



# CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS: HSX)



**BÁO CÁO LẦN ĐẦU**  
23/09/2019

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích  
tungna@kbsec.com.vn

**SCS hiện là đơn vị khai thác ga hàng hóa hàng không lớn thứ 2 tại cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất.**

**Doanh thu 6T/2019 đạt 361.8 tỷ VND, tăng 15.1% yoy; LNST 6T/2019 đạt 239.8 tỷ VND, tăng 20.9% yoy.**

**Động lực tăng trưởng đến từ việc đầu tư giai đoạn 2 ga hàng hóa, nâng công suất lên 350,000 tấn/năm.**

**SCS có lịch sử trả cổ tức cao**

**Rủi ro**

SCS hiện là đơn vị khai thác ga hàng hóa hàng không lớn thứ 2 tại cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất với thị phần đạt 35.3% năm 2018. Với quỹ đất trống còn nhiều cùng với việc TCS đã hoạt động hết công suất, dư địa để phát triển, gia tăng thị phần của SCS vẫn còn rất lớn.

6 tháng đầu năm 2019, doanh thu thuần đạt 361.8 tỷ VND, tăng 15.1% yoy nhờ số đơn hàng ở mảng khai thác sân ga tăng cũng như việc cải thiện giá cước. Biên lợi nhuận gộp đạt 79%, giảm nhẹ 0.5% đơn vị so với cùng kì. LNST 6 tháng đầu năm 2019 đạt 239.8 tỷ VND, tăng 20.9% yoy.

SCS dự kiến thực hiện đầu tư giai đoạn 2 ga hàng hóa nâng công suất từ 200,000 tấn/năm lên 350,000 tấn/năm. Việc mở rộng ga hàng hóa đảm bảo đáp ứng các nhu cầu phát sinh tăng thêm, qua đó duy trì tăng trưởng trong dài hạn của SCS.

SCS là doanh nghiệp có lịch sử chia trả cổ tức tỷ lệ cao trong một vài năm gần đây. Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt năm 2017 đạt 60%. SCS dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt 45% cho năm 2018, hiện tại đã chi trả đợt 1 37%.

Hoạt động kinh doanh của SCS gặp phải một số rủi ro sau: (1) Rủi ro căng thẳng thương mại Mỹ - Trung; (2) Rủi ro gián đoạn kinh doanh do sửa chữa đường bay; (3) Rủi ro cạnh tranh từ sân bay Long Thành.

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như cân đối đánh giá các tác động rủi ro có thể xảy ra, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu SCS. Giá mục tiêu cho năm 2020 là 171,700 VND/cp, cao hơn 3.8% so với giá ngày 20/09/2019.

## NẮM GIỮ

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>171,700 VND</b>
Tăng/giảm	3.80%
Giá hiện tại(29/03/2019)	165,400 VND
Giá mục tiêu	171,700 VND
Vốn hóa thị trường	7,997 tỷ VND (343.2 triệu USD)
Tỷ giá ngày 01/04/2019: 1USD = 23,300 VND	

Dự phóng kết quả kinh doanh

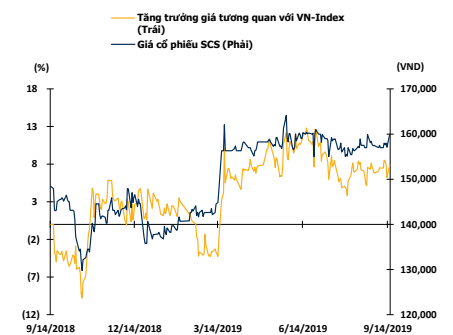
FY-End	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	588,317	675,369	752,668	849,118
Tốc độ tăng trưởng(%)	18.63%	14.80%	11.45%	12.81%
Lợi nhuận gộp(tỷ VND)	452,875	528,380	589,276	657,674
Biên lợi nhuận gộp (%)	76.98%	78.24%	78.29%	77.45%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	344,461	415,712	469,402	534,768
Tốc độ tăng trưởng(%)	40.47%	20.68%	12.92%	13.93%
EPS (VND)	6,025	7,271	8,210	9,353
Tăng trưởng EPS	31.13%	20.68%	12.92%	13.93%
P/E	26.56	22.01	19.49	17.11

### Thông tin giao dịch

Số lượng cổ phiếu lưu hành	49,985,700
KLGD TB(3M)	8,329
% sở hữu nước ngoài	24.23%

### % thay đổi giá

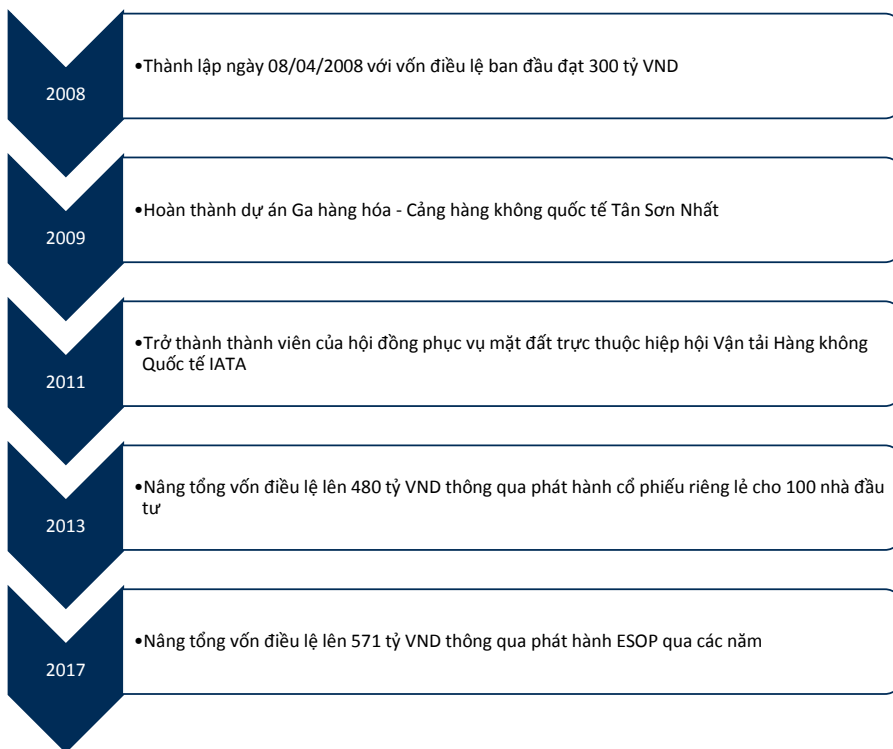
(%)	1M	3M	6M	12M
SCS	1.6%	0.0%	2.4%	7.8%
VNINDEX	1.0%	2.8%	-1.7%	-0.1%



Nguồn: KBSV

## I. THÔNG TIN TỔNG QUAN

### LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

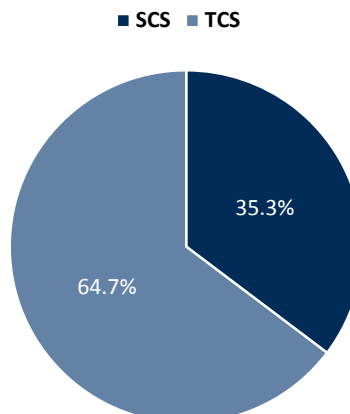


### SCS có thị phần đạt 35% tại cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất

### VỊ THẾ NGÀNH

SCS hiện là đơn vị khai thác ga hàng hóa hàng không lớn thứ 2 tại cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất với thị phần đạt 35.3% năm 2018. Hiện tại, chỉ có 2 doanh nghiệp duy nhất là SCS và TCS hoạt động khai thác ga hàng hóa tại sân bay Tân Sơn Nhất do nhu cầu chưa quá cao cùng với sự khan hiếm về địa điểm kinh doanh do sân bay Tân Sơn Nhất nằm ngay trong lòng thành phố. Tuy nhiên, riêng đối với SCS, công ty vẫn còn khả năng mở rộng khai thác với quỹ đất còn nhiều cùng với việc TCS đã hoạt động hết công suất thì dư địa để phát triển, gia tăng thị phần của SCS vẫn còn rất lớn.

Biểu đồ 1: Thị phần ga hàng hóa tại khu vực sân bay Tân Sơn Nhất



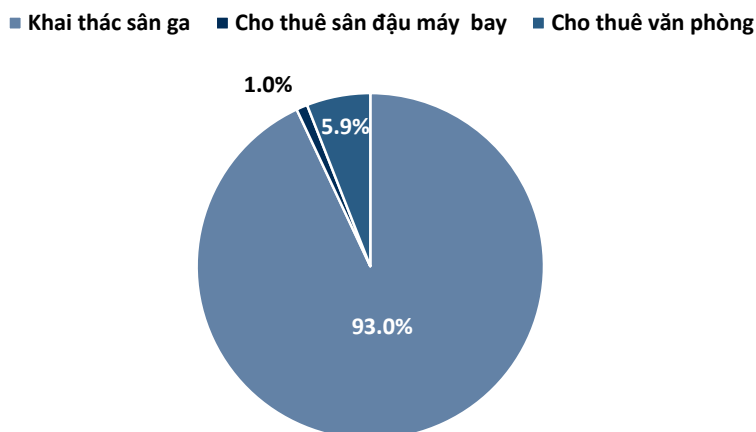
Nguồn: SCS, KBSV ước tính

SCS hoạt động ở 3 mảng bao gồm: (1) Khai thác sân ga; (2) Cho thuê sân đậu máy bay; (3) Cho thuê văn phòng.

## CƠ CẤU DOANH THU

SCS đang hoạt động trong mảng kinh doanh chính là khai thác ga hàng hóa với nguồn thu đến từ: (1) Khai thác sân ga; (2) Cho thuê sân đậu máy bay; (3) Cho thuê văn phòng. Năm 2018, mảng khai thác sân ga đóng góp 93% doanh thu; mảng dịch vụ cho thuê sân đậu máy bay đóng góp 1% và mảng cho thuê văn phòng đóng góp 5.9% doanh thu (Biểu đồ 2).

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu SCS 2018

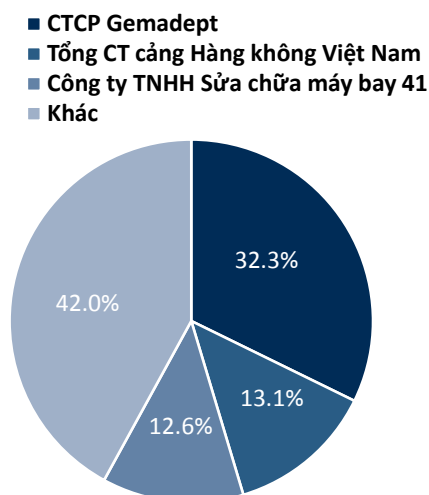


Nguồn: SCS

## CƠ CẤU SỞ HỮU

CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn có vốn điều lệ tính đến thời điểm kết thúc Q2/2019 là 571.76 tỷ VND trong đó cổ đông nước ngoài nắm giữ 24.14%, cổ đông nhà nước nắm giữ 13.12% còn lại là các cổ đông khác. CTCP Gemadept là cổ đông lớn nhất nắm giữ 32.3%; tiếp sau đó là tổng CT cảng Hàng không Việt Nam nắm giữ 13.1%. CT TNHH Sửa chữa Máy bay 41 nắm giữ 12.6% trong đó có 7.19 triệu cổ phiếu ưu đãi có được nhờ góp quyền khai thác khu đất 14.3 ha.

Biểu đồ 3: Cơ cấu sở hữu CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn



Nguồn: Fiinpro

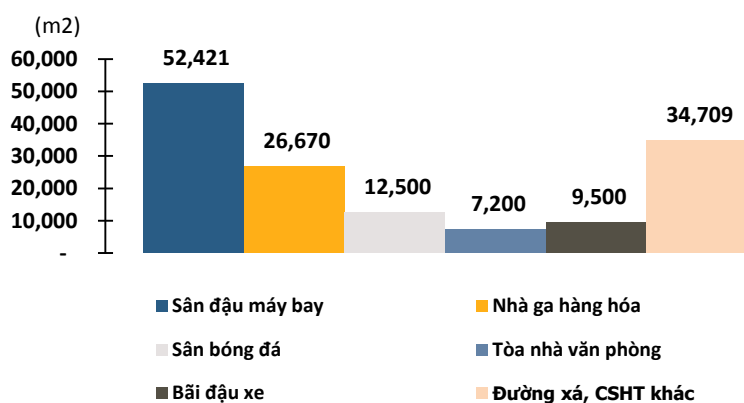
## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG

Hoạt động kinh doanh của SCS diễn ra trên khu đất 143,000 m<sup>2</sup> cạnh sân đậu sân bay Tân Sơn Nhất.

Tất cả các mảng hoạt động của SCS đều được diễn ra tại khu đất 143,000 m<sup>2</sup> nằm tiếp giáp bên đậu số 1, 2, 3 của sân đậu máy bay Tân Sơn Nhất. Khu đất là phần góp vốn của CT TNHH Sửa chữa máy bay 41 dưới dạng cổ phiếu ưu đãi, mỗi năm SCS sẽ trả cổ tức cố định 30 tỷ VND cho CT TNHH Sửa chữa máy bay 41 mà không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh. Khu đất này nhìn chung được chia thành 5 khu vực chính bao gồm: (1) Sân đậu máy bay; (2) Nhà ga hàng hóa; (3) Sân bóng đá; (4) Tòa nhà văn phòng; (5) Bãi đậu xe (Biểu đồ 4).

Biểu đồ 4: Bản đồ khu vực hoạt động của SCS



Nguồn: Google map, SCS, KBSV ước tính

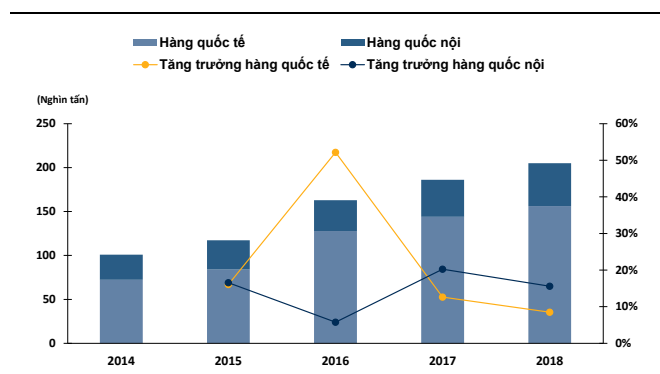
Hoạt động khai thác ga hàng hóa với công suất giai đoạn 1 đạt 200,000 tấn/năm đóng góp 93% tổng doanh thu.

Hoạt động khai thác ga hàng hóa đóng góp 93% tổng doanh thu của SCS trong năm 2018. Nhà ga hàng hóa của SCS có diện tích đạt 26,670 m<sup>2</sup>, bao gồm 2 khu vực chính là khu vực xuất hàng và khu vực nhận hàng nhằm phục vụ các dịch vụ liên quan đến lưu chuyển hàng hóa. Công suất thiết kế của ga hàng hóa là 200,000 tấn/năm (giai đoạn 1) và 350,000 tấn/năm (giai đoạn 2). Hiện SCS mới tiến hành khai thác ở giai đoạn 1, dự kiến sẽ bắt đầu đầu tư giai đoạn 2 năm 2020 sau khi đã lắp đầy công suất giai đoạn 1.

### Tổng sản lượng hóa và giá cước dịch vụ tăng trưởng ổn định trong các năm gần đây.

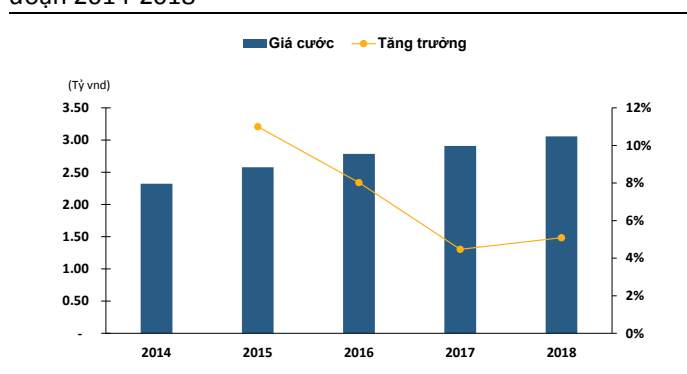
Doanh thu năm 2018 đạt 627 tỷ VND, tăng 16%, CAGR doanh thu 4 năm đạt 27.9%. Tổng sản lượng hàng hóa qua ga của SCS năm 2018 đạt 204.9 nghìn tấn, tăng 10.1% yoy, trong đó hàng quốc tế đóng góp 156.1 nghìn tấn, tăng 8.5% yoy; hàng quốc nội đóng góp 48.8 nghìn tấn, tăng 15.6% yoy (Biểu đồ 5). CAGR hàng hóa 4 năm đạt 19.4%. Trung bình giá cước/1,000 tấn hàng hóa của SCS năm 2018 đạt 3.06 tỷ VND, tăng 5% yoy, CAGR giá cước trung bình 4 năm đạt 7.1% (Biểu đồ 6). Giá cước liên tục tăng qua các năm chủ yếu nhờ vị thế đàm phán tốt do SCS hiện là đơn vị duy nhất còn công suất tại sân bay Tân Sơn Nhất.

Biểu đồ 5: Tăng trưởng sản lượng giai đoạn 2014-2018



Nguồn: SCS

Biểu đồ 6: Tăng trưởng giá cước/1,000 tấn hàng hóa giai đoạn 2014-2018



Nguồn: KBSV ước tính

### SCS cho thuê 52,421 m2 làm sân đậu máy bay với doanh thu đều đặn 7 tỷ/năm.

52,421 m2 khu vực gần đường bay được SCS cho thuê sân đậu máy bay, có khả năng chứa được 3 máy bay B747F và 5 máy bay A321 cùng một lúc. Hoạt động cho thuê đem lại doanh thu đều đặn 7 tỷ/năm trong giai đoạn 2015-2019. Dự kiến năm 2020, SCS sẽ kí lại hợp đồng mới đối với các hãng hàng không, tăng doanh thu lên 17 tỷ VND/năm.

### SCS đã cho thuê hết công suất khu tòa nhà văn phòng, đóng góp 42 tỷ VND doanh thu.

Khu tòa nhà văn phòng được xây dựng trên diện tích 7,200 m2 và đã được cho thuê hết công suất trong năm 2017 và 2018. Doanh thu năm 2018 đạt khoảng 40 tỷ VND, tăng 5% yoy nhờ tăng diện tích thuê và giá cho thuê tăng. Cụ thể, tổng diện tích văn phòng cho thuê là 6,304 m2, tăng 0.5% so với 2017. Giá cho thuê được cải thiện qua các năm, trong đó năm 2017 tăng 12.3% và 2018 tăng 4.7% do khu vực sân bay Tân Sơn Nhất khá khan hiếm mặt bằng cho thuê văn phòng. Đối với khu vực sân bóng và bãi đỗ xe tạo ra doanh thu không đáng kể, khoảng hơn 1 tỷ VND/năm. SCS có kế hoạch xây tiếp khu văn phòng số 2 vào cuối năm 2019, đầu năm 2020 trên phần đất đang kinh doanh sân bóng.

**Doanh thu năm 2018 đạt 675 tỷ VND, tăng 14.8% yoy; LNST năm 2018 đạt 416 tỷ VND, tăng 20.7% yoy.**

**Hoạt động quản lý chi phí hiệu quả, tốc độ tăng chi phí thấp hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu.**

**Doanh thu 6T/2019 đạt 361.8 tỷ VND, tăng 15.1% yoy; LNST 6T/2019 đạt 239.8 tỷ VND, tăng 20.9% yoy.**

**SCS sở hữu lượng tiền mặt lớn tương đương 16% tổng tài sản.**

**Tỷ lệ nợ/tổng tài sản thấp, đạt 8%, SCS không phát sinh nợ vay với ngân hàng.**

### III. KẾT QUẢ KINH DOANH & TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh thu thuần năm 2018 đạt 675 tỷ VND, tăng 14.8% yoy, CAGR doanh thu 4 năm đạt 25.1% (Biểu đồ 7). Động lực tăng trưởng đến từ mảng khai thác sân ga với doanh thu tăng 16% trong khi đó doanh thu mảng cho thuê văn phòng tăng nhẹ 5% còn mảng thuê sân đậu không thay đổi. Biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 78.2%, tăng 1.2% đơn vị, chủ yếu nhờ sự cải thiện biên gộp ở mảng khai thác sân ga tăng từ 77.3% lên 78.6%. Hoạt động kinh doanh của SCS không phát sinh chi phí bán hàng, trong khi đó chi phí quản lý doanh nghiệp thay đổi không đáng kể trong 3 năm gần đây, duy trì ở mức 10% tổng doanh thu (Biểu đồ 8). Lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt 416 tỷ VND, tăng 20.7% yoy, CAGR LNST 4 năm đạt 45.7% (Biểu đồ 9).

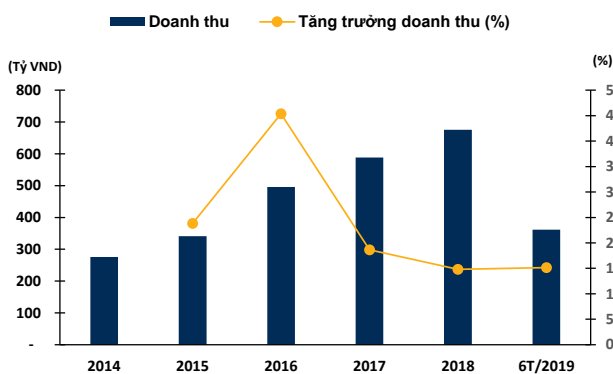
Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn nhất, đạt 41% trong chi phí sản xuất kinh doanh của SCS, tiếp sau đó là chi phí Khấu hao và chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 26%. Chi phí trong hoạt động sản xuất kinh doanh của SCS trong 3 năm gần đây đều tăng chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh thu. Chi phí khấu hao không thay đổi trong các năm vừa qua do SCS không đầu tư thêm tài sản cố định, trong khi đó các chi phí khác hầu như tăng không đáng kể. Hoạt động quản lý chi phí tốt góp phần tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh, cải thiện biên lợi nhuận gộp cho SCS.

6 tháng đầu năm 2019, doanh thu thuần đạt 361.8 tỷ VND, tăng 15.1% yoy nhờ số đơn hàng ở mảng khai thác sân ga tăng cũng như việc cải thiện giá cước. Biên lợi nhuận gộp đạt 79%, giảm nhẹ 0.5% đơn vị so với cùng kì. LNST 6 tháng đầu năm 2019 đạt 239.8 tỷ VND, tăng 20.9% yoy.

Tổng tài sản của SCS tính đến hết Q2/2019 đạt 946.7 tỷ VND, tăng 3.2% so với đầu kì. Tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản, chiếm 54.6%. Đặc biệt, SCS hiện sở hữu lượng tiền lớn bao gồm 41.8 tỷ VND tiền mặt và 110 tỷ tiền gửi có kì hạn. Việc sở hữu lượng tiền lớn sẽ giúp tình hình tài chính của SCS không bị biến động quá nhiều trong trường hợp tiến hành đầu tư nhà ga hàng hóa giai đoạn 2 và tòa nhà văn phòng 2.

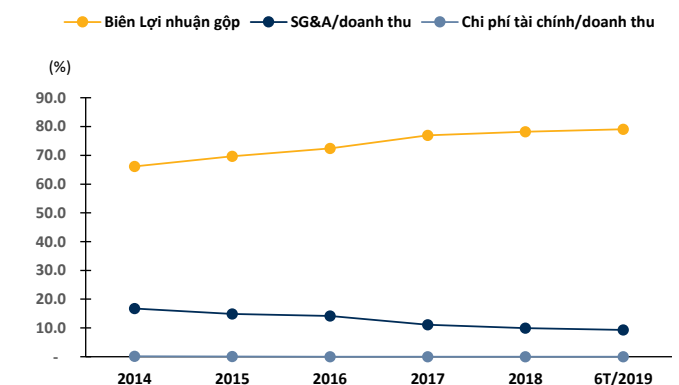
SCS có cơ cấu nợ rất an toàn, tỷ lệ nợ/tổng tài sản tính đến hết Q2/2019 chỉ đạt 8%, trong đó chủ yếu là các khoản phải trả người bán, người lao động và các quỹ, đặc biệt SCS không phát sinh nợ vay ngắn dài hạn, hoạt động hoàn toàn dựa trên vốn tự có và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (Biểu đồ 10).

Biểu đồ 7: Tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2014-2019



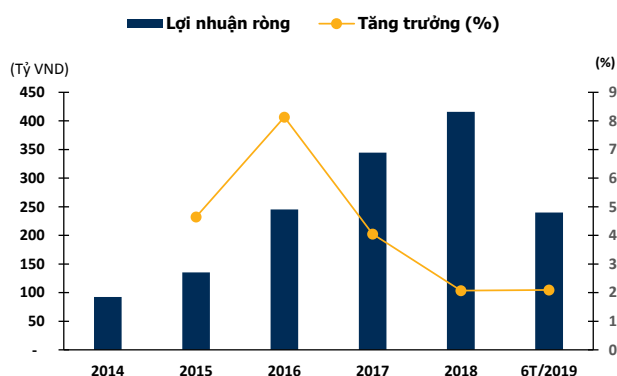
Nguồn: SCS

Biểu đồ 8: Biên lợi nhuận gộp & Chi phí 2014-2019



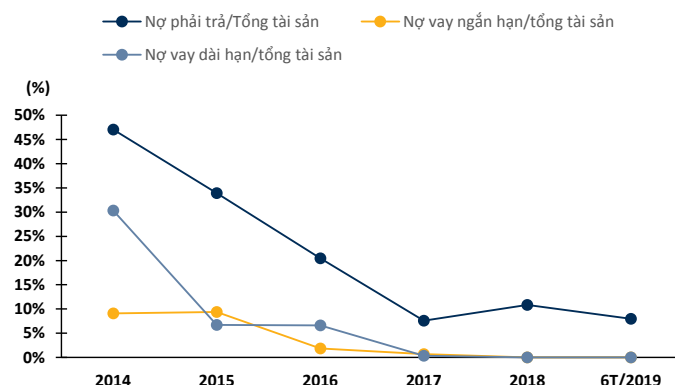
Nguồn: SCS

Biểu đồ 9: Tăng trưởng LNST giai đoạn 2014-2019



Nguồn: SCS, HVN

Biểu đồ 10: Cơ cấu nợ giai đoạn 2014-2019



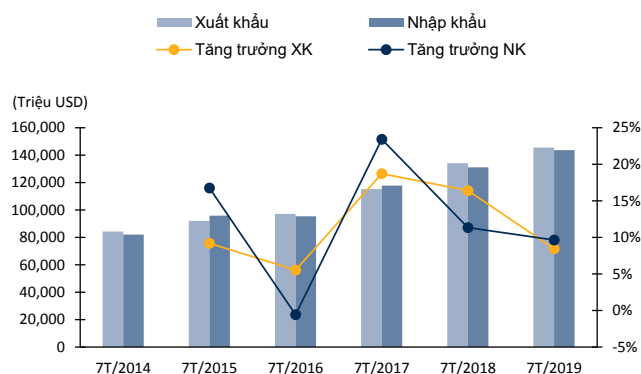
Nguồn: SCS

#### IV. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Triển vọng tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu là động lực cho ngành vận tải hàng không.**

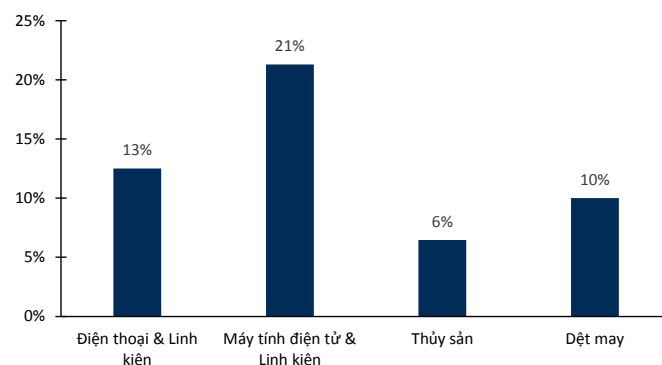
Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam duy trì tăng trưởng đều đặn trong những năm vừa qua với CAGR xuất khẩu 4 năm đạt 12.9%, CAGR nhập khẩu 4 năm đạt 12.36%. 7T/2019, tổng giá trị hàng xuất khẩu đạt 145.5 tỷ USD, tăng 8.5% yoy; tổng giá trị hàng nhập khẩu đạt 143.7 tỷ USD, tăng 9.7% yoy (Biểu đồ 11). Một số sản phẩm thường được vận chuyển qua đường hàng không có tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu cao bao gồm các nhóm sản phẩm có giá trị cao, dễ hư hỏng như nhóm hàng điện thoại, máy tính điện tử hoặc cần thời gian vận chuyển nhanh để đảm bảo chất lượng, xu hướng thị trường như hàng thủy sản, dệt may (Biểu đồ 12). Trong thời gian tới, các yếu tố vĩ mô tích cực như việc kí kết các hiệp định FTA sẽ là yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu, là động lực lớn cho sự phát triển của ngành vận tải hàng không nói chung và ngành khai thác ga hàng hóa hàng không nói riêng.

Biểu đồ 11: Tăng trưởng kim ngạch Xuất Nhập khẩu 2014-2019



Nguồn: GSO

Biểu đồ 12: CAGR 4 năm sản lượng xuất khẩu một số nhóm ngành sử dụng vận tải hàng không



Nguồn: GSO, KBSV ước tính

**SCS có lợi thế độc quyền khai thác ga Hàng hóa tại khu vực cảng Hàng không Tân Sơn Nhất.**

SCS cùng với TCS là 2 doanh nghiệp duy nhất có hoạt động khai thác ga hàng hóa tại khu vực sân bay Tân Sơn Nhất. Hiện tại, TCS đã hoạt động hết công suất, hầu như chỉ nhận thêm đơn hàng từ các khách hàng cũ và SCS sẽ nhận được hợp đồng đối với các khách hàng mới có nhu cầu sử dụng dịch vụ tại sân bay Tân Sơn Nhất. Bên cạnh đó, khác với khu vực cảng hàng không Nội Bài có nhiều diện tích đất trống để mở ga hàng hóa, sự khan hiếm về quỹ đất tại sân bay Tân Sơn Nhất khiến cho khả năng có thêm đối thủ cạnh tranh của SCS là không cao.

**Động lực tăng trưởng đến từ việc đầu tư giai đoạn 2 ga hàng hóa, nâng công suất lên 350,000 tấn/năm.**

SCS dự kiến thực hiện đầu tư giai đoạn 2 ga hàng hóa nâng công suất từ 200,000 tấn/năm lên 350,000 tấn/năm. Chi phí đầu tư dự kiến đạt 230 tỷ VND sử dụng nguồn vốn có được từ hoạt động sản xuất kinh doanh. Việc mở rộng ga hàng hóa đảm bảo đáp ứng các nhu cầu phát sinh tăng thêm, qua đó duy trì tăng trưởng trong dài hạn của SCS. Ngoài ra, trong năm 2020, SCS có kế hoạch đầu tư xây dựng khu nhà văn phòng số 2 để cho thuê trên khu vực đất sân bóng. Hiện tại, dự án đang trong quá trình xin giấy phép và chưa có thông tin chi tiết, tuy nhiên trong trường hợp dự án được triển khai và có quy mô tương tự với khu văn phòng số 1, SCS sẽ ghi nhận thêm lợi nhuận khoảng 30 – 40 tỷ VND từ dự án này mỗi năm.

**SCS đang có kế hoạch mua bán & sáp nhập với một công ty hoạt động khai thác ga hàng hóa tại sân bay Nội Bài.**

SCS đang trong quá trình đàm phán để tiến hành mua bán & sáp nhập với một công ty hoạt động khai thác ga hàng hóa tại sân bay Quốc tế Nội Bài. Khu vực này hiện có 3 đối thủ cạnh tranh bao gồm: CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCT), CTCP Dịch vụ Hàng hóa Hàng không (ACSV) và CTCP Logistics Hàng không (ALS). Hiện tại chưa có thông tin cụ thể về công ty đang đàm phán với SCS tuy nhiên chúng tôi đánh giá cao khả năng là CTCP dịch vụ Hàng hóa Hàng không (ACSV) do ACS và ACSV đều có mối liên hệ mật thiết với ACV (ACV hiện nắm giữ 20% cổ phần ở ACSV và 15% cổ phần ở SCS). Thương vụ M&A nếu thành công sẽ đem lại động lực tăng trưởng trong dài hạn mới cho SCS khi tiềm năng cho mảng Logistics tại khu vực phía bắc là rất lớn với nhiều khu công nghiệp đang hoạt động, đặc biệt là Samsung và các công ty vệ tinh.

**SCS có lịch sử trả cổ tức cao trong thời gian gần đây, dự kiến sẽ tiếp tục duy trì trong các năm tới.**

SCS là doanh nghiệp có lịch sử chia trả cổ tức tỷ lệ cao trong một vài năm gần đây. Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt năm 2017 đạt 60% tương đương tỷ lệ cổ tức/lợi nhuận sau thuế đạt 87%. SCS dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt 45% cho năm 2018, hiện tại đã chi trả đợt 1 37%. Với dòng tiền mạnh mẽ và không phát sinh nợ vay trong hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng SCS sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao trong các năm tới.



## V. RỦI RO

Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của SCS sẽ chịu một số rủi ro chính như sau:

### **Diễn biến căng thẳng thương mại Mỹ - Trung gây bất lợi cho hoạt động Xuất Nhập Khẩu.**

Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung đang diễn ra ngày một phức tạp. Ngày 23/08/2019, Mỹ áp mức thuế nhập khẩu 15% lên số hàng hóa giá trị 110 tỷ USD của Trung Quốc, nâng tổng giá trị hàng hóa bị tăng thuế lên 550 tỷ USD. Ở góc độ tích cực, Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ việc định hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng của Mỹ và các công ty đa quốc gia chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam. Tuy nhiên, về dài hạn, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung sẽ gây ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế thế giới và Việt Nam khó tránh được các ảnh hưởng tiêu cực. Nếu suy thoái kinh tế thế giới diễn ra, kim ngạch xuất nhập khẩu bị ảnh hưởng và sẽ tác động tiêu cực trực tiếp lên ngành Logistic nói chung và hoạt động kinh doanh của SCS nói riêng.

### **Quá tải tại sân bay Tân Sơn Nhất gây ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng chuyển bay, qua đó tác động tiêu cực đến tăng trưởng doanh thu của SCS.**

Tăng trưởng số chuyến bay của các hãng máy bay có ảnh hưởng trực tiếp đến tổng sản lượng hàng hóa qua đường hàng không. Với số lượng máy bay và số chuyến bay tăng, chi phí vận tải/một tấn hàng hóa sẽ giảm do nguồn cung tăng qua đó kích thích hoạt động vận chuyển bằng đường hàng không. Kết quả tích cực của SCS trong những năm vừa qua có sự góp sức không nhỏ từ việc tăng trưởng đội bay của các hãng và tốc độ tăng số chuyến bay cao (Năm 2018, tổng số chuyến bay toàn thị trường đạt 181.2 nghìn chuyến bay, tăng 9.1% yoy, năm 2017 tăng 11.3% yoy). Tuy nhiên, hiện tại sân bay Tân Sơn Nhất đã quá tải dẫn tới việc tăng số lượng chuyến bay trong 6 tháng đầu năm 2019 gặp nhiều khó khăn, chỉ tăng 2.4% yoy mặc dù có thêm sự đóng góp của Bamboo Airline. Chúng tôi không đánh giá cao việc mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất trong trung hạn là khả thi khi các giải pháp đưa ra đều tốn nhiều nguồn lực và thời gian, qua đó sẽ có tác động tiêu cực đến tăng trưởng chuyển bay chung của ngành hàng không và tăng trưởng doanh thu của SCS.

### **Kế hoạch sửa chữa đường bay tại sân bay Tân Sơn Nhất làm gián đoạn hoạt động kinh doanh của SCS.**

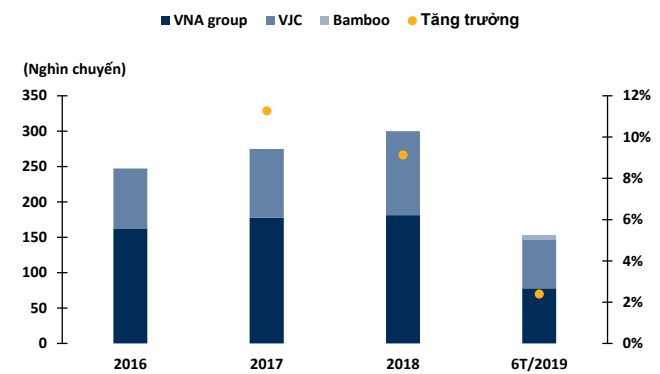
Đường cất/hạ cánh 25R/07L của sân bay Tân Sơn Nhất đã xuống cấp nghiêm trọng trong thời gian qua do khai thác vượt công suất và sử dụng khai thác máy bay có tải trọng và áp suất bánh lớn hơn so với thiết kế đường bay. Bộ GTVT kiến nghị trước mắt Bộ Tài Chính cho phép ACV sử dụng nguồn tài chính của mình tiến hành sửa chữa trước. Nếu tiến hành bảo trì, nhiều khả năng sẽ dừng hoạt động từng phần đường bay để sửa chữa, qua đó sẽ làm giảm số chuyến bay cất/hạ cánh tại Tân Sơn Nhất, ảnh hưởng trực tiếp đến tổng sản lượng hàng hóa khai thác của SCS. Hiện tại chưa có kế hoạch chi tiết về việc sửa chữa đường bay, chúng tôi sẽ cập nhật khi có thông tin mới.

### **Trong dài hạn, SCS chịu áp lực cạnh tranh từ phía các doanh nghiệp khai thác ga hàng hóa tại sân bay Long Thành.**

Trong dài hạn, sân bay Long Thành đi vào hoạt động kéo theo sự chuyển dịch một phần lượng hàng hóa từ sân bay Tân Sơn Nhất. Hạn chế lớn của các ga hàng hóa Tân Sơn Nhất là mật độ giao thông cao, thường xuyên ùn tắc, thiết kế cũ không thuận tiện cho việc vận chuyển hàng hóa. Sự xuất hiện của sân bay Long Thành với công suất giai đoạn 1 dự kiến khoảng 1.2 triệu tấn hàng hóa/năm, thiết kế hiện đại sẽ hút lượng hàng lớn, đặc biệt là hàng hóa về các khu công nghiệp ở Đồng Nai, Vũng Tàu, làm sụt giảm doanh thu của SCS. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá hoạt động SCS sẽ không chịu tác động ngay do hợp đồng với các hãng quốc tế thường kéo dài 3 năm. Bên cạnh đó, SCS không loại trừ khả năng xin được giấy phép hoạt động tại khu vực sân bay Long Thành do đã có kinh nghiệm và lịch sử hoạt động

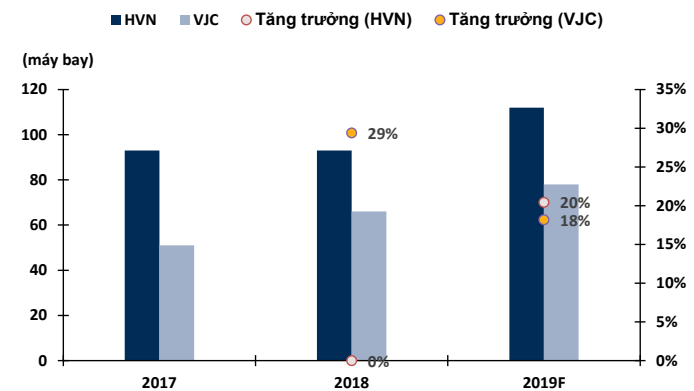
kinh doanh tốt tại sân bay Tân Sơn Nhất.

Biểu đồ 13: Tăng trưởng chuyến bay của Việt Nam giai đoạn 2016-2019



Nguồn: CAAV

Biểu đồ 14: Tăng trưởng đội bay của HVN và VJC 2017 – 2019F



Nguồn: VJC, HVN, KBSV tổng hợp.

## VI. ĐỊNH GIÁ

### DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2019-2020

**Lợi nhuận sau thuế của SCS năm 2019 dự kiến đạt 6,061 tỷ VND, tăng 16.2% yoy, EPS forward đạt 10,173 VND/cp.**

Năm 2019 và năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu của SCS đạt 754 tỷ VND và 849 tỷ VND, lần lượt tăng 11.6% yoy và 12.8% yoy dựa trên các yếu tố:

Doanh thu mảng khai thác ga hàng hóa duy trì tăng trưởng 12%/năm với sản lượng tăng 10%/năm và giá dịch vụ tăng 2%/năm.

Doanh thu mảng cho thuê sân đậu không thay đổi trong năm 2019, bước sang năm 2020 điều chỉnh tăng thêm 10 tỷ VND/năm do kí mới hợp đồng cho thuê.

Doanh thu mảng cho thuê văn phòng tăng 2%/năm do nhu cầu khan hiếm về diện tích cho thuê văn phòng tại khu vực sân bay Tân Sơn Nhất và SCS thường kí mới hợp đồng mỗi năm.

Hiện tại chưa có kế hoạch cụ thể về dự án đầu tư xây dựng khu văn phòng 2 nên chúng tôi chưa đưa dự án này vào trong dự phóng.

Lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 527 tỷ VND năm 2019 và 600 tỷ VND năm 2020. LNST của công ty mẹ dự kiến đạt 469 tỷ VND năm 2019 và 535 tỷ VND năm 2020, tăng lần lượt 12.9% yoy và 13.9% yoy.

Bảng 15: Dự phóng kết quả kinh doanh 2019-2020

Tỷ VND	2016	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	496	588	675	753	849
Giá vốn hàng bán	137	135	147	163	191
Lợi nhuận gộp	359	453	528	589	658
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	70	66	67	68	69
Chi phí/lợi nhuận tài chính	15	10	8	8	15
Lợi nhuận từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	275	384	467	527	600
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	245	344	416	469	535

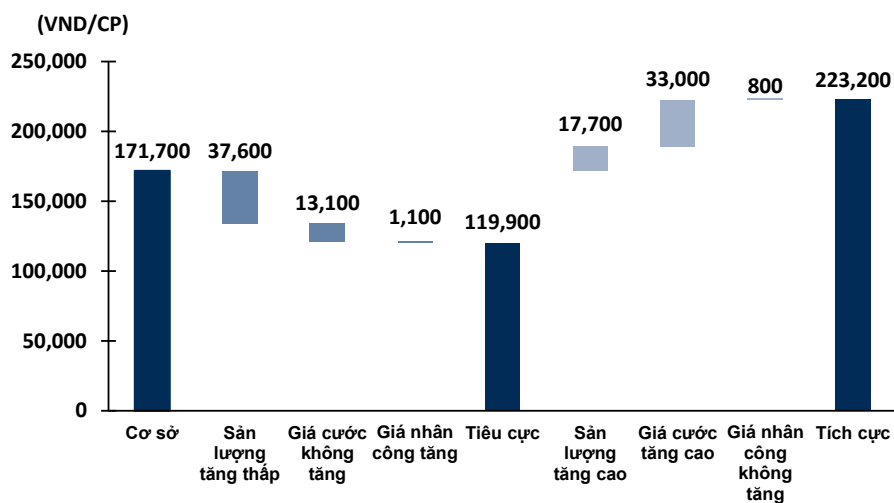
Source: KBSV

### ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (FCFE) và chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) để định giá cổ phiếu SCS. Kết quả kinh doanh và giá trị thực của cổ phiếu chịu ảnh hưởng lớn từ sự biến động của sản lượng đầu ra và mức giá dịch vụ. Mức giá hợp lý của SCS cho năm 2020 theo giả định cơ sở đạt 171,700 VND/cp, giả định tiêu cực đạt 119,900 VND/cp và giả định tích cực đạt 223,200 VND/cp (Biểu đồ 16).

Chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng của SCS còn lớn với triển vọng phát triển của hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam cùng với việc SCS nâng cao công suất thiết kế cho ga hàng hóa. Tuy nhiên, nhiều rủi ro hiện hữu liên quan đến việc sân bay Tân Sơn Nhất quá tải và sự xuất hiện của sân bay Long Thành sẽ gây nhiều trở ngại cho hoạt động của SCS. Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như cân đối đánh giá các tác động rủi ro có thể xảy ra, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu SCS. Giá mục tiêu cho năm 2020 là 171,700 VND/cp, cao hơn 3.8% so với giá ngày 20/09/2019.

Biểu đồ 16: Giá dự phóng cổ phiếu SCS theo các giả định



Nguồn: KBSV dự phóng

Bảng 17: Giả định theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFE-FCFF)

Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí vốn chủ sở hữu	11.38%
WACC	11.05%
Lãi suất phi rủi ro	4.70%
Phần bù rủi ro	9.20%
Hệ số Beta	0.73
Tăng trưởng dài hạn	1%
Thời gian dự phóng	7 năm

Nguồn: KBSV

Bảng 18: Định giá SCS

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	167,774	50%	83,887
FCFE	175,708	50%	87,854
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>171,700</b>

Nguồn: KBSV

## PHỤ LỤC

## Thông tin tài chính

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2016	2017	2018	Q2/2019	(Tỷ VND)	2016	2017	2018	Q2/2019
Doanh số thuần	495.91	588.32	675.37	361.78	TÀI SẢN NGẮN HẠN	162.85	236.25	213.39	264.97
Giá vốn hàng bán	136.90	135.44	146.99	75.79	Tiền và tương đương tiền	91.58	47.31	47.32	41.85
Lãi gộp	359.01	452.87	528.38	285.99	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	10.00	124.00	30.00	110.00
Thu nhập tài chính	1.94	5.02	7.95	4.96	Các khoản phải thu	59.82	63.31	132.69	72.63
Chi phí tài chính	13.39	5.20	0.34	0.11	Hàng tồn kho, ròng	0.00	0.00	0.00	0.01
Trong đó: Chi phí lãi vay	12.56	3.59	0.15	0.00	TÀI SẢN DÀI HẠN	804.29	753.39	703.19	681.73
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0.00	0.00	0.00	0.00	Phải thu dài hạn	3.29	0.22	0.02	0.02
Chi phí bán hàng	0.00	0.00	0.00	0.00	Tài sản cố định	620.80	578.42	535.52	516.24
Chi phí quản lý doanh nghiệp	70.30	65.57	67.18	33.72	Giá trị ròng tài sản đầu tư	107.10	100.50	100.47	97.83
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	277.27	387.13	468.81	257.11	Tài sản dở dang dài hạn	4.13	6.81	0.67	0.76
Thu nhập khác	0.24	0.89	0.32	0.05	Đầu tư dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Chi phí khác	2.15	3.57	2.43	1.22	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>967.14</b>	<b>989.63</b>	<b>916.58</b>	<b>946.69</b>
Thu nhập khác, ròng	1.91	-2.69	-2.10	-1.17	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>197.88</b>	<b>75.24</b>	<b>99.34</b>	<b>75.44</b>
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00	Nợ ngắn hạn	71.98	54.41	87.29	62.41
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	275.36	384.44	466.71	255.94	Phải trả người bán	8.57	3.49	5.44	5.99
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	30.13	39.98	51.00	16.20	Người mua trả tiền trước	0.07	0.45	0.34	0.06
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	245.23	344.46	415.71	239.75	Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	6.75	6.60	7.05	3.78
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	0.00	Vay ngắn hạn	17.81	6.74	0.00	0.00
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	245.23	344.46	415.71	239.75	Nợ dài hạn	125.90	20.83	12.05	13.04
					Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
					Doanh thu chưa thực hiện	13.60	7.00	0.00	0.00
					Vay dài hạn	63.93	3.36	0.00	0.00
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>769.26</b>	<b>914.39</b>	<b>817.24</b>	<b>871.25</b>
					Vốn góp	533.77	571.76	571.76	571.76
					Thặng dư vốn cổ phần	11.71	20.70	20.70	20.70
					Lãi chưa phân phối	219.23	319.84	216.15	270.16
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Q2/2019</b>	<b>Chỉ số chính</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Q2/2019</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	72.39%	76.98%	78.24%	78.09%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBITDA	69.19%	75.33%	76.47%	75.77%	P/E	34.17	26.06	22.73	19.64
Tỷ suất EBIT	58.22%	65.83%	68.29%	68.14%	P/E pha loãng	34.17	26.06	21.59	19.64
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	55.53%	65.35%	69.10%	69.13%	P/B	10.89	9.82	10.98	10.30
Tỷ suất lãi hoạt động KD	55.91%	65.80%	69.42%	69.44%	P/S	16.90	15.26	13.29	12.41
Tỷ suất lợi nhuận thuần	49.45%	58.55%	61.55%	63.21%	P/Tangible Book	10.97	9.91	11.06	10.35
					P/Cash Flow	28.30	23.96	21.16	53.85
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	24.39	20.17	17.29	16.30
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	28.99	23.08	19.36	18.13
					<b>Khả năng sinh lời</b>				
					ROE%	35.58	40.92	48.01	52.10
					ROA%	25.96	35.21	43.62	47.73
					ROIC%	33.93	41.89	56.43	40.16
					<b>Cấu trúc tài chính</b>				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.27	0.87	0.54	0.67
					Tỷ suất thanh toán nhanh	2.10	2.03	2.06	4.25
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.26	4.34	2.44	4.25
					Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.08	0.00	0.00	0.00
					Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.07	0.00	0.00	0.00
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.11	0.01	0.00	0.00
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.08	0.01	0.00	0.00
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.09	0.06	0.11	0.07
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.07	0.05	0.10	0.07
					Tổng công nợ/Vốn CSH	0.26	0.08	0.12	0.09
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.20	0.08	0.11	0.08
					<b>Chỉ số hoạt động</b>				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	11.96	11.10	10.60	10.54
					Hệ số quay vòng HTK	64,059.43	32,573.46	43,163.01	33,399.50
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	20.79	22.45	32.91	27.98

Source: Fiipro

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư****Mua:** +15% hoặc cao hơn**Nắm giữ:** trong khoảng +15% và -15%**Bán:** -15% hoặc thấp hơn**KHUYẾN CÁO**

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. 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 KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV 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 độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)****Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Sài Gòn**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**LIÊN HỆ****Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276**Hotmail:****Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)