

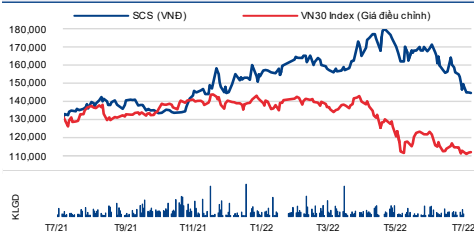
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ200,000
Tiềm năng tăng/giảm: 38.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/7/2022)	144,600
Mã Bloomberg	SCS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	132,400-180,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	144,940
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,338
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	313
Slg CP lưu hành (tr.đv)	50.7
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	17.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1.70
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.1%
Tỷ lệ freefloat	37.4%
Cổ đông lớn	Gemadept (31.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(10.2)	(17.3)	10.1
So với chỉ số	(7.82)	1.21	29.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	11,201	13,471	(16.8)
2023F	12,997	14,232	(8.7)
2024F	16,295	16,999	(4.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập từ tháng 4/2008, nhà ga hàng hóa hàng không của SCS bắt đầu hoạt động từ tháng 10/2010. Hiện SCS là một trong hai nhà ga hàng hóa duy nhất tại sân bay Tân Sơn Nhất.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang
Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Triển vọng lạc quan trong thị trường độc quyền nhóm, Mua vào

- HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với SCS với giá mục tiêu 200.000đ (tiềm năng tăng giá 38,3%).
- SCS là một trong hai doanh nghiệp duy nhất vận hành nhà ga hàng hóa tại Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất, sân bay lớn nhất của Việt Nam.
- Công ty có triển vọng lợi nhuận tích cực nhờ triển vọng tăng trưởng sản lượng tốt khi đối thủ cạnh tranh hoạt động gần hết công suất. HSC dự báo lợi nhuận thuần của SCS giai đoạn 2021-2024 tăng trưởng với tốc độ CAGR 18%.
- SCS có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 14,9 lần (tính từ tháng 1/2019).

Sự kiện: Triển vọng tích cực trong thị trường độc quyền nhóm

Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) là sân bay quốc tế chính của Việt Nam, lần lượt đóng góp 35% và 46% tổng lượng hành khách và hàng hóa hàng không của Việt Nam trong năm 2020. Sản lượng hàng hóa hàng không tại TIA tăng trưởng bình quân 13%/năm trong giai đoạn 2015-2019 (trước dịch). Mặc dù sản lượng hàng hóa tại TIA giảm 18% trong năm 2020 do ảnh hưởng của dịch bệnh, nhưng đã hồi phục 18% trong năm 2021.

SCS và TCS (CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất – không niêm yết) là 2 công ty độc quyền khai thác nhà ga hàng hóa hàng không tại TIA, giúp 2 công ty đạt được tỷ suất LNTT ấn tượng là 60-70%. Đáng chú ý là SCS có triển vọng lợi nhuận tích cực hơn nhờ khả năng mở rộng công suất. TCS không còn quỹ đất để mở rộng và hiện đang hoạt động gần hết công suất. HSC kỳ vọng SCS sẽ tận dụng được phần lớn lượng hàng hóa hàng không gia tăng tại TIA từ năm 2023 trở đi.

Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 18,2% trong giai đoạn 2021-2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 tăng trưởng 15% đạt 649 tỷ đồng. Cho năm 2023 và 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần lần lượt tăng trưởng 15% và 24% đạt 748 tỷ đồng và 929 tỷ đồng. Theo dự báo trên của HSC, lợi nhuận thuần 3 năm tới sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 18% nhờ sản lượng tăng trưởng. Dự báo của chúng tôi thấp hơn 4-17% so với dự báo bình quân của thị trường vì HSC thận trọng về triển vọng tăng trưởng sản lượng trong những quý tới do kinh tế tăng trưởng chậm lại. Công ty có dòng tiền mạnh và không có vay nợ. Chúng tôi dự báo tổng lượng tiền mặt của SCS sẽ đạt 35.675đ/cp vào năm 2024 nếu tính trên số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại, bằng 23% thị giá hiện tại của cổ phiếu SCS.

Định giá và khuyến nghị

SCS có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12 lần; thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 14,9 lần (tính từ tháng 1/2019). Định giá hiện rẻ nếu dựa trên P/E dự phóng năm 2022 và 2023, lần lượt là 12,9 lần và 11,1 lần; thấp hơn so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành lần lượt là 15,2 lần và 14,5 lần. HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu đối với cổ phiếu SCS là Mua vào với giá mục tiêu 200.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 38,3%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	553	660	733	867	1,068
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	464	564	649	748	929
EPS ĐC (đồng)	7,840	9,648	11,201	12,997	16,295
DPS (đồng)	8,000	3,000	5,000	5,000	5,000
BVPS (đồng)	20,016	24,619	32,938	41,072	52,616
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.8	10.3	8.65	7.03	5.18
P/E ĐC (lần)	18.4	15.0	12.9	11.1	8.87
Lợi suất cổ tức (%)	5.53	2.07	3.46	3.46	3.46
P/B (lần)	7.22	5.87	4.39	3.52	2.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(8.39)	23.1	16.1	16.0	25.4
ROAE (%)	46.0	49.8	44.4	39.8	39.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Doanh nghiệp tăng trưởng ở thị trường độc quyền nhóm	3
Nền tảng căn bản vững chắc với triển vọng tăng trưởng cao	3
Định giá và khuyến nghị	4
Tổng quan về ngành	6
Ngành vận tải hàng không của Việt Nam	6
Vị thế của SCS	8
Phân tích sâu hơn về SCS	11
Cơ cấu doanh thu	11
Hàng quốc tế đóng góp 93% doanh thu khai thác hàng hóa	12
Cơ sở khách hàng đa dạng	13
Các dự án đầu tư	13
Cơ cấu cổ đông	14
Phân tích tình hình tài chính	15
Nền tảng căn bản vững chắc với một số đặc điểm chính	15
Dự báo lợi nhuận	19
KQKD Q1/2022 tích cực nhưng tăng trưởng lợi nhuận sẽ giảm tốc trong Q2/2022	19
Dự báo lợi nhuận năm 2022-2024	22
Định giá và khuyến nghị	26
Kết luận và phương pháp định giá	26
Bối cảnh định giá	26
Rủi ro/tiềm năng đối với giá mục tiêu và khuyến nghị của HSC đối với SCS	27

Doanh nghiệp tăng trưởng ở thị trường độc quyền nhóm

SCS có thể hưởng lợi nhiều từ sự hồi phục sau dịch. Công ty có HĐKD cốt lõi vững mạnh và tỷ suất lợi nhuận cao vì là 1 trong 2 đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa hàng không duy nhất tại TIA, sân bay quốc tế sôi động nhất tại Việt Nam. Không những vậy, SCS còn có lợi thế nâng công suất khi so với doanh nghiệp còn lại (đang bị hạn chế công suất). Hiện SCS có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12 lần; thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân (bình quân 3 năm). HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu là Mua vào đối với SCS và giá mục tiêu 200.000đ (tiềm năng tăng giá 38,3%).

Nền tảng căn bản vững chắc với triển vọng tăng trưởng cao

Thị phần cải thiện nhờ mở rộng công suất

SCS được thành lập vào tháng 4/2008 và là nhà ga hàng hóa hàng không lớn thứ 2 tại TIA, bắt đầu đi vào hoạt động vào tháng 10/2010. Giai đoạn 1 của nhà ga hàng hóa của SCS có công suất là 200.000 tấn/năm và hiện Công ty đang thực hiện Giai đoạn 2 (giai đoạn mở rộng), nâng công suất lên 350.000 tấn/năm. Sau khi hoàn thành (HSC kỳ vọng vào đầu năm 2023), công suất của SCS sẽ được nâng lên ngang với doanh nghiệp đối thủ nhưng có trang thiết bị hiện đại hơn (vì TCS bắt đầu hoạt động từ năm 1997). TCS cũng không có quỹ đất để mở rộng và hiện đang hoạt động gần hết công suất nên SCS sẽ có cơ hội để giành được phần lớn lượng hàng hóa gia tăng trong tương lai tại TIA.

Thị phần về sản lượng hàng hóa của SCS đã tăng lên 36% năm 2021 từ 26% vào năm 2014 nhờ liên tục nâng cao chất lượng dịch vụ và giành được lượng hàng hóa gia tăng thêm tại TIA. HSC kỳ vọng thị phần của SCS sẽ tiếp tục tăng lên 40,7% vào năm 2024 từ 36% vào năm 2021 nhờ đạt mức tăng trưởng sản lượng cao hơn đối thủ cạnh tranh.

Vị thế tốt hơn so với đối thủ cạnh tranh chính

Trong 6 năm qua (giai đoạn 2015-2021), SCS đã vượt qua đối thủ về mặt tăng trưởng sản lượng hàng hóa, doanh thu thuần và lợi nhuận. Sản lượng 6 năm qua tăng trưởng với tốc độ CAGR 12%; doanh thu tăng trưởng 12% và LNTT tăng trưởng 26%; trong khi TCS tăng trưởng kém hơn, lần lượt đạt 8%, 7% và 10%.

Nhờ cơ cấu chi phí ổn định với chi phí nhân công và chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng chính, biên lợi nhuận của SCS liên tục được cải thiện khi sản lượng tăng lên. Vì vậy, trong giai đoạn 2015-2021, lợi nhuận thuần (tăng trưởng với tốc độ CAGR 26% trong 6 năm qua) của SCS tăng trưởng mạnh hơn so với doanh thu (tăng trưởng với tốc độ CAGR 12% trong 6 năm qua).

Là 2 đơn vị độc quyền khai thác nhà ga hàng hóa hàng không tại TIA, cả SCS và TCS đạt tỷ suất LNTT rất cao, là 60-70%. Tuy nhiên, SCS có tỷ suất LNTT cao hơn, vào khoảng 71% so với khoảng 62% của TCS trong 3 năm qua nhờ (1) phí dịch vụ bình quân cao hơn; (2) quản trị chi phí tốt hơn và (3) công nghệ tiên tiến hơn.

Khách hàng chính của TCS là công ty mẹ Vietnam Airlines (HVN; Nắm giữ; giá mục tiêu 19.400đ) nắm 55% cổ phần TCS. Theo thông tin HSC có được, TCS thường chiết khấu phí dịch vụ cho HVN nên phí dịch vụ quốc tế bình quân của TCS thường thấp hơn 15-20% so với SCS.

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận thuần tích cực

Trong giai đoạn 2021-2024, HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần và doanh thu thuần của SCS sẽ tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR lần lượt đạt 18% và 15%; nhờ: sản lượng tăng trưởng, thị phần gia tăng và biên lợi nhuận cải thiện. Chúng tôi cũng dự báo lượng tiền mặt sẽ tăng đáng kể lên 1.810 tỷ đồng từ 537 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2021, tương đương 35.675đ/cp dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại, bằng 23% thị giá hiện tại. SCS không có vay nợ và đã trả hết nợ dài hạn vào năm 2017.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của SCS sẽ tăng trưởng 15% đạt 649 tỷ đồng năm 2022. Trong Q1/2022, lợi nhuận thuần của SCS tăng trưởng mạnh 37% so với cùng kỳ đạt 187,5 tỷ đồng với doanh thu thuần đạt 246 tỷ đồng (tăng 25% so với cùng kỳ). Điều này là nhờ sản lượng hàng quốc tế tăng trưởng mạnh vì nhiều doanh nghiệp

xuất khẩu chuyển từ vận chuyển bằng đường biển sang đường hàng không trong Q4/2021 và Q1/2022 để kịp thời gian giao hàng sau khi giãn cách kéo dài làm gián đoạn sản xuất (từ tháng 7/2021 đến tháng 10/2021).

Tuy nhiên, lượng hàng quốc tế đã quay trở về mặt bằng bình thường trong những tháng gần đây. Ngoài ra, với nền kinh tế thế giới đang tăng trưởng chậm lại vì (1) lạm phát tăng lên trên toàn cầu, (2) gián đoạn nguồn cung khí Trung Quốc duy trì chính sách “zero-Covid” và (3) xung đột Nga-Ucraina, HSC thận trọng hơn về triển vọng tăng trưởng sản lượng trong tương lai và dự báo lợi nhuận thuần trong 3 quý còn lại của năm 2022 chỉ tăng 7% so với cùng kỳ.

Trong năm 2023, khi TCS bị hạn chế công suất, SCS dự kiến sẽ hoàn thành Giai đoạn 2 (từ đầu năm 2023) giúp tăng thêm công suất. Chúng tôi kỳ vọng SCS sẽ giành thêm thị phần và đạt mức tăng trưởng sản lượng cao hơn từ năm 2023 trở đi. HSC dự báo sản lượng của SCS sẽ lần lượt tăng trưởng 13,6% và 15,2% trong năm 2023 và 2024, theo đó lợi nhuận thuần sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt là 15% và 24%.

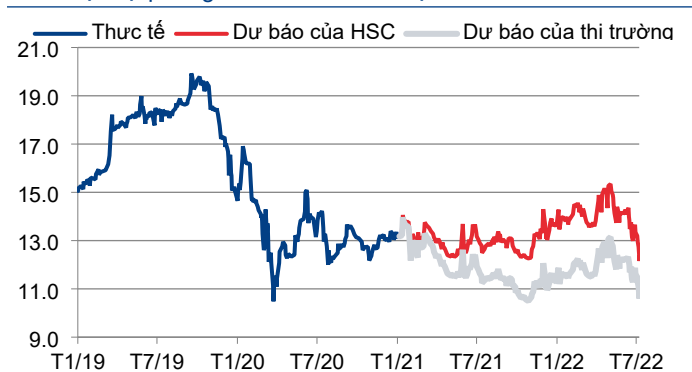
Định giá và khuyến nghị

SCS có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12 lần; thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 14,9 lần (tính từ tháng 1/2019). So với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành, P/E dự phóng năm 2022 và 2023 của SCS đang chiết khấu lần lượt 13% và 21%. HSC ưa thích SCS vì triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực, tình hình tài chính mạnh, đội ngũ lãnh đạo chuyên nghiệp và định giá rẻ. Khuyến nghị lần đầu Mua vào.

SCS sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng xuất nhập khẩu cao của Việt Nam với vị thế là doanh nghiệp lớn trong ngành vận tải hàng không, ngành đóng góp 30% xét về tổng kim ngạch thương mại của Việt Nam). Vị thế độc quyền nhóm trong khai thác nhà ga hàng hóa hàng không tại TIA giúp SCS có được tỷ suất lợi nhuận tốt. Không những thế, đối thủ cạnh tranh duy nhất của SCS tại TIA không có quỹ đất để mở rộng và đang hoạt động gần hết công suất, từ đó tạo điều kiện để SCS giành được gần như toàn bộ lượng hàng hóa tăng thêm tại TIA, cảng hàng không sôi động nhất Việt Nam.

Biểu đồ 1: P/E trượt dự phóng 1 năm, SCS

P/E trượt dự phóng 1 năm của SCS hiện là 12 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Độ lệch chuẩn so với bình quân, SCS

...thấp hơn 1,1 lần độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ



Nguồn: HSC

Bảng 3: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành khai thác nhà ga hàng hóa hàng không

Tên	Mã chứng khoán	Vốn hóa (triệu đồng)	Quốc gia	P/E dự phóng 2022	P/E dự phóng 2023	P/B dự phóng 2022	EV/EBITDA dự phóng 2022	EV/EBITDA dự phóng 2023
TRIPLE I LOGISTICS	III TB	5,598,031	Thái Lan	18.1	17.5	4.0	23.0	19.6
WICE LOGISTICS	WICE TB	4,935,362	Thái Lan	11.5	11.0	3.6	8.2	7.4
CARGOJET INC	CJT CN	44,370,558	Canada	22.5	19.0	3.3	8.1	7.5
AIR TRANSPORT SERVICES GROUP	ATSG US	47,817,502	Mỹ	12.4	11.5	1.5	5.2	4.7
Bình quân				15.2	14.5	3.4	8.2	7.5
SCS	SCS VN	7,337,828	Việt Nam	13.3	11.5	4.4	8.7	7.0

Nguồn: Bloomberg, HSC

Rủi ro/tiềm năng đối với định giá và khuyến nghị của HSC

Có những rủi ro/tiềm năng đối với định giá và khuyến nghị của HSC như sau:

Rủi ro không đạt dự báo

- Tăng trưởng sản lượng thấp hơn/cao hơn kỳ vọng của ngành vận tải hàng không vì thay đổi nhu cầu hàng hóa toàn cầu.
- Giai đoạn 1 của Sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA) sẽ có 2 nhà ga hàng hóa với tổng công suất thiết kế là 1,2 triệu tấn/năm, dự kiến đi vào hoạt động từ cuối năm 2025. Nhà ga hàng hóa tại LTIA đi vào hoạt động có thể khiến một phần hàng hóa từ TIA chuyển sang LTIA, từ đó dẫn đến rủi ro không đạt dự báo và giá mục tiêu của HSC.

Tiềm năng vượt dự báo

- Tuy nhiên, để phòng ngừa rủi ro lượng hàng hóa có thể giảm xuống tại TIA, SCS dự kiến đầu tư vào một nhà ga hàng hóa tại LTIA, thông qua (1) hợp tác với một trong số các cổ đông sáng lập hoặc (2) tham gia đấu thầu làm chủ đầu tư 1 nhà ga hàng hóa. Nếu được cấp giấy phép khai thác một nhà ga hàng hóa mới tại LTIA, SCS có thể đảm bảo được đà tăng trưởng dài hạn, từ đó dẫn đến tiềm năng vượt dự báo và giá mục tiêu.
- Hiện tại, SCS có dự án xây dựng tòa nhà văn phòng thứ 2, bên cạnh tòa nhà văn phòng đầu tiên tại Quận Tân Bình, TP HCM. Tuy nhiên, Công ty vẫn đang chờ giấy phép xây dựng. Tòa nhà văn phòng thứ 2 có tổng diện tích có thể cho thuê cao gấp đôi (14.000 m²) so với tòa văn phòng hiện hữu. Chúng tôi lưu ý tòa nhà văn phòng hiện hữu đóng góp khoảng 6% doanh thu thuần và lợi nhuận gộp hàng năm. Do đó dự án trên có thể dẫn đến tiềm năng vượt dự báo và giá mục tiêu.
- SCS còn có kế hoạch M&A với 1 nhà ga hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Nội Bài (NIA). Từ đó (1) làm giảm lượng tiền mặt của SCS so với dự báo hiện tại của HSC nhưng (2) có tiềm năng nâng cao mức tăng trưởng sản lượng nhờ sự hợp tác giữa 2 doanh nghiệp (chia sẻ tệp khách hàng). Chúng tôi chưa đưa kế hoạch M&A này vào mô hình vì chưa có thông tin rõ ràng về thời gian thực hiện và quy mô đầu tư.

Tổng quan về ngành

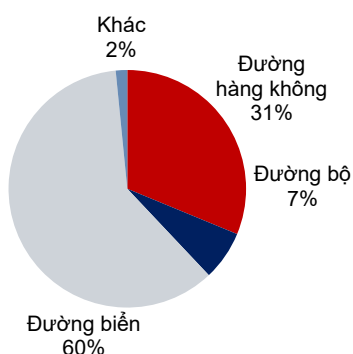
Ngành vận tải hàng không đóng góp 30% xét về tổng giá trị thương mại nhưng chỉ chiếm 1% tổng sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu trong Q1/2022. Sản lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không tăng khá nhanh với tốc độ CAGR 5 năm tính đến năm 2019 là 12% (thời gian trước dịch). Trong năm 2020, sản lượng hàng hóa đi bằng đường hàng không giảm 15% do ảnh hưởng của dịch bệnh nhưng đã hồi phục 12% trong năm 2021. Trung tâm vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không tại Việt Nam là TIA và NIA, lần lượt đóng góp 46% và 48% tổng sản lượng hàng đi bằng đường hàng không. Tại TIA, tăng trưởng sản lượng của SCS có thể cao hơn đối thủ cạnh tranh vì khả năng mở rộng công suất và không ngừng nâng cao thị phần.

Ngành vận tải hàng không của Việt Nam

Tại Việt Nam, vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ về sản lượng (dưới 1%) nhưng lại chiếm trên 30% về giá trị thương mại. Trong Q1/2022, hàng hóa đi bằng đường hàng không lần lượt đóng góp 34% và 31% xét về kim ngạch nhập khẩu và xuất khẩu (Biểu đồ 4-5).

Biểu đồ 4: Giá trị xuất khẩu Q1/2022 theo phương thức vận tải, Việt Nam

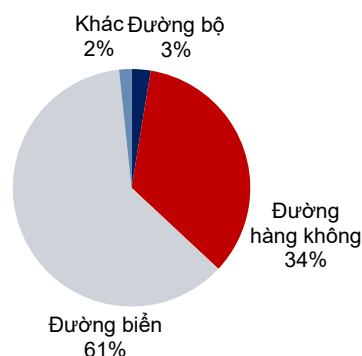
Vận tải bằng đường hàng không chiếm 31% tổng giá trị xuất khẩu ...



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, HSC

Biểu đồ 5: Giá trị nhập khẩu Q1/2022 theo phương thức vận tải, Việt Nam

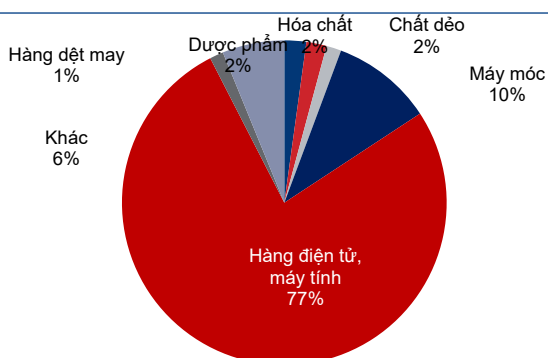
...và 34% tổng giá trị nhập khẩu



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, HSC

Biểu đồ 6: Cơ cấu hàng hóa xuất khẩu theo đường hàng không trong Q1/2022, Việt Nam

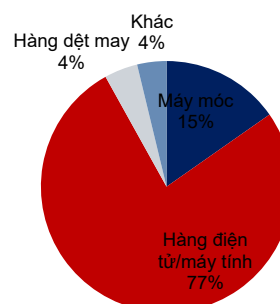
Sản phẩm điện tử/máy vi tính và máy móc chiếm chủ yếu...



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, HSC

Biểu đồ 7: Cơ cấu hàng hóa nhập khẩu theo đường hàng không trong Q1/2022, Việt Nam

...trong hàng hóa xuất khẩu và nhập khẩu theo đường hàng không



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, HSC

Nhưng sản phẩm chính được vận chuyển bằng đường hàng không gồm: điện tử, điện thoại và máy tính; chiếm 77% tổng kim ngạch hàng xuất nhập khẩu đi bằng đường hàng không. Bên cạnh đó, máy móc chiếm 10% giá trị xuất khẩu và 15% giá trị nhập khẩu đi bằng đường hàng không.

NIA và TIA chiếm phần lớn hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không của Việt Nam

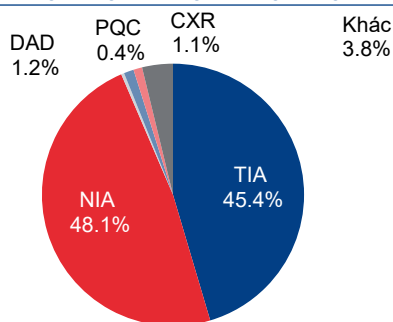
Sân bay Quốc tế Nội Bài (NIA) và Tân Sơn Nhất (TIA) chiếm 94% tổng lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không của Việt Nam trong năm 2021; trong đó TIA đóng góp 46% và NIA đóng góp 48%.

Chủng loại hàng hóa vận chuyển tại 2 sân bay lớn trên cũng khác nhau. Tại NIA, phần lớn hàng hóa là hàng điện tử, điện thoại và máy ảnh nhờ sự đóng góp lớn từ Samsung. Samsung đóng góp khoảng 20% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Hai nhà máy lớn nhất của Samsung nằm tại các tỉnh phía Bắc (Bắc Ninh và Thái Nguyên).

Hàng hóa tại TIA đa dạng hơn so với NIA. Những chủng loại hàng hóa chính vận chuyển bằng đường hàng không tại TIA gồm hàng may mặc, giày dép, thủy sản, dược phẩm, nông sản... Thiết bị điện tử đóng góp dưới 5% sản lượng hàng hóa đi bằng đường hàng không tại TIA.

Biểu đồ 8: Những nhà ga hàng hóa hàng không chính, Việt Nam

TIA và NIA lần lượt chiếm 46% và 48% tổng sản lượng hàng đi bằng đường hàng không của Việt Nam



Nguồn: HSC

Độc quyền nhóm trên thị trường khai thác nhà ga hàng hóa hàng không

Hiện có 5 đơn vị đang khai thác nhà ga hàng hóa hàng không tại NIA và TIA. Trong đó:

- Tại TIA có 2 đơn vị là SCS và TCS.
- Tại NIA có 3 đơn vị, gồm 1 đơn vị đã niêm yết là NCT (Không khuyến nghị) và 2 đơn vị không niêm yết là CTCP Dịch vụ hàng hóa hàng không Việt Nam (ACSV) và CTCP Nhà ga hàng hoá ALS (ALS).

Cơ cấu trên đã tạo ra sự độc quyền tại TIA nói riêng và ngành khai thác nhà ga hàng hóa hàng không của Việt Nam nói chung. Theo đó, toàn bộ các đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa hàng không có biên lợi nhuận rất cao. Trong 5 năm qua, biên LNTT của SCS, TCS và NCT lần lượt đạt 67%, 62% và 41%. Tỷ suất lợi nhuận của SCS cao hơn so với TCS chủ yếu là nhờ SCS quản trị chi phí hiệu quả hơn và phí dịch vụ bình quân cao hơn. Tỷ suất lợi nhuận của SCS cao hơn so với NCT nhờ mức độ cạnh tranh tại TIA thấp hơn so với NIA.

Sản lượng hàng đi bằng đường hàng không tại TIA tăng trưởng mạnh

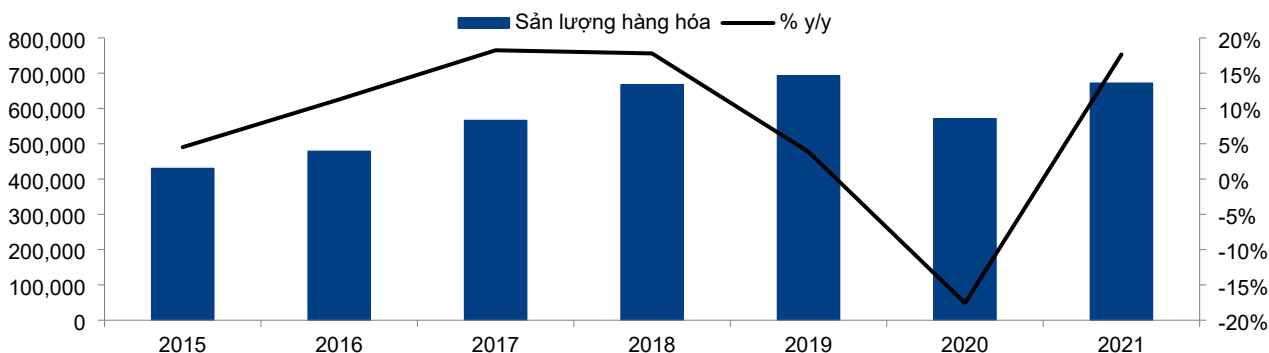
Sản lượng hàng tại TIA tăng với tốc độ CAGR 13% trong giai đoạn 2015-2019. Do ảnh hưởng của dịch bệnh trong năm 2020, sản lượng hàng đã giảm 18% xuống còn 672.244 tấn với hàng quốc tế giảm 13% và hàng nội địa giảm 27%.

Tuy nhiên, sản lượng hàng hóa đã hồi phục mạnh 18% trong năm 2021 với hàng quốc tế tăng 16% và hàng nội địa tăng 22%. Sản lượng hàng quốc tế năm 2021 đã quay trở lại mặt bằng trước dịch năm 2019 trong khi sản lượng hàng nội địa vẫn thấp hơn 19% vì các tỉnh phía Nam đã áp dụng giãn cách từ tháng 7 đến tháng 10 năm ngoái. Trong giai đoạn 2015-2021, sản lượng hàng vận chuyển bằng đường hàng không tại TIA tăng với tốc độ CAGR 7,7%.

Số liệu về sản lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không tại NIA năm 2021 không được công bố. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2015-2019, sản lượng hàng tại NIA tăng trưởng với tốc độ CAGR 10%, thấp hơn mức tăng trưởng 13% trong cùng kỳ tại TIA. Trong năm 2020, sản lượng hàng hóa tại NIA chỉ tăng 2,6% vì ảnh hưởng của dịch bệnh.

Biểu đồ 9: Sản lượng hàng hóa hàng không, TIA

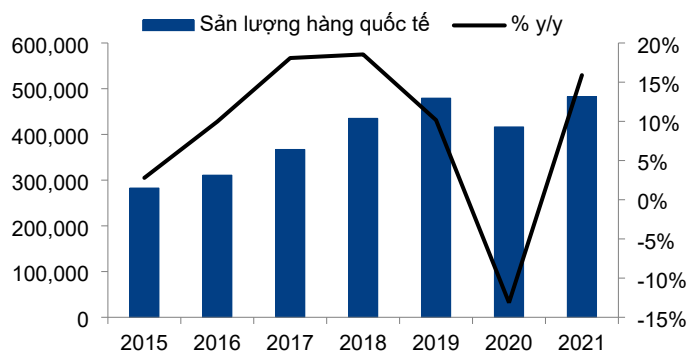
Sản lượng hàng hóa hàng không tại TIA giảm trong năm 2020 vì ảnh hưởng của dịch bệnh nhưng hồi phục mạnh trong năm 2021



Nguồn: ACV, SCS, HSC

Biểu đồ 10: Sản lượng hàng quốc tế, TIA

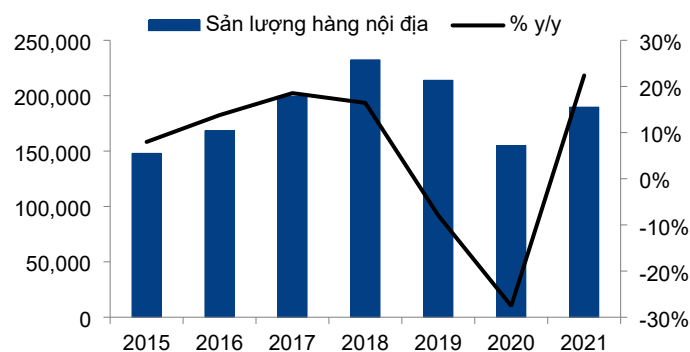
Sản lượng hàng quốc tế đã quay trở về mức trước dịch



Nguồn: ACV, SCS, HSC

Biểu đồ 11: Sản lượng hàng nội địa, TIA

Sản lượng hàng nội địa vẫn thấp hơn mức trước dịch



Nguồn: ACV, SCS, HSC

Vị thế của SCS

Sản lượng thấp hơn đối thủ nhưng thị phần đang tăng trưởng

Kết quả hoạt động của SCS tốt hơn so với đối thủ cạnh tranh là TCS ở toàn bộ các chỉ số: tăng trưởng sản lượng hàng hóa, doanh thu và lợi nhuận:

- Do thiếu thông tin về TCS, HSC tính sản lượng của TCS bằng cách sử dụng tổng sản lượng tại TIA do ACV (Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam) cung cấp trừ đi sản lượng của SCS. Dựa trên cách tính này, sản lượng của SCS trong giai đoạn 2015-2019 đạt mức tăng trưởng CAGR 12%; cao gấp 1,5 lần so với mức tăng trưởng chỉ 8% của TCS trong cùng khoảng thời gian.

Nhờ sản lượng tăng mạnh hơn đối thủ cạnh tranh, thị phần của SCS đã tăng lên 33,9% vào năm 2021 từ 27% vào năm 2015. Thông tin cụ thể như sau:

- Thị phần hàng quốc tế đã tăng lên 36,2% trong năm 2021 từ 29,7% trong năm 2015.
- Ngoài ra, thị phần hàng nội địa cũng tăng lên 28% trong năm 2021 từ 22% trong năm 2015.

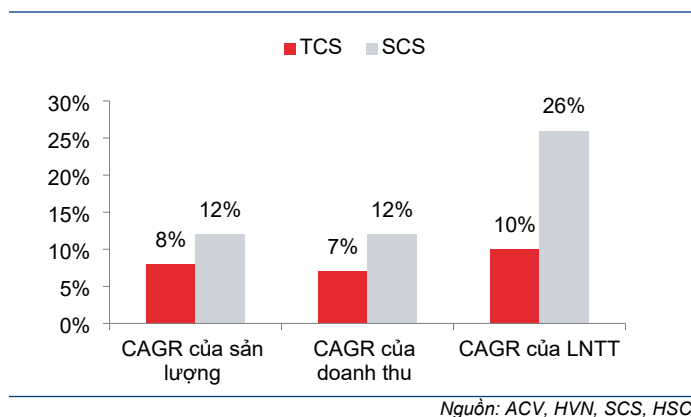
Lợi nhuận thấp hơn đối thủ nhưng biên lợi nhuận tốt hơn

Thị phần của SCS thấp hơn nhiều so với TCS (33,9% so với 66,1%) nhưng doanh thu và LNTT năm 2021 của SCS chỉ thấp hơn 14% và 6%; nhờ biên lợi nhuận của SCS cao hơn TCS, chủ yếu vì:

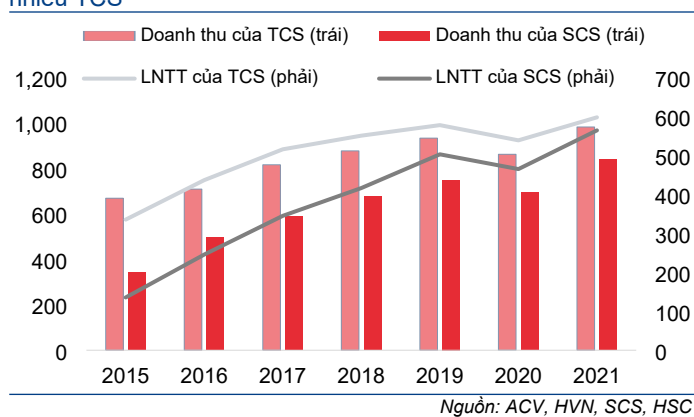
- Phí dịch vụ bình quân hàng quốc tế cao hơn:** HSC thấy rằng toàn bộ hàng quốc tế của HVN do TCS đảm nhận vì HVN nắm 55% cổ phần TCS. Hiện chúng tôi không có cơ cấu doanh thu của TCS để xác định tỷ trọng đóng góp hàng quốc tế từ HVN. Tuy nhiên, HSC được biết TCS đã áp dụng chiết khấu vào giá dịch vụ đối hàng quốc tế của HVN. Theo đó, chúng tôi ước tính phí dịch vụ bình quân của TCS thấp hơn 15-20% so với SCS.
- Dịch vụ hàng hóa nội địa:** Bên cạnh phí dịch vụ hàng quốc tế bình quân cao hơn, SCS còn cung cấp dịch vụ hàng nội địa. Mảng này giúp SCS có thêm lợi nhuận và thu hẹp được khoảng cách về LNTT với TCS mặc dù số liệu về sản lượng hàng và thị phần quốc tế của TCS lớn hơn nhiều SCS.

Biểu đồ 12: Chỉ tiêu hoạt động chính giai đoạn 2015-2021

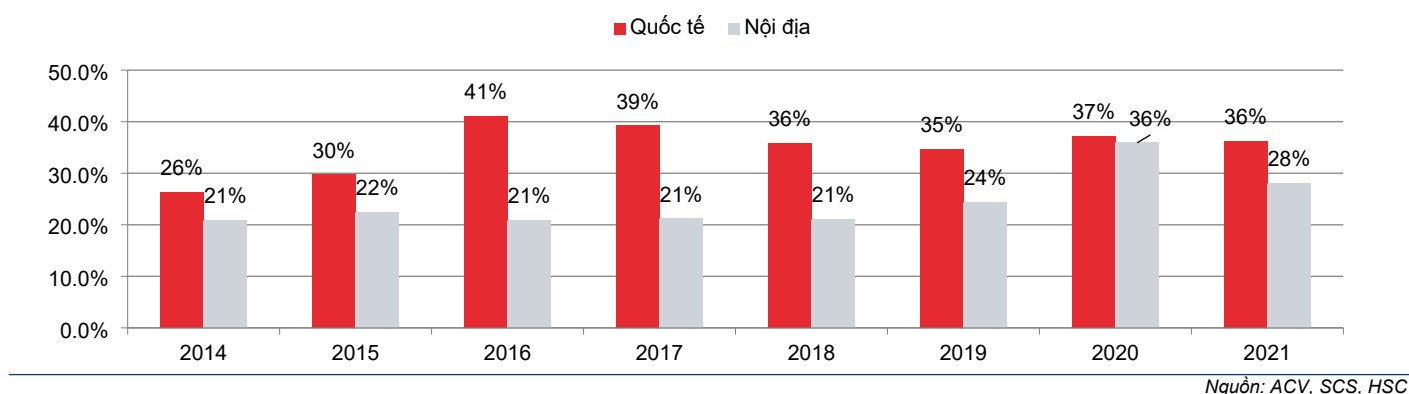
Các chỉ tiêu của SCS vượt TCS trong 6 năm qua


Biểu đồ 13: Doanh thu và LNTT (tỷ đồng)

Doanh thu thuần và LNTT của SCS tăng trưởng mạnh hơn nhiều TCS


Biểu đồ 14: Thị phần về mặt sản lượng, SCS

Thị phần của SCS tăng nhờ sản lượng tăng trưởng mạnh hơn TCS



Triển vọng tích cực nhờ tận dụng lượng hàng tăng thêm tại TIA

Về dài hạn, HSC tin rằng triển vọng lợi nhuận của SCS sẽ tích cực hơn nhờ khả năng mở rộng công suất trong khi TCS đang hoạt động gần hết công suất và không có quỹ đất để mở rộng:

- Tổng công suất của TCS là 350.000 tấn/năm. Trong năm 2021, chúng tôi ước tính TCS hoạt động 90-92% công suất với hàng quốc tế đạt 307.764 tấn. Vì không có quỹ đất để mở rộng, nên HSC dự báo TCS sẽ hoạt động hết công suất vào năm 2023. Theo đó, sự hạn chế công suất sẽ hạn chế khả năng tiếp nhận thêm khách hàng mới của TCS.

- Trong khi đó, SCS đang triển khai giai đoạn 2 mở rộng công suất, dự kiến hoàn thành từ đầu năm 2023. Tổng công suất sau khi hoàn thành giai đoạn 2 là 350.000 tấn/năm, tăng 75% so với công suất hiện tại. Như đã đề cập trên đây, HSC dự báo TCS nhiều khả năng sẽ hoạt động hết công suất vào năm 2023 nên SCS sẽ hưởng lợi, giành được phần lớn lượng hàng tăng thêm tại TIA từ năm 2024 trở đi.

Rủi ro chính: Sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA) đi vào hoạt động

TIA hiện là trung tâm vận tải hàng không lớn nhất tại phía Nam Việt Nam. Tuy nhiên, LTIA sẽ thay thế TIA trở thành sân bay lớn nhất tại Việt Nam khi đi vào hoạt động. Giai đoạn 1 đã bắt đầu được khởi công từ đầu năm 2021 và dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 9/2025.

Theo quy hoạch tổng thể, LTIA giai đoạn 1 có 2 nhà ga hàng hóa với tổng công suất 1,2 triệu tấn/năm. Trong đó ACV là chủ đầu tư nhà ga hàng hóa thứ nhất và Bộ GTVT sẽ lựa chọn chủ đầu tư cho nhà ga hàng hóa thứ hai thông qua đấu thầu.

Sau khi LTIA đi vào hoạt động vào cuối năm 2025, TIA sẽ vẫn là sân bay quốc tế nhưng có rủi ro là các hãng hàng không sẽ chuyển một phần hàng hóa từ TIA sang LTIA. Tuy nhiên, theo ban lãnh đạo SCS, Công ty đặt mục tiêu đầu tư vào một nhà ga hàng hóa hàng không tại LTIA.

- SCS có thể hợp tác với ACV (cổ đông sáng lập và là cổ đông lớn của SCS) để đầu tư vào nhà ga hàng hóa đầu tiên tại LTIA. Ban lãnh đạo SCS đang đàm phán với ACV về thương vụ hợp tác này.
- Hoặc SCS sẽ tham gia đấu thầu để làm chủ đầu tư nhà ga thứ 2. HSC thấy rằng hiện có chỉ 4 đơn vị có giấy phép đầu tư nhà ga hàng hóa hàng không tại Việt Nam là: ACSV, ALS, SCS và HVN (giấy phép của HVN dùng cho cả TCS và NCT, là 2 công ty thuộc quyền kiểm soát của HVN). Theo SCS, chủ đầu tư nhà ga thứ 2 sẽ được lựa chọn muộn nhất là vào năm 2023.

Chúng tôi thấy rằng HVN nắm 55% cổ phần TCS và NCT. Cổ đông nắm 45% cổ phần còn lại tại TCS là SAS (niêm yết trên Upcom, không khuyến nghị), Viettinbank Capital và Singapore's SATS Ltd., nhưng chúng tôi không có thông tin chi tiết về tỷ lệ sở hữu của từng cổ đông này. Trong khi đó, cổ đông lớn khác tại NCT là NAS (niêm yết trên Upcom, không khuyến nghị) với 6,98% cổ phần; còn lại là cổ phần lưu hành trên sàn.

Bên cạnh đó, SCS hiện đang đàm phán thực hiện một thương vụ M&A với một doanh nghiệp khai thác nhà ga hàng hóa tại NIA. SCS kỳ vọng sẽ mua 10-20% cổ phần tại doanh nghiệp này. Chia sẻ tệp khách hàng giữa 2 doanh nghiệp có thể là sự hợp tác chính trong thương vụ này. Ngoài ra, SCS cũng có thể liên kết với công ty tại NIA để đấu thầu thành chủ đầu tư dự án nhà ga hàng hóa thứ 2 tại LTIA.

Với kinh nghiệm của SCS trong ngành vận tải hàng không và mối quan hệ với ACV, ban lãnh đạo tin rằng Công ty sẽ có được tham gia đầu tư tại 1 trong 2 nhà ga hàng hóa tại LTIA. Nếu thành công, SCS sẽ đảm bảo được triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn.

Phân tích sâu hơn về SCS

SCS cung cấp dịch vụ xếp dỡ hàng nội địa và hàng quốc tế tại TIA. Công ty có cơ sở khách hàng đa dạng gồm 44 hãng hàng không, trong đó có 41 hãng hàng không quốc tế và 3 hãng hàng không nội địa. Dịch vụ hàng quốc tế đóng góp phần lớn vào tổng doanh thu. Ngoài ra, SCS còn cho thuê văn phòng, cho thuê sân đậu (khu vực đỗ tàu bay và bảo dưỡng), sân bóng và bãi đỗ xe. Tuy nhiên những mảng kể trên không đóng góp nhiều vào tổng doanh thu (6-8%).

SCS là 1 trong 2 nhà ga hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA), một trong những sân bay quốc tế chính của Việt Nam, xử lý khoảng 45% tổng lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam.

SCS được thành lập vào ngày 8/4/2008 và nhà ga hàng hóa của Công ty bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 10/2010. Cổ phiếu SCS đã chính thức được giao dịch trên SGDCK TP HCM (HSX) vào ngày 3/8/2018.

Hiện tại TIA chỉ có 2 ga hàng hóa là SCS và CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS). TCS là công ty con của hãng hàng không quốc gia Vietnam Airlines (HVN; Nắm giữ; giá mục tiêu 19.400đ). Tuy nhiên, TCS chỉ khai thác hàng quốc tế và HVN tự khai thác hàng nội địa. Theo đó, chỉ có SCS cung cấp dịch vụ cho cả hàng nội địa và hàng quốc tế tại TIA.

Về cơ cấu thị phần, SCS chiếm 36% thị phần hàng quốc tế trong khi TCS chiếm 64% thị phần vì công suất của SCS chỉ là 200.000 tấn/năm so với 350.000 tấn/năm của TCS. SCS thành lập muộn hơn TCS 20 năm (TCS bắt đầu hoạt động từ năm 1997). Về thị phần hàng nội địa, SCS nắm 28% thị phần trong năm 2021 trong khi HVN nắm 72% thị phần còn lại.

Điểm quan trọng là TCS không còn quỹ đất để mở rộng và đang vận hành gần hết công suất. Trong khi đó, SCS sẽ nâng công suất lên 350.000 tấn/năm (từ 200.000 tấn/năm hiện nay, tương đương tăng 75%) từ đầu năm 2023, bằng với công suất của TCS. Công suất mới sẽ là mấu chốt thúc đẩy lợi nhuận cho SCS vì Công ty sẽ là doanh nghiệp khai thác nhà ga hàng hóa duy nhất có thể giành được phần sản lượng hàng hóa tăng thêm tại TIA trong tương lai.

Cơ cấu doanh thu

Dịch vụ khai thác hàng hóa đóng góp 92-94% tổng doanh thu của SCS trong năm ngoái. Ngoài ra, SCS còn cho thuê văn phòng, cho thuê sân đậu, sân bóng và bãi đỗ xe. Tuy nhiên những mảng kể trên không đóng góp nhiều vào tổng doanh thu (6-8%).

Nhà ga hàng hóa hàng không của SCS nằm trên diện tích 14,3 ha; bao gồm 3 khu vực:

- Khu vực nhà ga hàng hóa: có diện tích 27.000 m². Giai đoạn 1 của SCS có công suất thiết kế là 200.000 tấn/năm. Tuy nhiên, sản lượng hàng hóa năm 2021 đã đạt 227.940 tấn/năm, gồm 174.841 tấn hàng quốc tế và 53.099 tấn hàng nội địa. Sản lượng hàng khai thác thực tế cao hơn công suất thiết kế vì hàng nội địa chỉ cần diện tích lưu kho nhỏ với tốc độ luân chuyển cao.

Theo ban lãnh đạo, chỉ khoảng 1.000 m² được sử dụng cho hàng nội địa và còn lại 26.000 m² được sử dụng cho hàng quốc tế. Phí dịch vụ hàng nội địa đóng góp 7% tổng doanh thu năm 2021 và hàng quốc tế đóng góp 93%.

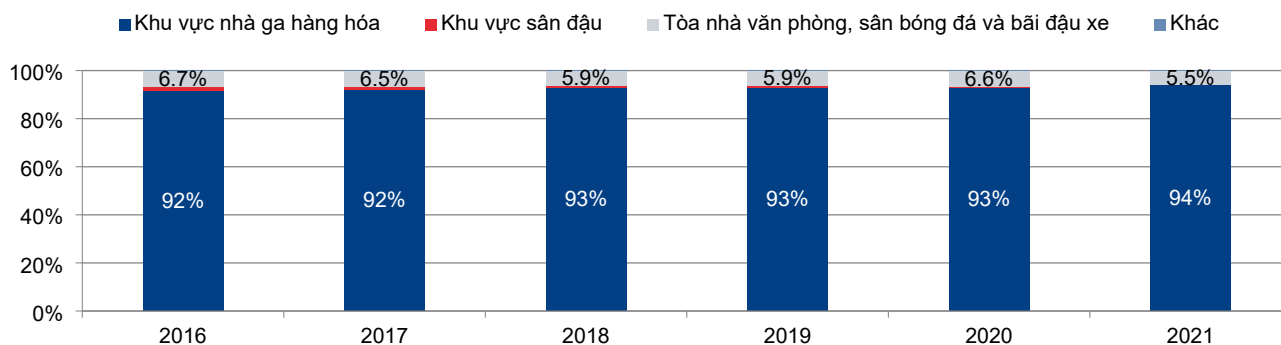
SCS sẽ nâng công suất lên 350.000 tấn/năm nhờ đầu tư thêm máy móc. Giai đoạn mở rộng sẽ hoàn thành vào đầu năm 2023. Sau khi hoàn thành, công suất của SCS sẽ tương đương đối thủ cạnh tranh TCS.

- Tòa nhà văn phòng, sân bóng đá và bãi đậu xe có diện tích 64.000 m², trong đó tòa nhà văn phòng có 7.500 m² diện tích sàn cho thuê. Trong năm 2021, tỷ lệ lấp đầy của tòa nhà văn phòng đạt 97%. Như đã đề cập trên đây, SCS dự định xây một tòa nhà văn phòng mới trên diện tích 1.600 m², gần tòa nhà văn phòng hiện hữu. Và điều này sẽ đem lại tiềm năng vượt dự báo và định giá của HSC cho SCS vì chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình vì SCS vẫn đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng.

- Khu vực sân đậu: có diện tích 52.000 m2, có sức chứa 3 máy bay B747F hoặc 5 máy bay A321 cùng lúc. Hiện SCS đang thuê khu vực này từ ACV, một trong những cổ đông sáng lập của Công ty.

Biểu đồ 15: Cơ cấu doanh thu, SCS

Doanh thu khai thác nhà ga hàng hóa đóng góp hơn 90% vào tổng doanh thu giai đoạn 2016-2021



Nguồn: SCS, HSC

Biểu đồ 16: Cơ cấu sản lượng hàng hóa năm 2021, SCS

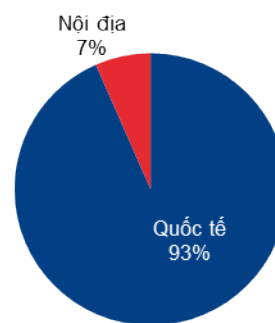
Các hãng hàng không quốc tế đóng góp 77% tổng sản lượng hàng...



Nguồn: SCS, HSC

Biểu đồ 17: Cơ cấu doanh thu khai thác nhà ga hàng hóa năm 2021, SCS

...và 93% doanh thu khai thác hàng hóa



Nguồn: SCS, HSC

Hàng quốc tế đóng góp 93% doanh thu khai thác hàng hóa

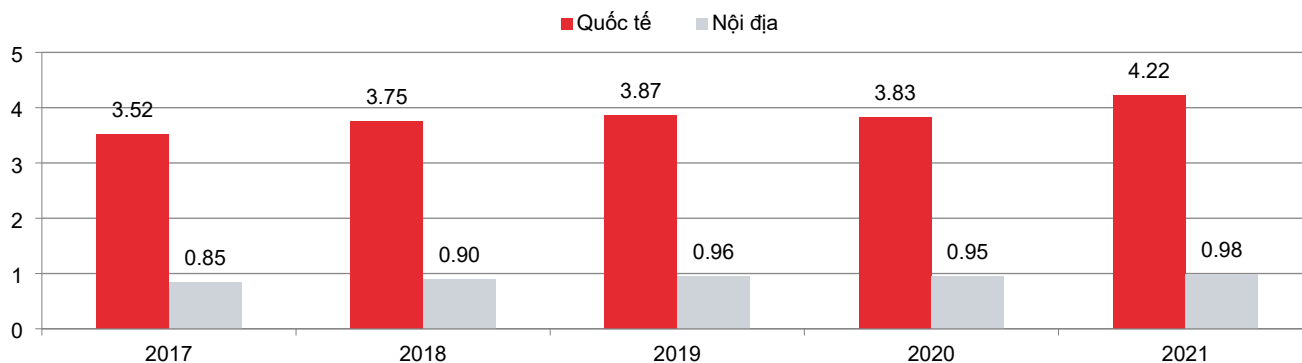
SCS cung cấp dịch vụ khai thác hàng hóa cho 44 hãng hàng không, bao gồm 41 hãng hàng không quốc tế và 3 hãng hàng không nội địa (VietJet, Bamboo Airways và Vietravel Airlines) tại TIA.

Trong năm 2021, khách hàng nội địa đóng góp khoảng 23% tổng sản lượng nhưng chỉ đóng góp khoảng 7% vào doanh thu khai thác hàng hóa hàng không của SCS.

Trái lại, phí dịch vụ bình quân hàng quốc tế thường cao hơn 4 lần so với hàng nội địa nên hàng quốc tế đóng góp 93% vào doanh thu khai thác hàng hóa hàng không mặc dù chỉ chiếm 77% tổng sản lượng hàng khai thác (Biểu đồ 16-17).

Biểu đồ 18: Phí dịch vụ bình quân (triệu đồng/tấn), SCS

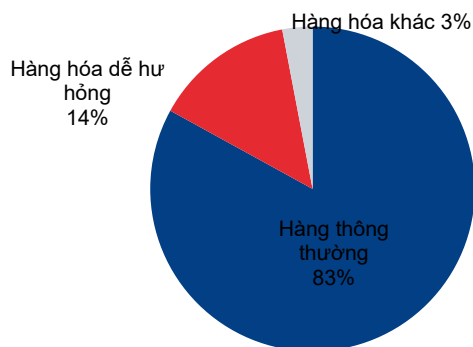
Phí dịch vụ hàng quốc tế cao hơn nhiều hàng nội địa



Nguồn: SCS, HSC

Biểu đồ 19: Cơ cấu sản lượng hàng hóa, SCS

Hàng thông thường chiếm 83% tổng sản lượng hàng hóa



Nguồn: SCS, HSC

Ghi chú: Hàng hóa khác bao gồm dược phẩm, động vật sống, sản phẩm gửi hỏa tốc, hàng có giá trị cao và hàng dễ vỡ

Cơ sở khách hàng đa dạng

Những khách hàng lớn nhất của SCS chỉ đóng góp 35% tổng doanh thu khai thác hàng hóa. Những thị trường chủ chốt của SCS là EU, Bắc Mỹ, Hồng Kông và Trung Quốc; lần lượt đóng góp khoảng 24%, 23%, 18% và 9% sản lượng hàng quốc tế. Năm khách hàng lớn nhất là Cathay Pacific, Air Hong Kong, Singapore Airlines, Emirates và Thai Airways.

Hàng thông thường (dệt may, giày dép, nhựa, hóa chất...) chiếm 83% tổng sản lượng hàng của SCS. Hàng dễ hư hỏng (thủy sản, nông sản, điện tử, máy tính, máy móc...) chiếm 13-15% tổng sản lượng hàng. Những loại hàng hóa khác (dược phẩm, động vật sống, sản phẩm gửi hỏa tốc, hàng có giá trị cao...) đóng góp 2-3% tổng sản lượng hàng.

Các dự án đầu tư

SCS có 4 dự án đầu tư như dưới đây:

- **Kế hoạch mở rộng giai đoạn 2:** Vì giai đoạn 1 đã hoạt động gần hết công suất trong năm 2022 nên SCS đang triển khai giai đoạn 2 nâng tổng công suất lên 350.000 tấn/năm vào đầu năm 2023. Công ty nâng công suất bằng cách nâng cấp và mua thêm máy móc, trong khi diện tích nhà ga hàng hóa vẫn không thay đổi. Tổng vốn đầu tư ước tính là 7 triệu USD, từ nguồn vốn tự có.
- **Dự án tòa nhà văn phòng thứ 2:** SCS đã nộp hồ sơ xin giấy phép xây dựng cho tòa nhà văn phòng thứ hai. Công ty sẽ giải phóng một phần sân bóng (khoảng 1.600 m²) để phục vụ dự án. SCS dự kiến xây tòa nhà 12 tầng với

tổng diện tích có thể cho thuê là 14.000 m² (gần gấp đôi so với tòa nhà văn phòng thứ nhất).

Thời gian xây dựng là 12 tháng và vốn đầu tư là 10 triệu USD, cũng từ nguồn vốn tự có.

- **Kế hoạch M&A:** SCS dự kiến mua 10-12% cổ phần tại một nhà ga hàng hóa hàng không khu vực phía Bắc (tại NIA). Thông tin chi tiết về kế hoạch M&A chưa được công bố.
- **Đầu tư vào một nhà ga hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA) giai đoạn 1.** LTIA sẽ thay thế TIA trở thành sân bay chính ở khu vực phía Nam. Trong đó, Giai đoạn 1 sẽ có 2 nhà ga hàng hóa với tổng công suất 1,2 triệu tấn hàng hóa/năm (ACV đầu tư 1 nhà ga và 1 nhà ga sẽ lựa chọn nhà đầu tư thông qua đấu thầu). Theo đó, SCS trước mắt kỳ vọng sẽ đầu tư vào 1 nhà ga hàng hóa tại LTIA thông qua hợp tác với ACV hoặc tự đầu tư qua đấu thầu.

Cơ cấu cổ đông

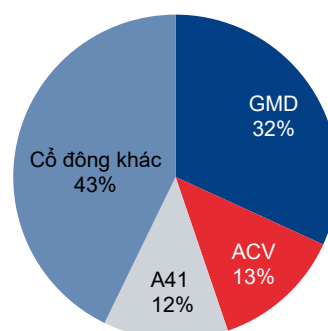
Các cổ đông sáng lập gồm Gemadept (GMD; Mua vào, giá mục tiêu 74.000đ), ACV và Công ty sửa chữa máy bay A41 (chưa niêm yết) với tổng số cổ phần là 57%. Dưới đây là một số thông tin về các cổ đông sáng lập

- GMD nắm 31,83% cổ phần SCS. GMD là doanh nghiệp tư nhân lớn nhất trong ngành cảng biển và logistic tại Việt Nam. Công ty sở hữu các cảng container và cảng hàng rời tại cả 3 miền với hệ thống logistic trải khắp cả nước.
- ACV nắm 12,95% cổ phần SCS. Công ty vận hành khai thác toàn bộ 22 sân bay trên cả nước, bao gồm 7 sân bay quốc tế và 15 sân bay nội địa. ACV hỗ trợ SCS trong hoạt động kinh doanh. Theo ban lãnh đạo, việc ACV nắm cổ phần SCS tạo điều kiện cho SCS đầu tư vào một nhà ga hàng hóa hàng không mới tại LTIA.
- A41 đã giao 14,3 ha đất cho SCS để xây dựng cơ sở hoạt động và đổi lại được nhận 7,2 triệu cổ phiếu ưu đãi tại SCS, tương đương 12,43% cổ phần. Mỗi năm SCS trả 1,3 triệu USD cổ tức tiền mặt (khoảng 30-36 tỷ đồng) cho A41, không phụ thuộc vào KQKD của SCS.

Trong số 43% cổ phần còn lại của SCS, Pyn Elite Fund nắm 5,4% và 37% là cổ phần giao dịch trên sàn. NĐTNN nắm 27,1% cổ phần và NĐT trong nước nắm 72,9% cổ phần còn lại. Room khối ngoại của SCS là 30% và tỷ lệ NĐTNN còn được phép mua là 2,9%.

Biểu đồ 20: Cơ cấu cổ đông, SCS

Cổ đông sáng lập nắm 57% cổ phần SCS



Nguồn: SCS

Phân tích tình hình tài chính

Trong 3 năm qua, SCS có tỷ suất lợi nhuận thuần khoảng 67% nhờ vị thế độc quyền nhóm tại TIA và kỹ năng quản trị chi phí xuất sắc. Cơ cấu chi phí của SCS ổn định với các chi phí chính là chi phí nhân công, khấu hao và chi phí thuê ngoài. Trong 5 năm qua, Công ty đạt tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với các công ty cùng ngành khác tại Việt Nam nhờ quản trị chi phí hiệu quả hơn.

Nền tảng căn bản vững chắc với một số đặc điểm chính

Doanh thu tăng trưởng bền vững nhờ cả sản lượng và phí dịch vụ bình quân tăng

Doanh thu thuần giai đoạn 2015-2021 của SCS tăng trưởng với tốc độ CAGR 16% nhờ sản lượng tăng trưởng và giá phí dịch vụ bình quân dần cải thiện. Cụ thể:

- Trong giai đoạn 2015-2021, sản lượng của Công ty tăng trưởng với tốc độ CAGR 12% với hàng quốc tế tăng 13% và hàng nội địa tăng 8,1%.
- Về phí dịch vụ, mỗi hãng hàng không ký một hợp đồng với chỉ một nhà ga hàng hóa và ký bằng USD. Cứ 3 năm 1 lần, SCS và các hãng hàng không sẽ điều chỉnh các điều khoản hợp đồng, và thông thường, phí dịch vụ sẽ được điều chỉnh tăng từ 5-10% ở mỗi lần điều chỉnh. Phí dịch vụ mới sẽ được áp dụng cho đến lần ký gia hạn hợp đồng kế tiếp.

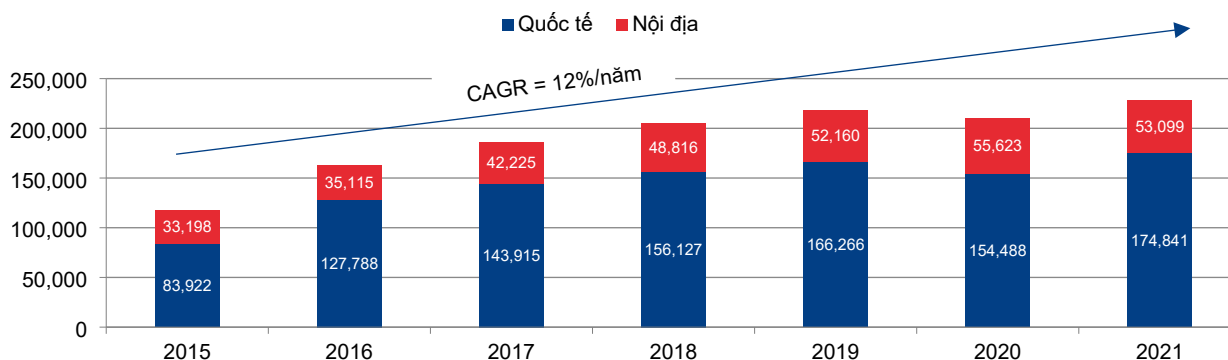
Trên thực tế, theo tính toán của chúng tôi, trong 4 năm qua, phí dịch vụ bình quân của SCS đã tăng dần hàng năm với mức tăng 3-5%, ngoại trừ năm 2020 vì ảnh hưởng của dịch Covid-19. Vì ảnh hưởng của dịch bệnh nên SCS đã giảm phí dịch vụ cho khách hàng lớn trong 6 tháng, tính đến tháng 9/2020. Trong khi đó, phí dịch vụ theo hợp đồng vẫn được áp dụng đối với các khách hàng khác. Do đó, giá phí dịch vụ bình quân của SCS trong năm 2020 gần như giữ nguyên so với năm trước đó.

Tuy nhiên, phí dịch vụ đã tăng mạnh trở lại trong năm 2021 với mức tăng 10% đối với khách hàng quốc tế và 3% đối với khách hàng nội địa. Điều này là nhờ SCS đã áp phụ thu (tương đương 110% phí dịch vụ) trong thời gian cao điểm vào 2 tháng cuối năm 2021 vì nhu cầu tăng cao sau giãn cách.

Theo đó, trong giai đoạn 2017-2021, phí dịch vụ bình quân hàng quốc tế và nội địa lần lượt tăng với tốc độ CAGR 5% và 4%.

Biểu đồ 21: Sản lượng hàng hóa khai thác (tấn), SCS

Sản lượng hàng giảm 7% trong năm 2020 vì ảnh hưởng của dịch bệnh nhưng đã tăng trưởng trở lại ở mức 13% trong năm 2021



Nguồn: SCS, HSC

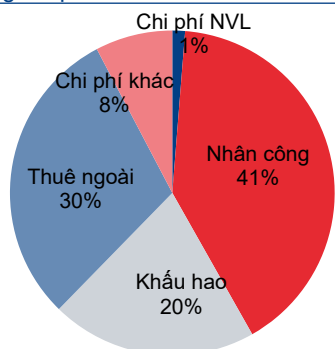
Cơ cấu chi phí ổn định

Trong 4 năm qua, chi phí hoạt động (gồm giá vốn hàng bán và chi phí bán hàng & quản lý) bằng 30-32% tổng doanh thu. Những chi phí chính là chi phí nhân công, chi phí khấu hao và chi phí thuê ngoài; tổng cộng chiếm khoảng 91% tổng chi phí hoạt động. Thông tin chi tiết như sau:

- Chi phí nhân công chiếm khoảng 40% tổng chi phí hoạt động và bằng 9% tổng doanh thu.
- Chi phí khấu hao chiếm 20-25% chi phí hoạt động và bằng 6-8% tổng doanh thu.
- Chi phí thuê ngoài, gồm chi phí thuê nhân công bên ngoài, phí cho bên cung cấp dịch vụ xuất nhập khẩu, chi phí điện, nước... chiếm khoảng 28-30% tổng chi phí hoạt động và bằng 9% tổng doanh thu.

Biểu đồ 22: Cơ cấu chi phí hoạt động năm 2021, SCS

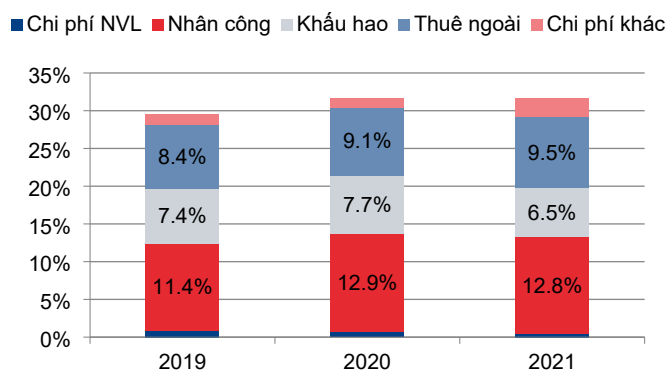
Chi phí nhân công, chi phí thuê ngoài và khấu hao chiếm khoảng 90% tổng chi phí



Nguồn: SCS

Biểu đồ 23: Tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu, SCS

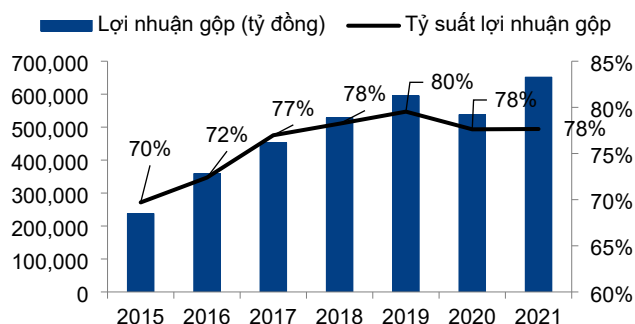
Tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu ổn định



Nguồn: SCS

Biểu đồ 24: Tỷ suất lợi nhuận gộp, SCS

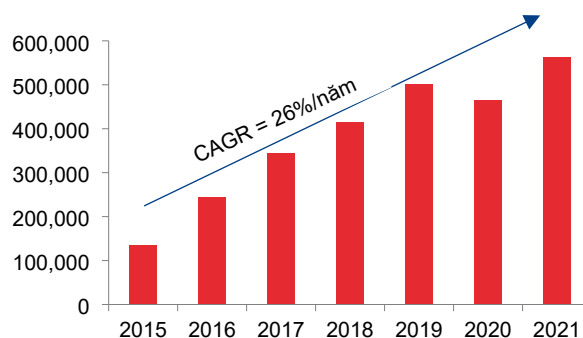
Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng dần



Nguồn: SCS

Biểu đồ 25: Lợi nhuận thuần, SCS

Lợi nhuận thuần tăng trưởng bền vững, ngoại trừ năm 2020 giảm vì ảnh hưởng của dịch bệnh



Nguồn: SCS

Lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh nhờ doanh thu tăng trưởng và biên lợi nhuận cải thiện

Nhờ cơ cấu chi phí ổn định với chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng cao, tỷ suất lợi nhuận gộp của SCS đã tăng mạnh khi sản lượng tăng. Tỷ suất lợi nhuận gộp đã tăng từ 70% năm 2015 lên 80% năm 2019. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 78% trong năm 2020-2021 vì ảnh hưởng của dịch bệnh (dịch bệnh làm sản lượng giảm và phát sinh các chi phí liên quan trong thời gian giãn cách).

Nhờ tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận tăng, lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2025 tăng trưởng ấn tượng với tốc độ CAGR 26%.

Biên lợi nhuận cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành

HSC thấy rằng tỷ suất LNTT bình quân của SCS giai đoạn 2018-2021 là 71% trong khi TCS là 62% và NCT là 40%.

Như đã đề cập trong phần ngành, tỷ suất LNTT của các doanh nghiệp khai thác nhà ga hàng hóa tại TIA gồm TCS và SCS cao hơn nhiều so với NCT tại NIA. Điều này chủ yếu là vì mức độ cạnh tranh tại TIA thấp hơn, chỉ bao gồm 2 đơn vị trong khi tại NIA là 3 đơn vị. Tại TIA, tỷ suất lợi nhuận của SCS cũng cao hơn TCS nhờ giá dịch

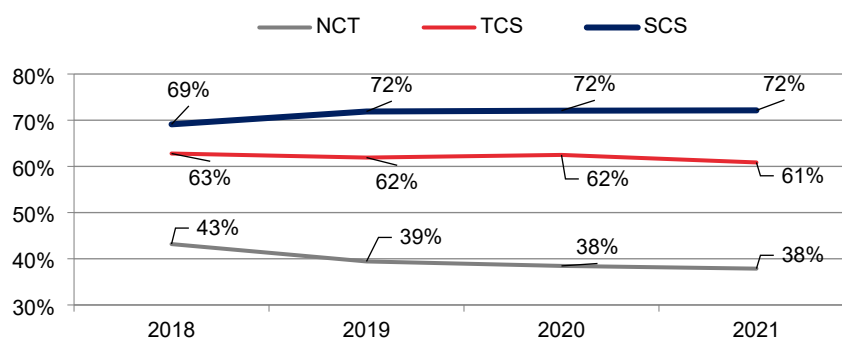
vụ hàng quốc tế bình quân cao hơn (cao hơn khoảng 15-20% theo như HSC ước tính) vì TCS phải áp dụng chiết khấu cho phí dịch vụ cho hàng quốc tế từ HVN.

Về hệ số ROA, hiện chúng tôi không có số liệu của TCS để so sánh. Tuy nhiên, khi so với NCT, hệ số ROA của SCS đã cao hơn từ năm 2019 đến nay nhờ liên tục nâng cao được sản lượng hàng và quản trị chi phí hiệu quả hơn. Đồng thời, NCT phải đối mặt với mức độ cạnh tranh cao hơn tại NIA, từ đó làm giảm tỷ suất lợi nhuận trong giai đoạn 2017-2020 trước khi hồi phục trở lại trong năm 2021.

Tương quan hệ số ROE giữa SCS và NCT trong giai đoạn 2016-2020 cũng có cùng diễn biến như ở hệ số ROA. Hệ số ROE của SCS đã vượt NCT trong giai đoạn 2019-2020. Tuy nhiên, hệ số ROE của SCS đã thấp hơn một chút so với NCT trong năm 2021 vì vốn CSH của SCS tăng mạnh hơn trong 2 năm qua (vì tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức thấp hơn và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại phục vụ đầu tư mới cao hơn).

Biểu đồ 26: Tỷ suất LNTT, các doanh nghiệp khai thác nhà ga hàng hóa hàng không tại Việt Nam

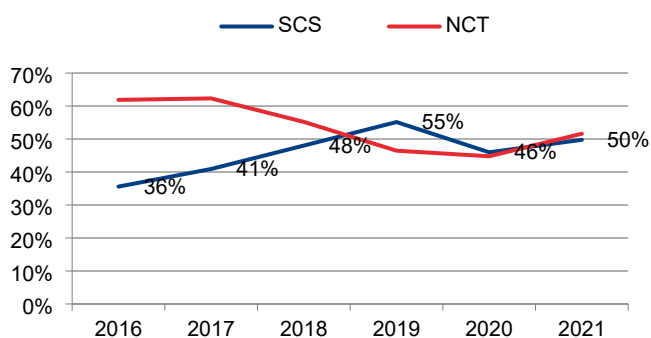
Tỷ suất LNTT của SCS cao hơn so với các doanh nghiệp khác nhờ quản trị chi phí hiệu quả hơn



Nguồn: NCT, HVN, SCS

Biểu đồ 27: Hệ số ROAE, SCS và NCT

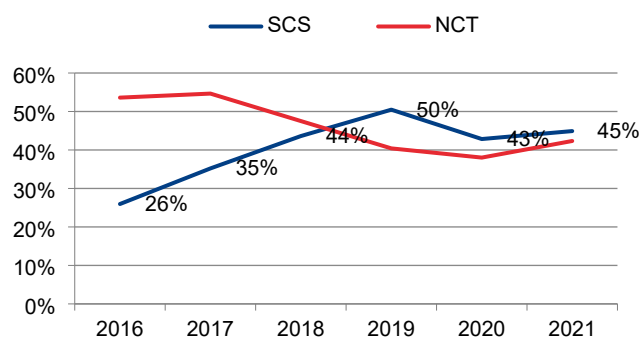
ROE của SCS liên tục cải thiện trong thời gian trước dịch Covid-19



Nguồn: SCS, NCT

Biểu đồ 28: ROAA, SCS và NCT

Hệ số ROA của SCS vượt NCT kể từ năm 2019



Nguồn: SCS, NCT

Dòng tiền mạnh và không vay nợ

SCS có dòng tiền mạnh và không có nợ vay. Công ty đã trả toàn bộ nợ vay ngân hàng được sử dụng để đầu tư từ năm 2017. Tính đến cuối năm 2021, tổng lượng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn của Công ty là 537 tỷ đồng, tương đương 10.599đ/cp (dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại).

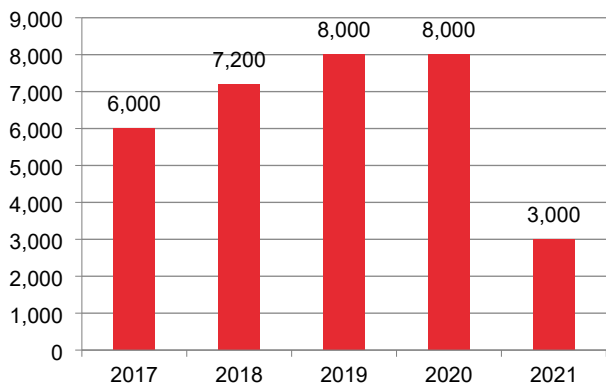
Chính sách cổ tức cao

SCS có chính sách cổ tức cao với cổ tức tiền mặt là 6.000-8.000đ/cp (tương đương lợi suất cổ tức 4,2-6,4%) trong giai đoạn 2017-2020. Cộng với cổ tức trả cho cổ phiếu ưu đãi của A41 là 1,3 triệu USD/năm (30-36 tỷ đồng/năm), tỷ lệ lợi nhuận dùng để chi trả cổ tức của SCS là 87-96% trong giai đoạn trên.

Về chính sách cổ tức cho năm 2021, ĐHCĐTN của SCS đã thông qua mức chi trả cổ tức tiền mặt 3.000đ/cp (tương đương lợi suất cổ tức 1,8%) và cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 85%. Công ty đã chi trả cổ tức tiền mặt vào ngày 19/5/2022 và sẽ phát hành cổ phiếu trả cổ tức trong nửa cuối năm 2022. HSC được biết cổ tức tiền mặt năm 2021 giảm (và lợi suất cổ tức cũng giảm) là vì Công ty muốn giữ lại nhiều lợi nhuận phục vụ đầu tư các dự án, bao gồm tòa nhà văn phòng thứ 2, dự án M&A và mở rộng sang LTIA.

Biểu đồ 29: Cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu (đ), SCS

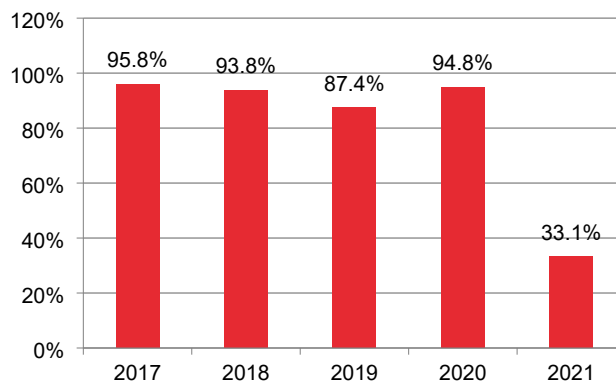
SCS đã trả cổ tức tiền mặt cao...



Nguồn: SCS

Biểu đồ 30: Tỷ lệ lợi nhuận dùng để trả cổ tức, SCS

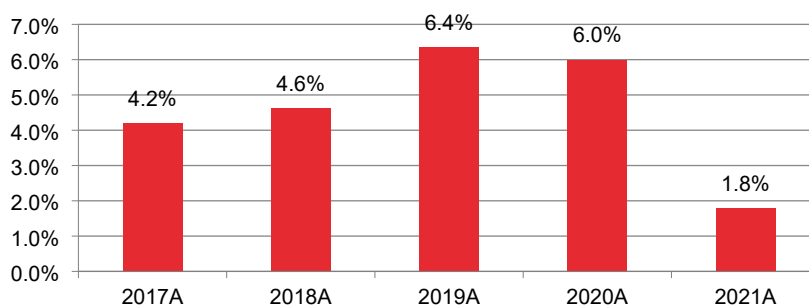
...với tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức trên 90%, trừ năm 2019 và 2021



Nguồn: SCS

Biểu đồ 31: Lợi suất cổ tức tiền mặt, SCS

Lợi suất cổ tức năm 2021 giảm vì tỷ lệ lợi nhuận giữ lại tăng



Nguồn: SCS

Ưu đãi thuế

SCS được hưởng ưu đãi thuế 15 năm từ 2010 đến 2025 cho lĩnh vực khai thác nhà ga hàng hóa, cụ thể:

- Hưởng thuế suất thuế TNDN 0% trong 4 năm đầu tiên.
- Được giảm 50% thuế TNDN trong 9 năm tiếp theo, từ 10% xuống 5%.
- Trong 2 năm cuối là năm 2023 và 2024, thuế suất sẽ là 10%.
- Từ năm 2025 trở đi, thuế suất áp dụng cho mảng khai thác nhà ga hàng hóa là 20%.

Trong khi đó, thuế suất thuế TNDN áp dụng cho các mảng khác ngoài mảng khai thác nhà ga hàng hóa là 20%.

Theo đó, HSC dự báo thuế suất của SCS trong năm 2023-2024 sẽ tăng lên 11% từ 6,9% trong năm 2022. Vì thuế TNDN tăng, nên lợi nhuận thuần năm 2023 dự báo chỉ tăng trưởng 15%, thấp hơn mức tăng trưởng 19% của LNNTT. Thông tin chi tiết về dự báo của chúng tôi cho SCS được trình bày trong phần sau đây.

Dự báo lợi nhuận

Lợi nhuận thuần Q1/2022 của SCS tăng 37% so với cùng kỳ nhờ sản lượng hàng quốc tế tăng mạnh. Tăng trưởng sản lượng nhiều khả năng sẽ giảm tốc trong những quý tới vì kinh tế thế giới tăng chậm lại và lạm phát cao. Tuy nhiên, từ năm 2023 trở đi, HSC kỳ vọng SCS sẽ giành được gần như toàn bộ phần sản lượng hàng hóa tăng thêm tại TIA vì đối thủ cạnh tranh đã hoạt động với tối đa công suất. Vì vậy, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của SCS sẽ tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 18,2% trong giai đoạn 2021-2024.

KQKD Q1/2022 tích cực nhưng tăng trưởng lợi nhuận sẽ giảm tốc trong Q2/2022

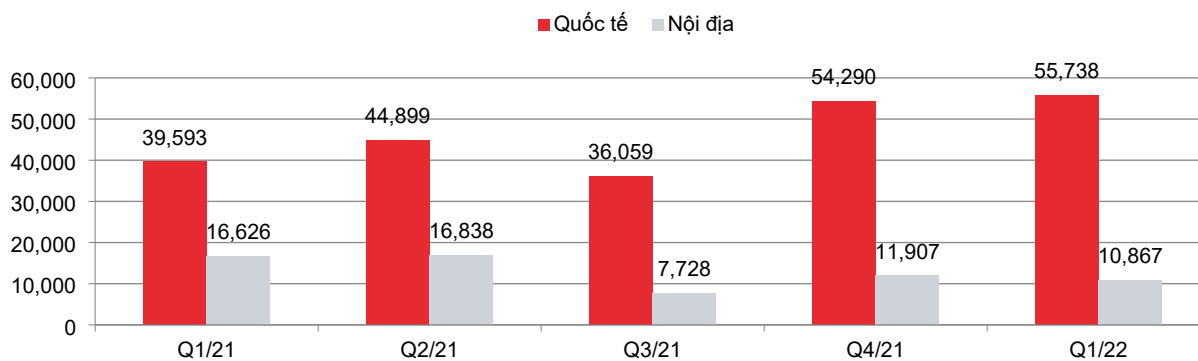
Lợi nhuận thuần Q1/2022 tăng 37%

Lợi nhuận thuần và doanh thu thuần Q1/2022 của SCS lần lượt tăng 37% và 25% so với cùng kỳ. Điều này chủ yếu là nhờ sản lượng hàng tăng (tăng 18% so với cùng kỳ) với sự tăng trưởng mạnh của hàng quốc tế. HSC thấy rằng:

- Sản lượng hàng quốc tế tăng mạnh lên 55.738 tấn (tăng 40% so với cùng kỳ). Khoảng thời gian giãn cách tại khu vực phía Nam từ tháng 7 đến tháng 10 năm ngoái đã gây ra sự gián đoạn nguồn cung và nhiều nhà máy đã phải đóng cửa hoặc hoạt động với công suất thấp vì thiếu nhân công.
- Sự khi giãn cách được nới lỏng, các nhà máy tại khu vực phía Nam đã sản xuất trở lại và nhiều công ty đã phải xuất khẩu sản phẩm của mình qua đường hàng không thay vì đường biển để kịp thời gian giao hàng. Từ đó sản lượng hàng quốc tế đã tăng mạnh trong Q4/2021 (tăng 23% so với cùng kỳ) và Q1/2022 (tăng 40% so với cùng kỳ).
- Trái lại, sản lượng hàng nội địa Q1/2022 giảm 35% so với cùng kỳ xuống còn 10.867 tấn, chủ yếu vì Trung Quốc đóng cửa biên giới để chống dịch. Theo Hải quan Việt Nam, trong 4 tháng đầu năm 2022, tổng giá trị thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc qua biên giới đã giảm 64,5% so với cùng kỳ xuống còn 4,25 tỷ USD. Vì vậy, hàng nội địa (thường được chuyển từ phía Nam ra phía Bắc để xuất khẩu sang Trung Quốc qua đường biên giới) cũng giảm mạnh.
- Vì phí dịch vụ hàng quốc tế bình quân thường cao hơn nhiều so với hàng nội địa, nên sản lượng hàng quốc tế tăng đã nâng cao doanh thu và biên lợi nhuận mặc dù sản lượng hàng nội địa giảm. Doanh thu thuần Q1/2022 của SCS đã tăng 25% so với cùng kỳ và đạt 246 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 83,5% so với 79,3% trong Q1/2021. Theo đó, lợi nhuận thuần Q1/2022 tăng mạnh 37% so với cùng kỳ lên 187,5 tỷ đồng.

Biểu đồ 32: Sản lượng hàng hóa khai thác theo quý, SCS

Sản lượng hàng quốc tế Q1/2022 tăng mạnh 40% so với cùng kỳ trong khi sản lượng hàng nội địa giảm 35% so với cùng kỳ



Nguồn: SCS, HSC

Bảng 33: KQKD Q1/2022, SCS

Lợi nhuận Q1/2022 tăng nhờ doanh thu tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận cải thiện

Tỷ đồng	Q1/2021	Q1/2022	Tăng/giảm so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	196.10	245.91	25.4%
Lợi nhuận gộp	155.45	205.26	32.0%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>79.3%</i>	<i>83.5%</i>	
Lợi nhuận tài chính	7.00	12.26	75.3%
Chi phí BH&QL	14.96	15.27	2.1%
LNTT	147.00	201.53	37.1%
Lợi nhuận thuần	137.30	187.53	36.6%

Nguồn: SCS

Tăng trưởng sản lượng Q2/2022 giảm tốc

Sản lượng hàng Q1/2022 tăng mạnh vì các doanh nghiệp xuất khẩu phải chuyển hàng đi bằng đường hàng không để kịp thời gian giao hàng. Tuy nhiên, sản lượng hàng đã trở lại mức bình thường kể từ tháng 4/2022.

Theo đó, sản lượng hàng quốc tế tháng 4/2022 và tháng 5/2022 của SCS đi ngang so với cùng kỳ, đạt 30.273 tấn (tăng 0,8% so với cùng kỳ) trong khi sản lượng hàng nội địa giảm mạnh còn 7.584 tấn (giảm 37% so với cùng kỳ) vì Trung Quốc áp dụng chính sách zero Covid.

Chúng tôi cũng thấy nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không trên thế giới cũng giảm trong những tháng gần đây, xuất phát từ sự gián đoạn nguồn cung vì động thái phong tỏa của Trung Quốc, xung đột Nga-Ucraina và sức tiêu thụ giảm tốc trong bối cảnh lạm phát cao. HSC thấy rằng:

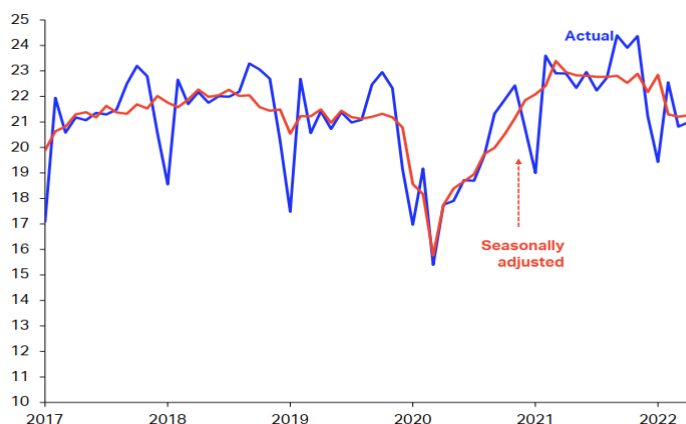
- Ngành vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không thế giới đã có sự tăng trưởng mạnh về sản lượng trong năm 2021, tăng 6,9% so với năm 2019 và tăng 18,7% so với năm 2020, là mức tăng trưởng mạnh thứ hai trong chuỗi số liệu do IATA (Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế) thu thập.
- Tuy nhiên, sản lượng vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không đã bắt đầu giảm từ tháng 3/2022. Theo IATA, chỉ số CTK (trọng lượng hàng hóa tính theo tấn nhân với số km) đã tăng 2,7% so với cùng kỳ trong 2 tháng đầu năm 2022 nhưng lần lượt giảm 5,2%; 9,1% và 8,3% so với cùng kỳ trong tháng 3, tháng 4 và tháng 5/2022; chủ yếu vì những lý do đã đề cập trên đây.

HSC kỳ vọng sản lượng sẽ cải thiện khi Trung Quốc nới lỏng phong tỏa. Trên thực tế, sản lượng cải thiện nhẹ trong tháng 5/2022 khi Trung Quốc nới lỏng phong tỏa vì chủng Omicron dần được kiểm soát, theo đó tốc độ suy giảm CTK đã chậm lại, ở mức 8,3% tháng 5/2022 từ mức giảm 9,1% so với cùng kỳ trong tháng 4/2022.

Tuy nhiên, trước những bất ổn từ xung đột Nga-Ucraina và đà tăng mạnh của giá năng lượng cũng như tình trạng lạm phát cao toàn cầu, nhu cầu của ngành vận chuyển bằng đường hàng không năm 2022 nhiều khả năng sẽ không tích cực.

Biểu đồ 34: Xu hướng CTK (tỷ/tháng), ngành vận tải hàng không thế giới

CTK đã hồi phục từ đáy vào đầu năm 2020, giảm trong tháng 3/2022 nhưng đã có dấu hiệu hồi phục trong tháng 5



Nguồn: IATA

Sản lượng tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2022

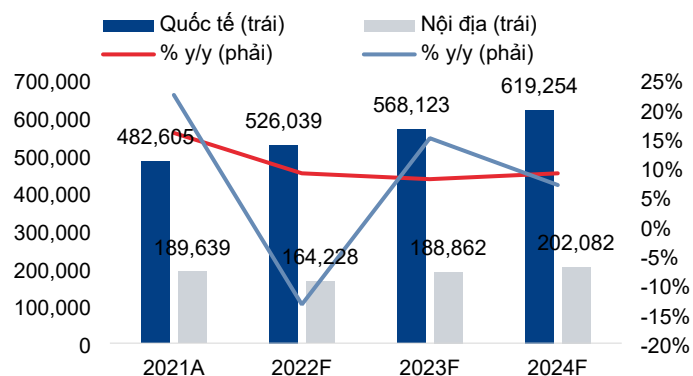
HSC dự báo sản lượng hàng tại TIA sẽ tăng trưởng nhẹ 2,7% trong năm 2022 nhưng sẽ tăng trưởng mạnh hơn, ở mức 9,7% và 8,5% trong năm 2023 và 2024. Dự báo chi tiết của chúng tôi về sản lượng hàng quốc tế và nội địa tại TIA như sau:

- Sản lượng năm 2022: sản lượng hàng quốc tế tại TIA dự báo gần như sẽ đi ngang trong 9 tháng còn lại của năm 2022. Tính chung cả năm, sản lượng sẽ tăng trưởng 9% đạt 690.267 tấn nhờ sản lượng Q1/2022 đạt cao. Trong khi đó, sản lượng hàng nội địa giảm 13,4% xuống còn 164.228 tấn.
- Sản lượng năm 2023: sản lượng hàng quốc tế dự báo sẽ cải thiện theo từng quý trong năm 2023 và tổng sản lượng hàng cả năm sẽ tăng trưởng 8% đạt 568.123 tấn. Trong khi đó, sản lượng hàng nội địa dự báo sẽ tăng trưởng trở lại ở mức 15% và đạt 188.862 tấn vì HSC kỳ vọng hoạt động giao thương qua biên giới giữa Việt Nam và Trung Quốc sẽ bình thường trở lại trong năm sau. Tổng lượng hàng cả quốc tế và nội địa của TIA năm 2023 sẽ đạt 756.984 tấn (tăng trưởng 9,7%).
- Sản lượng năm 2024: Sản lượng hàng quốc tế và nội địa dự báo lần lượt tăng trưởng 9% và 7%, đạt 619.254 tấn và 202.082 tấn. Tổng lượng hàng vận chuyển bằng đường hàng không tại TIA đạt 821.336 tấn (tăng trưởng 8,5%).

Chúng tôi dự báo sản lượng của TCS sẽ tăng trưởng 9% trong năm 2022 và chỉ tăng trưởng 5% trong năm 2023 vì hạn chế công suất. Từ năm 2024 trở đi, HSC dự báo sản lượng của TCS sẽ tăng trưởng 3,5%/năm vì công ty không có quỹ đất để mở rộng và tăng trưởng sản lượng sẽ chủ yếu nhờ cải thiện năng suất hoạt động. Do đó, từ năm 2023 trở đi, SCS nhiều khả năng sẽ giành được phần sản lượng tăng thêm tại TIA. Dự báo chi tiết của chúng tôi về sản lượng và lợi nhuận của SCS được trình bày dưới đây.

Biểu đồ 35: Sản lượng hàng hóa (tấn), TIA

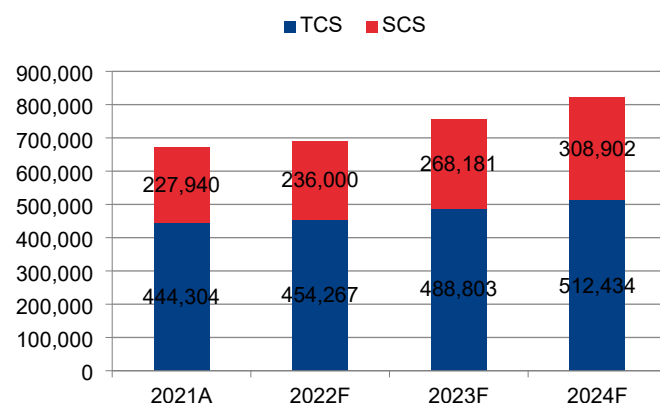
HSC dự báo sản lượng hàng hóa sẽ tăng nhẹ trong năm 2022



Nguồn: HSC

Biểu đồ 36: Sản lượng hàng hóa (1.000 tấn), TCS và SCS

Tăng trưởng sản lượng của SCS dự báo cao hơn TCS



Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận năm 2022-2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần 9 tháng còn lại của năm 2022 sẽ chỉ tăng 7% so với cùng kỳ sau khi tăng trưởng mạnh 37% so với cùng kỳ trong Q1/2022. Nhờ KQKD Q1/2022 rất tích cực, chúng tôi dự báo lợi nhuận cả năm 2022 sẽ tăng trưởng 15% đạt 649 tỷ đồng.

Cho năm 2023 và 2024, HSC dự báo lợi nhuận thuần lần lượt tăng trưởng 15% và 24% nhờ thị phần và sản lượng tăng vì đối thủ cạnh tranh của SCS là TCS sẽ hoạt động hết công suất vào năm 2023. Theo dự báo của chúng tôi, lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2024 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 18,2%.

Bảng 37: Tóm tắt bảng báo cáo kết quả kinh doanh, SCS

HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2024 tăng trưởng với tốc độ CAGR 18%

Tỷ đồng	2021	2022F	2023F	2024F	Tốc độ CAGR giai đoạn 2021-2024
Doanh thu thuần	839.1	898.4	1,057.5	1,280.3	15.1%
Tăng trưởng	21%	7%	18%	21%	
Lợi nhuận gộp	651.6	724.4	848.0	1,038.7	16.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	78%	81%	80%	81%	
Lợi nhuận tài chính	33.5	58.2	83.7	114.9	50.8%
Chi phí BH&QL	78.1	83.6	98.4	119.1	15.1%
LNTT	605.3	697.1	831.0	1,031.7	19.5%
Tăng trưởng	21%	15.2%	19.2%	24.2%	
Lợi nhuận thuần	563.6	649.1	747.9	928.6	18.1%
Tăng trưởng	21.4%	15.2%	15.2%	24.2%	

Nguồn: HSC

Bảng 38: Các giả định dự báo chính, SCS

HSC kỳ vọng sản lượng hàng khai thác sẽ tăng trưởng 11%/năm trong giai đoạn 2022-2024

	2021	2022F	20232F	2024F	Tốc độ CAGR giai đoạn 2021-2024
Sản lượng hàng hóa (tấn)	227,940	236,000	268,181	308,902	10.7%
Quốc tế	174,841	190,000	215,281	252,299	13.0%
Tăng trưởng	13.2%	8.7%	13.3%	17.2%	
Nội địa	53,099	46,000	52,900	56,603	2.2%
Tăng trưởng	-4.5%	-13.4%	15.0%	7.0%	
Thị phần					
Quốc tế	36.2%	36.2%	37.9%	40.7%	
Nội địa	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	
Phí dịch vụ bình quân (triệu đồng/tấn)					
Quốc tế	4.22	4.22	4.42	4.63	3.1%
Tăng trưởng	10.2%	0.0%	4.7%	4.7%	
Nội địa	0.98	0.98	1.01	1.05	2.4%
Tăng trưởng	2.8%	0.0%	3.6%	3.6%	

Nguồn: HSC

Dự báo cho năm 2022

HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần năm 2022 lần lượt đạt 649 tỷ đồng (tăng trưởng 15,2%) và 898 tỷ đồng (tăng trưởng 7%). Những giả định chính được trình bày như dưới đây:

- Sản lượng hàng quốc tế dự báo đi ngang trong 9 tháng còn lại của năm 2022 (từ tháng 4 đến tháng 12/2022) vì nhu cầu thể giới suy giảm.

Trong khi đó, sản lượng hàng nội địa tiếp tục giảm 32% so với cùng kỳ trong Q2/2022 trước khi hồi phục và tăng 16% so với cùng kỳ trong 6 tháng cuối năm 2022 (từ nền thấp cùng kỳ năm ngoái). Theo đó, HSC dự báo sản lượng hàng nội địa 9 tháng cuối năm sẽ giảm 6% so với cùng kỳ.

Tính chung cả năm 2022, sản lượng hàng quốc tế dự báo đạt 190.000 tấn (tăng trưởng 8,7%) nhờ Q1/2022 tăng trưởng mạnh. Trong khi đó, sản lượng hàng nội địa giảm xuống còn 46.000 tấn (giảm 13,4%) trong năm 2022. Tổng sản lượng cả hàng quốc tế và nội địa năm 2022 tăng trưởng nhẹ 3,5% và đạt 236.000 tấn.

- HSC dự báo phí dịch vụ bình quân năm 2022 sẽ giữ nguyên so với năm trước ở mức 4,22 triệu đồng/tấn đối với hàng quốc tế và 0,98 triệu đồng/tấn đối với hàng nội địa.

Mặc dù phí dịch vụ của một số khách hàng trong năm nay có thể tăng do tái tục hợp đồng, chúng tôi cho rằng doanh thu từ phụ thu phí tắc nghẽn sẽ giảm, do đó phí xếp dỡ bình quân năm 2022 sẽ đi ngang so với 2021.

Trong năm 2021, SCS đã áp dụng phí tắc nghẽn trong tháng 11 và tháng 12 khi sản lượng hàng tăng đột biến. Điều này chủ yếu là vì nhu cầu tăng mạnh, nên các hãng hàng không phải nâng tần suất chuyến bay. Với số chuyến bay thực tế vượt s chuyến bay đã được thỏa thuận từ trước, SCS đã áp dụng phí tắc nghẽn bằng 110% phí dịch vụ thông thường. SCS vẫn áp dụng phụ phí trong tháng 1/2022 nhưng sản lượng đã quay trở lại mức bình thường kể từ tháng 2/2022. Trước dự báo nhu cầu sẽ suy giảm trong những tháng còn lại của năm, HSC cho rằng SCS sẽ không còn hưởng lợi từ mức phụ phí cao này.

- Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2022 sẽ tăng lên 80,6% từ 77,7% trong năm 2021 nhờ sản lượng tăng, chi phí khấu hao giảm và không còn chi phí liên quan đến dịch Covid-19 như trong năm 2021. Trong đó, chi phí khấu hao sẽ giảm về còn 44 tỷ đồng (giảm 18%) từ 54 tỷ đồng trong năm 2021 vì nhiều máy móc hết khấu hao. Ngoài ra, SCS còn phát sinh nhiều chi phí trong năm 2021

gồm chi phí xét nghiệm, ăn ở... cho người lao động ở lại nơi làm việc trong thời gian giãn cách.

- HSC dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu sẽ đi ngang so với cùng kỳ ở mức 9,3% với chi phí bán hàng & quản lý ở mức 83,5 tỷ đồng (tăng 7%). Lợi nhuận tài chính sẽ tăng lên 58 tỷ đồng (tăng 74%) nhờ tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn tăng.

Tóm lại, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 tăng trưởng 15% đạt 649 tỷ đồng. EPS năm 2022 dự báo đạt 11.201đ (dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại). Hiện SCS có P/E dự phóng năm 2022 là 12,9 lần.

Dự báo năm 2023 và 2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 và 2024 sẽ lần lượt tăng trưởng 15% và 24% nhờ sản lượng tăng trưởng 13,6% và 15,2%.

Chúng tôi kỳ vọng đối thủ cạnh tranh của SCS là TCS sẽ hoạt động hết công suất (350.000 tấn/năm) vào năm 2023 và sản lượng chỉ tăng trưởng 3-4%/năm nhờ cải thiện năng suất hoạt động. Từ đó, SCS sẽ đạt được mức tăng trưởng sản lượng cao hơn.

Giai đoạn 1 của SCS nhiều khả năng sẽ hoạt động với khoảng 95% công suất trong năm 2022. Tuy nhiên, Công ty đang triển khai Giai đoạn 2 mở rộng để nâng công suất lên 350.000 tấn, hoàn thành vào đầu năm 2023. Giai đoạn 2 sẽ giúp SCS giành được lượng hàng hóa tăng thêm tại TIA.

HSC dự báo thị phần hàng quốc tế của SCS sẽ tăng lên 38% và 41% trong năm 2023 và 2024 từ 36% trong năm 2022 và 2021. Trong khi đó, thị phần hàng nội địa sẽ duy trì ở 28%.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng quốc tế sẽ lần lượt tăng trưởng 13% và 17% trong năm 2023 và 2024 nhờ thị phần tăng. Ngoài ra, sản lượng hàng nội địa sẽ tăng trưởng 15% trong năm 2023 lên 53.000 tấn, tương đương sản lượng năm 2021 với giả định hoạt động giao thương qua biên giới giữa Việt Nam và Trung Quốc sẽ bình thường trở lại vào năm 2023. Từ năm 2024, sản lượng nội địa dự báo tăng trưởng ở mức bình thường khoảng 7% đạt 56.600 tấn.

HSC cũng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giữ nguyên ở mức 80% trong năm 2023 nhờ doanh thu tăng nhưng chi phí khấu hao sau khi mở rộng cũng tăng. Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2024 dự báo đạt 81% nhờ doanh thu tăng.

Tóm lại, HSC dự báo LNTT và doanh thu thuần năm 2023 lần lượt đạt 697 tỷ đồng (tăng trưởng 19,2%) và 898 tỷ đồng (tăng trưởng 17,7%). Lợi nhuận thuần năm 2023 sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức 15,2% đạt 748 tỷ đồng vì thuế suất thuế TNDN mảng khai thác nhà ga hàng hóa hàng không tăng (tăng lên 10% từ 5% trong năm 2022). Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần sẽ lần lượt tăng trưởng 24% đạt 929 tỷ đồng và 21% đạt 1.280 tỷ đồng.

Bảng CĐKT và dòng tiền

Trong giai đoạn 2022-2024, HSC kỳ vọng SCS sẽ chi trả cổ tức tiền mặt là 5.000đ/cp (dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại), tương đương lợi suất cổ tức 3,5%. Tỷ lệ lợi nhuận dùng để chi trả cổ tức trong giai đoạn trên bình quân là 33%, thấp hơn nhiều mức bình quân 85% trong 4 năm qua vì chúng tôi dự báo Công ty sẽ giữ lại nhiều lợi nhuận hơn để phục vụ các dự án đầu tư.

HSC đã đưa dự án mở rộng công suất nhà ga hàng hóa vào mô hình dự báo nhưng chưa đưa vào dự án xây dựng tòa nhà văn phòng thứ 2, dự án M&A và dự án triển khai nhà ga hàng hóa tại LTIA vì chưa có thời gian thực hiện rõ ràng cũng như các thông tin chi tiết khác.

Chúng tôi dự báo SCS sẽ có lượng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn lớn mà không có vay nợ. HSC dự báo tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn của SCS sẽ đạt 1.728 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2024; tương đương 35.675đ/cp (dựa trên khối lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại), bằng 23% thị giá hiện tại.

Bảng 39: Chính sách cổ tức tiền mặt, SCS

	2021	2022F	2023F	2024F
Cổ tức tiền mặt (đ/cp)	3,000	5,000	5,000	5,000
EPS (đ)	9,738	11,201	12,997	16,295
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức	31%	45%	38%	31%
Lợi suất cổ tức	1.80%	3.5%	3.5%	3.5%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC đưa ra dự báo lần đầu là Mua vào đối với SCS và giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF là 200.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 38,3%. SCS có nền tảng căn bản rất vững chắc với tỷ suất lợi nhuận ấn tượng trên một thị trường độc quyền nhóm, khả năng giành được sản lượng hàng hóa tăng thêm tại TIA, dòng tiền mạnh và không có vay nợ. LTIA đi vào hoạt động là rủi ro lớn nhất đối với H&KD của SCS và Công ty đang tìm cách giảm thiểu rủi ro này bằng việc trở hành nhà đầu tư vào một nhà ga hàng hóa tại LTIA. Hiện dự báo của chúng tôi chưa bao gồm dự án tại LTIA vì chưa có thông tin rõ ràng. SCS có P/E dự phóng năm 2022 và P/E trượt dự phóng 1 năm là 12 lần; thấp hơn so với mức bình quân quá khứ (từ tháng 1/2019) là 14,9 lần.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp DCF để tính ra giá mục tiêu cho SCS vì chúng tôi tin rằng đây là phương pháp định giá phù hợp nhất đối với 1 doanh nghiệp có dòng tiền mạnh.

HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 3,5% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8%; hệ số beta là 0,9. Ngoài ra, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0% vì dự báo khi LTIA đi vào hoạt động, sản lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không tăng thêm từ cuối năm 2025 sẽ chỉ từ LTIA mà không từ TIA. HSC trình bày các tính toán và giả định cho định giá của mình trong các bảng dưới đây.

Bảng 40: Định giá FCFF, SCS

	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
EBIT	574	641	750	920	1,132	1,187
Thuế	42	48	83	103	258	276
Thu nhập thuần trừ nợ vay	532	593	666	816	906	949
Cộng: khấu hao	54	36	36	36	36	36
Trừ: Đầu tư cơ bản	(6)	(7)	(168)	(7)	(7)	(7)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(12)	(24)	(57)	(73)	(87)	(35)
UFCF	568	598	477	772	848	943

Nguồn: HSC

Bảng 41: Giá định WACC, SCS

	Tỷ lệ
Lãi suất phi rủi ro	3.5%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.0%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	10.5%
Tỷ trọng vốn CSH	100%
Tỷ trọng nợ	0%
WACC	10.5%

Nguồn: HSC

Bảng 42: Giá mục tiêu, SCS

	VND
Giá mục tiêu cuối 2022	195,208
Giá mục tiêu cuối 2023	205,631
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	200,420
P/E năm 2022 của SCS tại giá mục (lần)	17.9
P/E năm 2023 của SCS tại giá mục (lần)	15.4

Nguồn: HSC

Bảng 43: Phân tích độ nhạy đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro, SCS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 3,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0%

	Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn			
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	2.0%	229,514	246,713	268,797	298,195
	2.5%	218,794	233,812	252,814	277,626
	3.0%	209,147	222,343	238,821	259,980
	3.5%	200,420	212,079	226,469	244,676
	4.0%	192,487	202,841	215,486	231,277

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

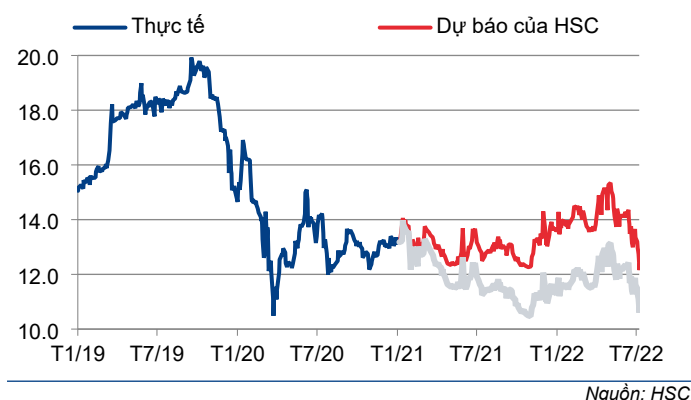
Giá cổ phiếu SCS có diễn biến tích cực hơn 29% so với Vnindex trong 12 tháng qua nhờ Công ty giữ vững được lợi nhuận trong đại dịch. Tuy nhiên giá cổ phiếu SCS có diễn biến tiêu cực hơn 7,8% so với Vnindex trong tháng vừa qua vì lo ngại triển vọng tăng trưởng sản lượng hàng kém đi khi kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại. Tuy

nhiên, HSC tin rằng giá cổ phiếu SCS điều chỉnh là cơ hội để mua vào khi cổ phiếu ở mức giá hấp dẫn với triển vọng dài hạn không thay đổi. Hiện SCS có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12 lần, thấp hơn so với mức bình quân quá khứ là 14,9 lần (tính từ tháng 1/2019).

So với các doanh nghiệp cùng ngành vận tải hàng không, SCS đang chiết khấu 13% và 21% theo P/E dự phóng năm 2022 và 2023. Trong khi đó, P/B dự phóng năm 2022 là 4,5 lần so với mức 3,4 lần của các doanh nghiệp cùng ngành trên thế giới. Điều này chủ yếu là vì tỷ suất lợi nhuận của SCS cao hơn nên ROE cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong năm 2021, ROE của SCS là 49,8% so với 23,4% của các công ty cùng ngành trên thế giới. Về EV/EBITDA, SCS có EV/EBITDA dự phóng năm 2022 cao hơn nhưng năm 2023 thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi cho rằng điều này là vì lượng tiền mặt của SCS tăng mạnh (tăng 25%).

Biểu đồ 44: P/E trượt dự phóng 1 năm, SCS

P/E trượt dự phóng 1 năm của SCS hiện là 12,2 lần...


Biểu đồ 45: Độ lệch chuẩn so với bình quân, SCS

... thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ


Bảng 46: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, SCS

Tên	Mã chứng khoán	Vốn hóa (triệu đồng)	Quốc gia	P/E dự phóng 2022	P/E dự phóng 2023	P/B dự phóng 2022	EV/EBITDA dự phóng 2022	EV/EBITDA dự phóng 2023	ROE năm 2021
TRIPLE I LOGISTICS PCL	III TB	5,598,031	Thái Lan	18.1	17.5	4.0	23.0	19.6	25.5
WICE LOGISTICS PCL	WICE TB	4,935,362	Thái Lan	11.5	11.0	3.6	8.2	7.4	50.6
CARGOJET INC	CJT CN	44,370,558	Canada	22.5	19.0	3.3	8.1	7.5	3.5
AIR TRANSPORT SERVICES Gp	ATSG US	47,817,502	Mỹ	12.4	11.5	1.5	5.2	4.7	21.2
Bình quân				15.2	14.5	3.4	8.2	7.5	23.4
SCS	SCS	7,337,828	Việt Nam	13.3	11.5	4.4	8.7	7.0	49.8

Nguồn: Bloomberg, HSC

Rủi ro/tiềm năng đối với giá mục tiêu và khuyến nghị của HSC đối với SCS

Giá mục tiêu và khuyến nghị của HSC đối với SCS có thể gặp các rủi ro sau:

- Các nhà ga hàng hóa tại LTIA bắt đầu đi vào hoạt động sẽ khiến hàng hóa chuyển từ TIA sang LTIA. Đây là rủi ro lớn nhất đối với dự báo và giá mục tiêu của HSC.

Trái lại, SCS dự kiến đầu tư vào một nhà ga hàng hóa tại LTIA. Và điều này có thể tạo ra tiềm năng vượt dự báo vì hiện HSC giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0% từ năm 2026. Tuy nhiên, sự thành công của chiến lược đầu tư một nhà ga hàng hóa tại LTIA vẫn chưa chắc chắn.

- Dự án tòa nhà văn phòng thứ 2 sẽ tạo ra tiềm năng vượt dự báo và giá mục tiêu vì HSC chưa đưa dự án này vào mô hình dự báo.
- Dự án M&A với một nhà ga hàng hóa tại NIA sẽ (1) khiến lượng tiền mặt của SCS giảm sút nhưng (2) có thể giúp sản lượng hàng tăng nhờ sự hợp tác giữa 2 công ty.

- Sản lượng hàng hóa ngành vận tải hàng hóa bằng đường hàng không tăng trưởng chậm hơn/nhanh hơn kỳ vọng do tăng trưởng kinh tế thế giới ngoài kỳ vọng.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	693	839	898	1,057	1,280
Lợi nhuận gộp	538	652	724	848	1,039
Chi phí BH&QL	(64.4)	(78.1)	(83.6)	(98.4)	(119)
Thu nhập khác	(2.21)	(1.84)	(1.97)	(2.32)	(2.81)
Chi phí khác	0.08	0.03	0.04	0.04	0.05
EBIT	499	605	697	831	1,032
Lãi vay thuần	28.0	33.5	58.2	83.7	115
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	499	605	697	831	1,032
Chi phí thuế TNDN	(34.9)	(41.7)	(48.0)	(83.1)	(103)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	464	564	649	748	929
Lợi nhuận thuần ĐC	432	524	604	696	864
EBITDA ĐC	553	660	733	867	1,068
EPS (đồng)	8,480	10,425	12,097	14,029	17,576
EPS ĐC (đồng)	7,840	9,648	11,201	12,997	16,295
DPS (đồng)	8,000	3,000	5,000	5,000	5,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	50.7	50.7	50.7	50.7	50.7
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	50.7	50.7	50.7	50.7	50.7
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	50.7	50.7	50.7	50.7	50.7

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	36.1	57.9	92.9	78.3	81.9
Đầu tư ngắn hạn	201	480	898	1,163	1,728
Phải thu khách hàng	236	312	326	384	464
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0
Các tài sản ngắn hạn khác	9.77	1.30	1.40	1.64	1.99
Tổng tài sản ngắn hạn	483	851	1,318	1,627	2,277
TSCĐ hữu hình	450	411	381	513	484
TSCĐ vô hình	1.98	0.72	0.13	(0.92)	(1.96)
Bất động sản đầu tư	92.6	85.4	78.2	71.0	63.9
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	67.2	66.7	71.3	83.6	101
Tổng tài sản dài hạn	612	564	531	667	647
Tổng cộng tài sản	1,094	1,416	1,849	2,294	2,924
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phả trả người bán	4.99	7.52	8.06	9.48	11.5
Nợ ngắn hạn khác	64.3	129	138	163	197
Tổng nợ ngắn hạn	74.0	164	176	207	251
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	4.56	1.80	1.93	2.27	2.74
Tổng nợ dài hạn	4.56	1.80	1.93	2.27	2.74
Tổng nợ phải trả	78.6	166	178	209	254
Vốn chủ sở hữu	1,016	1,249	1,671	2,084	2,670
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,016	1,249	1,671	2,084	2,670
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,094	1,416	1,849	2,294	2,924
BVPS (đ)	20,016	24,619	32,938	41,072	52,616
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(36.1)	(57.9)	(92.9)	(78.3)	(81.9)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBIT	499	605	697	831	1,032
Khấu hao	(53.5)	(54.4)	(36.3)	(36.3)	(36.3)
Lãi vay thuần	28.0	33.5	58.2	83.7	115
Thuế TNDN đã nộp	0	(23.4)	(48.0)	(83.1)	(103)
Thay đổi vốn lưu động	(12.2)	4.76	(6.93)	(40.0)	(56.1)
Khác	(27.5)	(32.8)	0.30	0.82	1.15
LCT thuần từ HKKD	504	591	662	728	893
Đầu tư TS dài hạn	(3.58)	(5.59)	(7.18)	(168)	(7.32)
Góp vốn & đầu tư	(603)	(1,170)	(432)	(284)	(592)
Thanh lý	473	846	0	0	0
Khác	26.5	32.0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(107)	(298)	(439)	(453)	(599)
Cổ tức trả cho CSH	(439)	(271)	(187)	(290)	(290)
Thu từ phát hành CP	12.2	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	0	0	0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(427)	(271)	(187)	(290)	(290)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	66.1	36.1	57.9	92.9	78.3
LCT thuần trong kỳ	(29.8)	22.4	35.0	(14.5)	3.53
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.30)	(0.52)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	36.0	57.9	92.9	78.3	81.9
Dòng tiền tự do	500	586	655	560	886

Các chỉ số tài chính	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	77.6	77.7	80.6	80.2	81.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	79.8	78.6	81.6	82.0	83.4
Tỷ suất LNT (%)	67.0	67.2	72.2	70.7	72.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.00	6.89	6.89	10.0	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(7.37)	21.1	7.07	17.7	21.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(6.78)	19.4	11.2	18.2	23.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(7.54)	21.4	15.2	15.2	24.2
Tăng trưởng EPS (%)	(8.38)	22.9	16.0	16.0	25.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(8.39)	23.1	16.1	16.0	25.4
Tăng trưởng DPS (%)	-	(62.5)	66.7	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	94.3	28.8	41.3	35.6	28.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	46.0	49.8	44.4	39.8	39.1
ROACE (%)	49.2	53.3	47.7	44.2	43.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.64	0.67	0.55	0.51	0.49
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.01	0.98	0.95	0.88	0.87
Số ngày tồn kho	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	555	608	683	668	701
Số ngày phải trả	11.7	14.6	16.9	16.5	17.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(3.50)	(4.08)	(5.12)	(3.34)	(2.67)
Nợ/tài sản (%)	0.05	0.48	0.40	0.38	0.36
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.52	5.18	7.49	7.85	9.08
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	10.2	8.10	7.06	5.76	4.32
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.8	10.3	8.65	7.03	5.18
P/E (lần)	17.1	13.9	12.0	10.3	8.23
P/E ĐC (lần)	18.4	15.0	12.9	11.1	8.87
P/B (lần)	7.22	5.87	4.39	3.52	2.75
Lợi suất cổ tức (%)	5.53	2.07	3.46	3.46	3.46

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn