**

Kịch bản	Giá mục tiêu	Suất sinh lợi (gồm cổ tức)	Suất sinh lợi (không gồm cổ tức)
Kịch bản cơ sở	129.400	19,2%	12,9%
Kịch bản tốt	136.300	25,2%	18,9%
Kịch bản xấu	119.500	10,6%	4,3%
Tỷ lệ reward/risk		2,4	4,4

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Lịch sử định giá P/E trailing**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



KQ HKKD	tỷ đồng			
	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	675	748	704	751
Giá vốn	147	153	146	153
<b>Lãi gộp</b>	528	595	558	598
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	67	68	60	64
Thu nhập từ HĐTC	8	14	29	37
Chi phí tài chính	0	1	0	0
Lợi nhuận khác	-2	-2	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>467</b>	<b>538</b>	<b>527</b>	<b>571</b>
Thuế TNDN	30	35	35	38
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>437</b>	<b>502</b>	<b>492</b>	<b>534</b>
EBIT	461	527	498	534
EBITDA	516	582	548	585

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	%			
	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	14,8%	10,8%	-5,9%	6,7%
Lợi nhuận HKKD	16,5%	12,7%	-5,9%	6,7%
EBIT	19,1%	14,2%	-5,4%	7,2%
Lợi nhuận sau thuế	21,4%	14,9%	-2,0%	8,4%
Tổng tài sản	-1,9%	10,6%	1,9%	9,5%
Vốn chủ sở hữu	-3,2%	13,5%	1,8%	9,8%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
LN gộp / Doanh thu	78,2%	79,5%	79,2%	79,6%
EBITDA / Doanh thu	76,5%	77,8%	77,8%	77,8%
EBIT / Doanh thu	68,3%	70,4%	70,8%	71,1%
LNST / Doanh thu	64,7%	67,1%	69,9%	71,1%
ROA	45,0%	46,8%	45,0%	44,5%
ROE	49,4%	50,0%	48,1%	47,5%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	5,1	5,9	6,7	6,7
Vòng quay HTK	60,422	54,724	-	-
Vòng quay kh. phải trả	2,0	2,9	2,2	2,2
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	3,6	8,0	7,3	8,9
Nhanh	3,6	8,0	7,3	8,9
<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>				
Tổng nợ / Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vay dài hạn / Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

BẢNG CĐKT	tỷ đồng			
	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
Tiền	47	66	168	251
Đầu tư tài chính ngắn hạn	30	180	201	251
Các khoản phải thu	133	127	106	113
Tồn kho	0	0	0	0
Tài sản ngắn hạn khác	58	42	7	2
Tài sản cố định hữu hình	631	588	542	512
Tài sản cố định vô hình	5	3	3	2
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	67	68	68	68
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>971</b>	<b>1.073</b>	<b>1.094</b>	<b>1.198</b>
Khoản phải trả ngắn hạn	74	52	66	69
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn	12	4	6	6
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	0	13	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>TỔNG NỢ</b>	<b>86</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>75</b>
Vốn đầu tư của CSH	592	611	611	611
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	284	385	403	504
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	9	9	9	9
<b>TỔNG VỐN</b>	<b>885</b>	<b>1.004</b>	<b>1.022</b>	<b>1.123</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ (*)	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
EPS (đồng/cp)	9.971	8.310	9.071	9.846
P/E (x)	12,9	13,3	12,2	11,3
BV (đồng/cp)	19.939	20.146	22.127	24.092
P/B (x)	6,0	5,9	5,4	5,0

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
DCF	129.418	100%	129.418

**Giá mục tiêu (đồng/cp)**

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
11/2018	147.000	Tích lũy	Dài hạn
03/2020	122.500	Mua	Dài hạn
07/2020	130.000	Tích lũy	Dài hạn

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
*Head of Research*  
 lam.ntp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1313)

**Nguyễn Hà Trinh**  
*Senior Analyst*  
 trinh.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1551)  
 • Xây dựng  
 • Năng lượng

**Đỗ Thanh Tùng**  
*Senior Analyst*  
 tung.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1521)  
 • Bán lẻ  
 • Thực phẩm & Đồ uống

**Phạm Thị Tố Tâm**  
*Senior Analyst*  
 tam.ptt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)  
 • Dệt may  
 • Thủy sản  
 • Phân bón

**Bùi Huy Hoàng**  
*Analyst*  
 hoang.bh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1514)  
 • Ô tô & Phụ tùng  
 • Nông dược  
 • BĐS Khu công nghiệp

**Phạm Minh Tú**  
*Analyst*  
 tu.pm@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1536)  
 • Thép  
 • Dược

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
*Analyst*  
 thao.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)  
 • Tiện ích công cộng

**Trần Hoàng Thế Kiệt**  
*Analyst*  
 kiet.tht@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1528)  
 • Bất động sản dân dụng  
 • Thị trường

**Nguyễn Lê Trung Sơn**  
*Analyst*  
 son.nlt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1529)  
 • Hàng không  
 • Logistics  
 • Công nghệ

**Nguyễn Ngọc Thành**  
*Analyst*  
 thanh.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1535)  
 • Ngân hàng

**Trần Thị Hà My**  
*Senior Consultant*  
 my.tth@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006  
 • Kinh tế vĩ mô

**Bernard Lapointe**  
*Senior Consultant*  
 bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

**Trần Thị Ngọc Hà**  
*Assistant*  
 ha.ttn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

**Trương Thị Thảo Vi**  
*Assistant*  
 vi.ttt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1517)

**HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du  
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

☎ +84 28 6299 2006  
☎ +84 28 6299 7986  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,  
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006  
☎ +84 24 6288 2008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006  
☎ +84 258 3820 008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,  
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578  
☎ +84 292 381 8387  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2020.**