

**SGN – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 04/09/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	67.400
KLGD TB 10 ngày	28.419
Vốn hoá (tỷ đồng)	2.277
Số lượng CPLH	33.533.591
% sở hữu nước ngoài	2,07%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

**Phạm Hồng Quân**  
phquan@vcbs.com.vn  
+84-4 3936 6990 ext 7183

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>

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Kết quả kinh doanh:** Kết thúc 6T.2020, SGN ghi nhận doanh thu đạt 449 tỷ đồng (-40,4% yoy). Lợi nhuận sau thuế ghi nhận mức sụt giảm 55,1% so với cùng kì, đạt 77 tỷ đồng.

**Triển vọng:** Dịch Covid-19 bùng phát và lan rộng đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp hàng không trong đó có SGN. Kết quả kinh doanh của SGN trong năm 2020 dự báo sẽ sụt giảm mạnh mẽ so với cùng kì. Về dài hạn, SGN duy trì triển vọng tăng trưởng tích cực với các động lực chính đến từ: (1) Hạ tầng tại Tân Sơn Nhất được đầu tư, nâng cấp và nâng cao công suất; (2) Sở hữu nhiều lợi thế trong tăng trưởng về thị phần và (3) Tiềm năng mở rộng hoạt động kinh doanh tại các sân bay mới.

**Rủi ro:** (1) Việc vận hành lại đường bay quốc tế gặp khó khăn; (2) Vietjet tự làm phục vụ mặt đất; (3) Rủi ro phân chia thị phần tại các cảng hàng không (CHK).

**Đánh giá:** Chúng tôi dự phóng lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ của SGN đạt 118,0 tỷ đồng trong năm 2020 (-65,9% yoy) do tác động từ dịch Covid-19 và các biện pháp hạn chế chuyển bay. Giá cổ phiếu trong giai đoạn vừa qua đã về mức khá hấp dẫn khi xét đến vị thế doanh nghiệp, lợi thế cạnh tranh và dư địa lớn từ sự tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam trong dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cơ hội đầu tư SGN với mức giá mục tiêu là **82.393 VND/ cổ phiếu**.

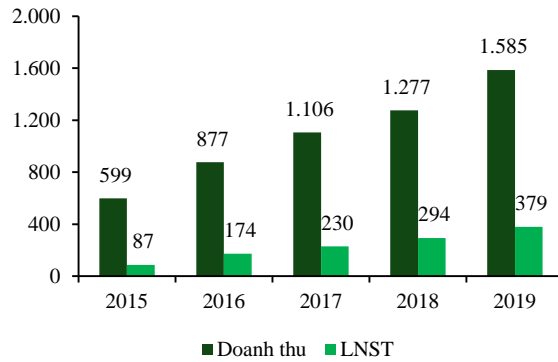
Chỉ tiêu tài chính	2018	2019	2020F	2021F
DTT (tỷ đồng)	1.277	1.585	845	1.513
+/- yoy (%)	15,43%	24,17%	-46,70%	79,08%
LN công ty mẹ (tỷ đồng)	264	346	118	286
+/- yoy (%)	26,77%	31,04%	-65,90%	142,44%
VCSH (tỷ đồng)	696	968	986	1.171
TS LN gộp (%)	36,08%	37,22%	26,59%	33,06%
TS LN CT mẹ (%)	20,69%	21,83%	13,97%	18,91%
ROA – TTM (%)	30,46%	30,20%	10,42%	21,63%
ROE – TTM (%)	42,21%	39,09%	13,22%	26,96%
EPS - TTM (đồng)	7.488	10.092	3.233	7.838

**CẬP NHẬT KQKD**

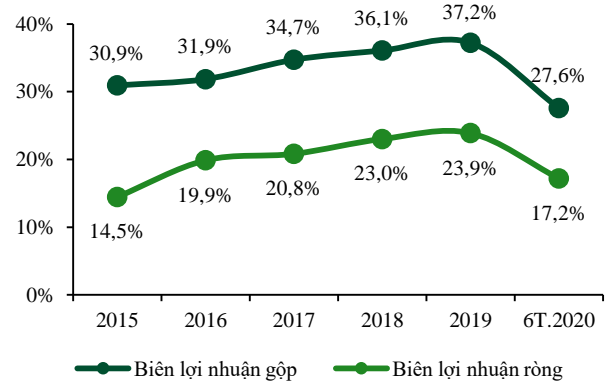
**KQKD 2015 - 2019**

**SGN ghi nhận xu hướng tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận** với mức tăng trưởng bình quân 21,5% về doanh thu và 34,3% về lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn 2015 – 2019. Biên lợi nhuận liên tục được cải thiện nhờ gia tăng năng suất lao động và giảm phụ thuộc vào thiết bị thuê ngoài từ ACV trong hoạt động kinh doanh.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của SGN giai đoạn 2015 - 2019 (đv: tỷ đồng)**



**Hình 2: Xu hướng biên lợi nhuận của SGN**



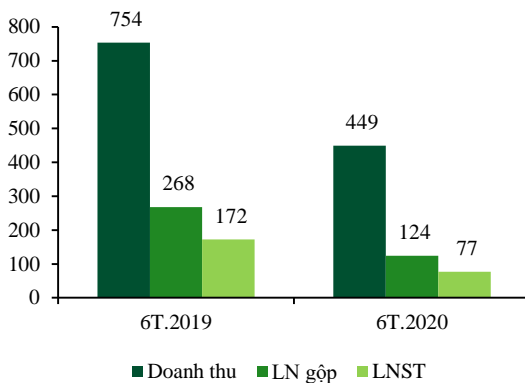
Nguồn: SGN, VCBS tổng hợp

**KQKD 6T.2020**

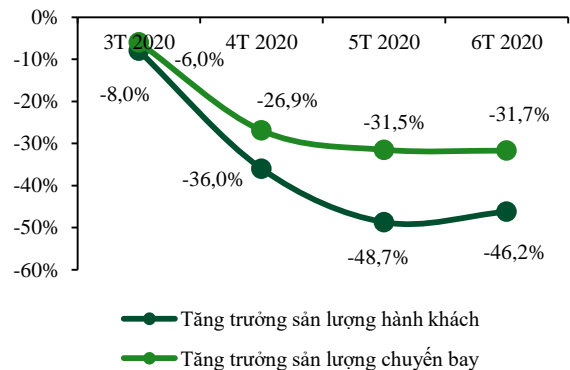
**Doanh thu hợp nhất 6T.2020 đạt 449 tỷ đồng, giảm 40,4% so với cùng kỳ do tác động của dịch Covid-19**, phần lớn đến từ sự suy giảm trong doanh thu dịch vụ phục vụ mặt đất do sự bùng phát và lan rộng của dịch bệnh cũng như lệnh cấm bay được thực thi đã ảnh hưởng tiêu cực đến tần suất chuyến bay khai thác của các hãng hàng không, đặc biệt ở các chuyến bay quốc tế.

**Lợi nhuận sau thuế đạt 77 tỷ đồng trong 6T.2020, giảm 55,1% so với cùng kỳ.** Biên lợi nhuận co hẹp do đặc điểm các chi phí cố định như khấu hao, chi phí đảm bảo hoạt động chiếm tỷ trọng khá cao và khó cắt giảm ngay khi điều kiện thị trường không thuận lợi. Tuy vậy, nhiều biện pháp cắt giảm chi phí như chi phí nhân công, dịch vụ thuê ngoài được áp dụng mạnh mẽ đặc biệt từ Q2.2020 và giúp doanh nghiệp duy trì lợi nhuận dương trong Quý 2 dù doanh thu sụt giảm nghiêm trọng.

**Hình 3: Kết quả kinh doanh hợp nhất của SGN (đv: tỷ đồng)**



**Hình 4: Tăng trưởng sản lượng hành khách và chuyến bay của các hãng hàng không Việt Nam**



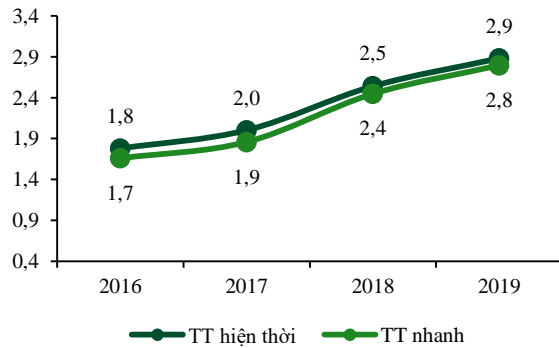
Nguồn: SGN, CAA, VCBS tổng hợp

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

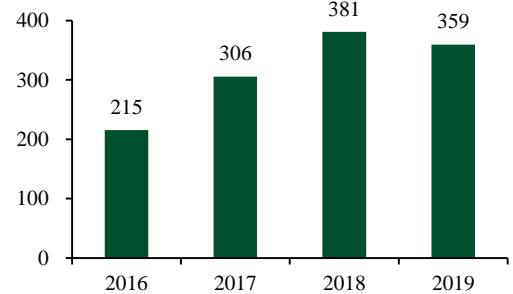
**SGN có cơ cấu tài chính lành mạnh** với phần lớn cơ cấu tài sản nằm ở tài sản cố định và tiền gửi có kì hạn. Tính đến cuối Q2.2020, công ty đang có 464 tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi có kì hạn, chiếm 37,5% tổng tài sản. Dư nợ phải thu khách hàng đạt 394 tỷ, tiếp tục được kiểm soát khá tốt với thời gian thu tiền bình quân khoảng 02 tháng. Tuy vậy chúng tôi cho rằng vòng quay phải thu sẽ có xu hướng sụt giảm trong năm 2020 do khó khăn về tài chính của các hãng hàng không vì ảnh hưởng của Covid-19. Đồng thời tồn tại rủi ro SGN sẽ phải tiến hành trích lập dự phòng phải thu đối với một số hãng hàng không gặp khó khăn nghiêm trọng, qua đây gây ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận.

**SGN duy trì dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào** qua các năm nhờ mô hình kinh doanh không chiếm dụng nhiều vốn, hiệu quả hoạt động và vị thế tốt tại các sân bay đang khai thác. Điều này cho phép công ty duy trì mức cổ tức tiền mặt khá cao, liên tục đầu tư tài sản cố định để mở rộng hoạt động kinh doanh, giảm phụ thuộc vào thiết bị thuê ngoài từ ACV và cải thiện biên lợi nhuận mà không cần sử dụng nợ vay trong nhiều năm.

**Hình 5: Tỷ suất thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh của SGN**



**Hình 6: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của SGN (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: SGN, VCBS tổng hợp*

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

### Sản lượng chuyến bay phục vụ bị suy giảm do ảnh hưởng của Covid-19

Sản lượng chuyến bay phục vụ của SGN trong năm 2020 bị ảnh hưởng nặng nề bởi sự bùng phát của dịch Covid-19 và lệnh hạn chế bay được thực thi, đặc biệt trong Q2.2020. VCBS cho rằng khi tình hình dịch bệnh về cơ bản được kiểm soát và các đường bay dần được nối lại, sản lượng chuyến bay sẽ phục hồi nhanh hơn so với sản lượng hành khách do: (1) Giá dầu ở mức thấp và nhiều phí dịch vụ được cắt giảm cho phép hoàn chi phí biến đổi trên mỗi chuyến bay dễ dàng hơn so với cùng kì; (2) Áp lực về dòng tiền của các hãng hàng không tạo động lực cho việc mở đường bay và khôi phục tần suất khai thác dù sản lượng hành khách chưa hoàn toàn hồi phục.

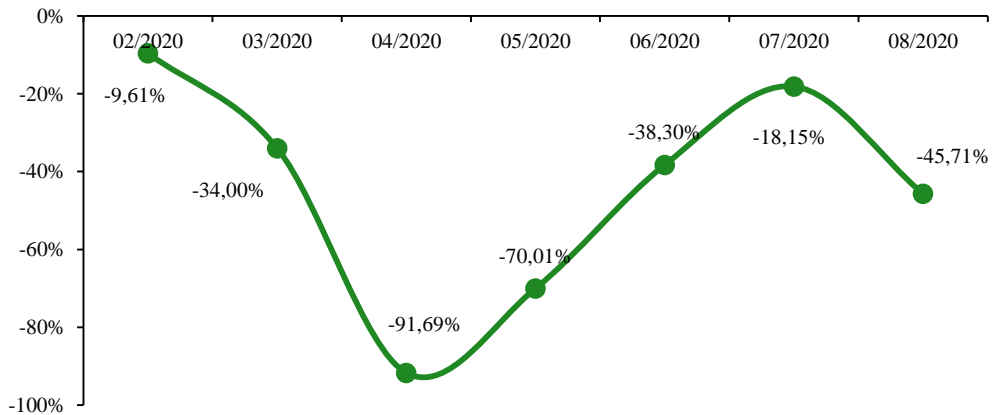
Tuy vậy, chúng tôi dự báo sản lượng chuyến bay phục vụ trong 02 quý cuối năm 2020 của SGN mặc dù sẽ tích cực hơn Quý 02 nhưng vẫn ghi nhận mức sụt giảm so với cùng kì. Cụ thể:

- Xu hướng hồi phục của sản lượng chuyến bay nội địa bị ảnh hưởng tiêu cực do: (1) Đợt bùng phát dịch lần 02 tại Đà Nẵng – một địa bàn kinh doanh quan trọng của SAGS; (2) Lệnh cấm bay

tại Đà Nẵng và các biện pháp kiểm soát dịch bệnh tại nhiều đường bay; (3) Ngành hàng không nội địa đang bước vào mùa thấp điểm trong năm.

- Đề xuất dần mở lại các đường bay quốc tế đến các địa điểm kiểm soát dịch tốt đang được đẩy mạnh tiến độ thông qua và đem đến triển vọng hồi phục tích cực cho các doanh nghiệp hàng không. Tuy vậy, với quy định cách ly 14 ngày được duy trì, chúng tôi cho rằng sản lượng khách quốc tế trong nửa cuối năm sẽ không quá nhiều, phần lớn là các chuyến bay đón kiều bào về nước, các chuyên gia nước ngoài và người có nhu cầu công tác.

**Hình 7: Tăng trưởng sản lượng chuyến bay của các hãng hàng không Việt Nam so với cùng kỳ**



*Nguồn: CAA, VCBS tổng hợp*

VCBS cho rằng sản lượng chuyến bay quốc tế bị ảnh hưởng nặng nề và cần nhiều thời gian hơn để hồi phục về mức năm 2019 do: (1) Suy thoái kinh tế và bất ổn chính trị ở nhiều nước do ảnh hưởng từ Covid-19; (2) Hoạt động rà soát y tế và kiểm soát chuyến bay quốc tế dự báo sẽ vẫn được thắt chặt cho đến khi có vaccin về cơ bản được phổ cập. Là một doanh nghiệp phục vụ mặt đất và có tỷ trọng cao trong doanh thu đến từ các chuyến bay quốc tế, SAGS sẽ bị ảnh hưởng không nhỏ từ xu hướng trên.

#### **Đầu tư hạ tầng tại Tân Sơn Nhất được thúc đẩy tạo dư địa cho tăng trưởng**

Năm 2020, hoạt động đầu tư hạ tầng hàng không, đặc biệt ở sân bay Tân Sơn Nhất được đẩy mạnh do: (1) Nhu cầu vận tải hàng không tăng trưởng nhanh chóng qua các năm đặt áp lực lên hạ tầng tại sân bay; (2) Sân bay Tân Sơn Nhất đang hoạt động ở 1,5 lần công suất hành khách thiết kế, đòi hỏi việc nâng cấp và mở rộng trong thời gian tới; (3) Chủ trương thúc đẩy giải ngân đầu tư hạ tầng của chính phủ để kích thích kinh tế. Cụ thể:

- Tháng 05/ 2020, chính phủ đã chính thức phê duyệt chủ trương đầu tư dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất. Theo đó, Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) là nhà đầu tư với số vốn gần 11.000 tỉ đồng. Dự án có công suất thiết kế 20 triệu hành khách/ năm, mở rộng thêm 4.670 m<sup>2</sup> diện tích sân đỗ máy bay và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2023.
- Hoạt động sửa chữa một đường băng tại Tân Sơn Nhất được thực hiện từ cuối tháng 06/ 2020 và dự kiến hoàn thành sau 06 tháng thi công. Đồng thời một số hạng mục hạ tầng được đầu tư thêm, gồm xây mới 2 đường lăn thoát nhanh, một đường lăn song song và một đường lăn nội, giúp tăng công suất khu bay lên khoảng 50 triệu khách/ năm. Chúng tôi cho rằng việc thực hiện nâng cấp, cải tạo đường băng trong năm 2020 sẽ hạn chế tác động tiêu cực lên sản lượng khai thác tại sân bay khi tần suất chuyến bay vẫn chưa được phục hồi hoàn toàn.

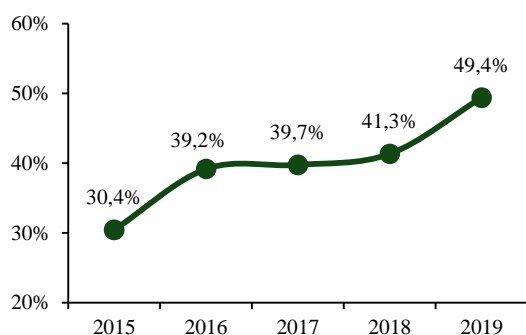
Các dự án đầu tư hạ tầng sẽ giúp giảm thiểu tình trạng quá tải tại Tân Sơn Nhất, nâng cao sản lượng

phục vụ và tạo dư địa tăng trưởng tích cực cho các doanh nghiệp dịch vụ hàng không tại sân bay, trong đó có SAGS. Tuy vậy sự tăng trưởng mạnh về công suất sân bay chỉ thực sự mạnh mẽ từ năm 2023, khi nhà ga T3 đi vào hoạt động. Trong vài năm tới, động lực tăng trưởng chính của SAGS tại các sân bay hiện tại sẽ chủ yếu dựa vào hoạt động tại sân bay Đà Nẵng và Cam Ranh.

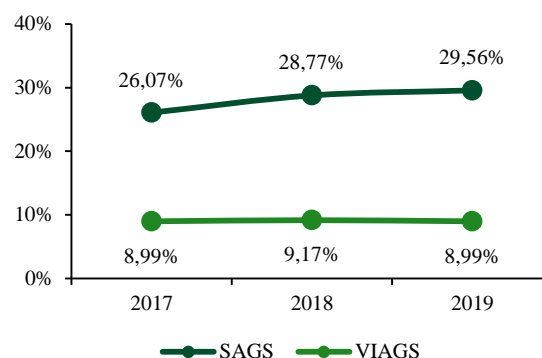
**Nhiều lợi thế cho tăng trưởng về thị phần**

SAGS là một doanh nghiệp chiếm thị phần lớn trong lĩnh vực phục vụ mặt đất tại các sân bay, bao gồm dịch vụ phục vụ hành khách, hành lý và phục vụ kỹ thuật sân đỗ máy bay như bốc dỡ, chất xếp hàng hóa, hành lý giữa máy bay và nhà ga; dịch vụ kéo đẩy máy bay;... tại 03 sân bay Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng và Cam Ranh. Trong lĩnh vực phục vụ mặt đất tại các sân bay Tân Sơn Nhất và Đà Nẵng, SAGS là đơn vị ra đời muộn hơn và tạo vị thế độc quyền nhóm với VIAGS (một công ty con của Vietnam Airlines). Mặc dù hoạt động san sẻ thị phần tương đối ổn định tại các khách hàng hiện có, SAGS có vị thế vượt trội trong việc kí kết hợp đồng với các hãng hàng không mới và gia tăng thị phần tại các sân bay đang hoạt động nhờ: (1) Lợi thế từ sự hỗ trợ của ACV; (2) Hiệu quả hoạt động cao so với đối thủ cạnh tranh.

**Hình 8: Thị phần của SGN tại 03 sân bay đang hoạt động kinh doanh**



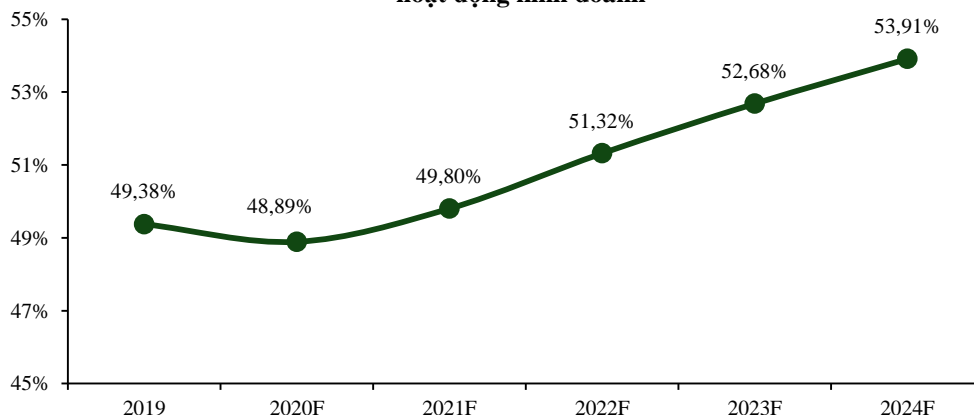
**Hình 9: Biên LN trước thuế của SAGS so với VIAGS**



*Nguồn: SGN, CAA, ACV, HVN, VCBS tổng hợp*

Trong các năm tới, VCBS dự báo thị phần phục vụ mặt đất trên cả nước của SAGS còn nhiều dư địa tăng trưởng với động lực đến từ: (1) Gia tăng thị phần phục vụ tại các sân bay hiện tại; (2) Tiềm năng mở rộng hoạt động sang các sân bay khác, thay thế cho các đơn vị phục vụ mặt đất trực thuộc ACV.

**Hình 10: Dự phóng thị phần phục vụ mặt đất của SGN tại 03 sân bay đang hoạt động kinh doanh**



## Tiềm năng mở rộng hoạt động kinh doanh tại các sân bay mới

Từ vị thế là một doanh nghiệp phục vụ mặt đất tại Tân Sơn Nhất, SAGS đã liên tục mở rộng địa bàn hoạt động tới các sân bay có sản lượng chuyến bay lớn và tốc độ tăng trưởng cao như Đà Nẵng (2015) và Cam Ranh (2016). Tính đến năm 2019, doanh thu từ 02 sân bay trên đã đóng góp 42% tổng doanh thu của SAGS và vẫn sở hữu nhiều dư địa tăng trưởng trong các năm tiếp theo.

VCBS cho rằng SAGS sở hữu nhiều lợi thế trong việc tiếp tục mở rộng hoạt động tới các sân bay mới đến từ sự hỗ trợ của ACV, đặc biệt trong việc thuê cơ sở hạ tầng và thiết bị hàng không trong giai đoạn đầu của hoạt động khai thác. Kế hoạch mở rộng địa bàn hoạt động dự kiến sẽ được tập trung vào các cảng hàng không quốc tế với sản lượng đáp ứng hiệu quả về lợi nhuận và dư địa tăng trưởng cao, bao gồm sân bay Phú Quốc và sân bay Long Thành sắp được triển khai.

## RỦI RO

### Việc vận hành lại đường bay quốc tế gặp khó khăn

Một số đường bay quốc tế đến các địa điểm kiểm soát dịch tốt tại Tung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản đang được đề xuất mở lại khai thác từ giữa T9.2020. Tuy vậy, trong trường hợp quy trình cách ly sau nhập cảnh có thiếu sót dẫn đến ca lây nhiễm trong cộng đồng, các đường bay quốc tế có thể đối mặt với áp lực gia tăng kiểm soát dịch bệnh hoặc bị hạn chế trở lại. Điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến triển vọng hồi phục trong KQKD của SAGS do các chuyến bay quốc tế đóng góp tỷ trọng lớn trong doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp.

### Vietjet tự làm phục vụ mặt đất

Từ năm 2020, Vietjet đã chính thức tự phục vụ mặt đất cho các chuyến bay của hãng thay vì sử dụng dịch vụ của CTCP Phục vụ Mặt đất Hà Nội (HGS). Ngoài sân bay Nội Bài, trong năm 2019 Vietjet cũng đã đề xuất được tự phục vụ mặt đất tại sân bay Cam Ranh, qua đây đặt ra rủi ro VJC sẽ dần tự phục vụ tại các sân bay lớn như Đà Nẵng, Cam Ranh và Tân Sơn Nhất. Với khoảng 30% doanh thu của SAGS đến từ các chuyến bay của VJC, kết quả kinh doanh của công ty sẽ bị ảnh hưởng lớn khi đánh mất khách hàng quan trọng trên.

### Rủi ro phân chia thị phần

Với mô hình kinh doanh phụ thuộc nhiều vào ý chí và sự điều tiết của ACV và các cấp lãnh đạo, SGN đối mặt với rủi ro không nhỏ trong việc phải san sẻ thị phần với các doanh nghiệp phục vụ mặt đất được thành lập mới cũng như khả năng mở rộng hoạt động kinh doanh sang các cảng hàng không quốc tế tiềm năng như Long Thành.

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng

Với giả định các đường bay quốc tế từng bước được nối lại trong Quý 04.2020, VCBS dự báo trong năm 2020, SGN **đạt doanh thu 844,9 tỷ đồng (-46,7% yoy)**. **Lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 118,0 tỷ đồng (-65,9% yoy)**, tương ứng với EPS là 3.233 VND.

Năm 2021, VCBS dự phóng **doanh thu của SGN đạt 1.513 tỷ đồng (+79,1% yoy)**. **Lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 286,1 tỷ đồng (+142,4% yoy)**, tương ứng với EPS đạt 7.838 VNĐ.

### Định giá

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu SGN dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF.

Chúng tôi sử dụng mức lãi suất chiết khấu WACC 11,69% và đưa ra mức định giá hợp lý là **82.393 VND**.

**Bảng 1: Định giá theo phương pháp FCFF**

tỷ VND	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
FCFF	237	136	241	275	340
Chiết khấu	231	119	188	192	212
Giá trị vĩnh viễn	1.819				
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>2.763</b>				
Nợ vay ròng	-250				
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	247				
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.767				
<b>Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>82.393</b>				

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Dịch Covid-19 bùng phát và lan rộng đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp hàng không trong đó có SGN. Kết quả kinh doanh của SGN trong năm 2020 dự báo sẽ sụt giảm mạnh mẽ so với cùng kì. Tuy vậy, trong trường hợp tình hình dịch bệnh tiếp tục được kiểm soát tương đối tích cực và các đường bay quốc tế được từng bước mở lại trong Quý 04, KQKD của SGN dự kiến sẽ bắt đầu chứng kiến sự hồi phục trong nửa cuối năm 2020.

Ngoài ra, giá cổ phiếu trong giai đoạn vừa qua đã về mức khá hấp dẫn khi xét đến vị thế doanh nghiệp, lợi thế cạnh tranh và dư địa lớn từ sự tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cơ hội đầu tư SGN với mức giá mục tiêu là **82.393 VND/ cổ phiếu**.



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>Doanh thu</b>	<b>1.106</b>	<b>1.277</b>	<b>1.585</b>	<b>845</b>	<b>1.513</b>
Giá vốn hàng bán	722	816	995	620	1.013
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>384</b>	<b>461</b>	<b>590</b>	<b>225</b>	<b>500</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	99	101	130	76	121
<b>EBIT</b>	<b>285</b>	<b>360</b>	<b>460</b>	<b>149</b>	<b>379</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>288</b>	<b>368</b>	<b>474</b>	<b>163</b>	<b>395</b>
Chi phí thuế	58	75	95	33	79
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>230</b>	<b>294</b>	<b>379</b>	<b>130</b>	<b>316</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	22	30	32	12	30
<b>Lợi nhuận công ty mẹ</b>	<b>208</b>	<b>264</b>	<b>346</b>	<b>118</b>	<b>286</b>
EPS (VND)	6.140	7.488	10.092	3.233	7.838

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	170	424	251	375	382
Đầu tư ngắn hạn	13	3	213	213	213
Phải thu khách hàng	172	195	294	130	234
Hàng tồn kho	5	10	6	5	8
Tài sản ngắn hạn khác	22	13	17	9	16
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>383</b>	<b>646</b>	<b>781</b>	<b>733</b>	<b>853</b>
Tài sản cố định	312	312	467	511	601
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	3	7	5	5	5
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>316</b>	<b>319</b>	<b>472</b>	<b>517</b>	<b>607</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>698</b>	<b>965</b>	<b>1.253</b>	<b>1.250</b>	<b>1.460</b>
Phải trả người bán ngắn hạn	50	66	59	39	63
Vay ngắn hạn	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	141	188	212	212	212
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>191</b>	<b>254</b>	<b>271</b>	<b>251</b>	<b>276</b>
Vay dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	13	14	14	14	14
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>204</b>	<b>269</b>	<b>285</b>	<b>265</b>	<b>290</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>494</b>	<b>696</b>	<b>968</b>	<b>986</b>	<b>1.171</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>698</b>	<b>965</b>	<b>1.253</b>	<b>1.251</b>	<b>1.461</b>

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F	2021F
Dòng tiền từ HĐ kinh doanh	306	381	359	375	326
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	(201)	(59)	(454)	(150)	(219)
Dòng tiền từ HĐ tài chính	(63)	(68)	(79)	(101)	(101)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kì</b>	<b>42</b>	<b>254</b>	<b>-173</b>	<b>125</b>	<b>6</b>
Tiền cuối kì	170	424	251	375	382



## 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 và Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích Doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Phạm Hồng Quân**  
Chuyên viên  
Phân tích  
phquan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630