

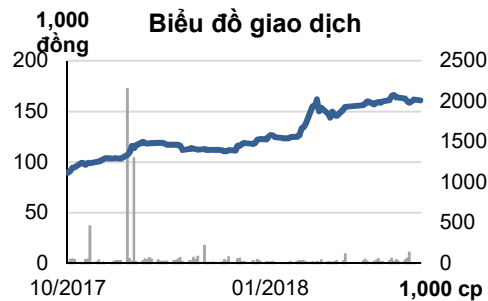
SCS (UPCOM)

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn

Đánh giá

TĂNG TỶ TRỌNG

Dịch vụ hàng không	
Giá thị trường (VND):	161,000
Giá mục tiêu (VND) :	181,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	13%
Suất sinh lợi cổ tức:	3%
Suất sinh lợi bình quân năm:	16%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	36%	5%	46%	#N/A
Tương đối	18%	-5%	24%	#N/A

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thông kê

19/03/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	71.0k-166.5k
SL lưu hành (triệu cp)	57
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,268
Vốn hóa (triệu USD)	407
% khối ngoại sở hữu	18%
SL cp tự do (triệu cp)	57
KLGD TB 3 tháng (cp)	141,594
VND/USD	22,776
Index: VNIndex / HNX	1,159/134

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

19/03/2018

CTCP Gemadept	36.9%
Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam - ACV	15.0%
CTCP Thương mại Dịch vụ Đầu tư Sài Gòn Hàng không	11.4%

Nguồn: Stoxplus

Võ Hoàng Bảo

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

Bao.vh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Hàng hóa hàng không Việt Nam được kỳ vọng tăng trưởng trung bình 6.6-7%/năm đến 2035 từ tăng trưởng nền kinh tế, hoạt động xuất nhập khẩu (FTA, FDI), gia tăng thu nhập bình quân. Trong đó, tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua sân bay Tân Sơn Nhất kỳ vọng đạt 13-15% hàng năm trong giai đoạn 2018-2020.
- SCS có lợi thế cạnh tranh độc nhất: là cảng hàng hóa hàng không duy nhất ở sân bay Tân Sơn Nhất (trong số 2 cảng tại đây) có khả năng gia tăng công suất cảng, kho và bãi đáp; đồng thời là cảng hàng hóa duy nhất tại có chuỗi logistics cho hàng lạnh tại TSN. Do đó, phần lớn mặt hàng này được vận chuyển thông qua SCS (chiếm 15% tổng sản lượng SCS năm 2017).
- Khả năng gia nhập của các đối thủ mới tại TSN gần bằng không, và đối thủ hiện tại (TCS) đã hoạt động hết công suất (chưa thể mở rộng). Do đó, lợi thế độc quyền của SCS vẫn giữ vững.
- Khả năng sinh lợi cao (BLN ròng 2017 đạt 58.5%) và năng lực tài chính mạnh.
- Năm 2017: Sản lượng hàng hóa của SCS đạt mức 186k tấn (+15.5%/n/n); doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 588 tỷ (+19%/n/n) và 344 tỷ (+40%/n/n); EPS đạt 6,547 tỷ (+37%/n/n).
- SCS dự định sẽ chuyển sàn niêm yết từ UpCOM sang HOSE trong nửa đầu 2018.

Rủi ro:

- Tiến độ dự án (xây mới, mở rộng) và hoạt động của SCS phụ thuộc lớn vào quy hoạch mới của Chính phủ đối với sân bay TSN.
- Các rủi ro khác bao gồm biến động tỷ giá hoặc các vấn đề về an toàn hàng không.
- Mức định giá hiện tại của SCS tương đối cao.

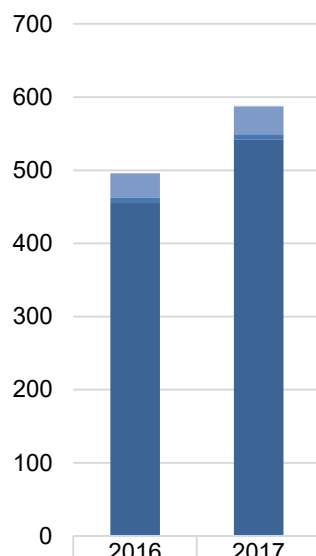
Khuyến nghị:

Chúng tôi giữ kỳ vọng tích cực đối với tăng trưởng dự kiến của SCS vì những lợi thế cạnh tranh sẽ đủ để hỗ trợ cho tăng trưởng đến 2020. Chúng tôi định giá cổ phiếu của SCS ở mức **181k đồng/cp** vào cuối 2018. Mức lợi nhuận kỳ vọng đạt **16%** (bao gồm 3% suất sinh lợi cổ tức) so với thị giá hiện tại **161k/cp**. Khuyến nghị: **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
DT Thuần (tỷ đồng)	496	588	683	802
Tăng trưởng (%)	45%	19%	16%	17%
LN hoạt động (tỷ đồng)	289	387	531	635
Biên lợi nhuận (%)	58%	66%	78%	79%
LNST (tỷ đồng)	245	344	477	578
Biên lợi nhuận (%)	49%	59%	70%	72%
SLCP lưu hành (triệu cp)*	46	50	50	50
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,783	6,547	9,066	10,990
Tăng trưởng (%)	39%	-7%	2%	2%
ROE (%)	36%	41%	47%	46%
Nợ ròng/VCSH (%)	2%	-18%	-36%	-38%
PE (x)	33.7	24.6	17.8	14.7
PB (x)	9.7	8.8	7.3	5.7
EV/EBITDA (x)	23.5	17.8	13.0	10.7
Cổ tức (VND)	3,000	4,000	5,000	5,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1.7%	2.5%	3.1%	3.1%

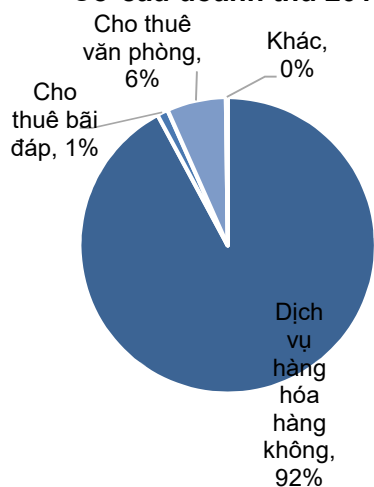
* Chưa tính đến 7.2 triệu cổ phiếu ưu đãi cổ tức của A41.

Cơ cấu doanh thu



Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017
Khác	0	1
Cho thuê văn phòng	33	38
Cho thuê bãi đáp	7	7
Dịch vụ hàng hóa hàng không	455	542

Cơ cấu doanh thu 2017



2017 kết quả kinh doanh ấn tượng

Mức tăng trưởng của sản lượng hàng hóa và kết quả kinh doanh của SCS trong 2017 khá tương đồng với dự phóng trước của chúng tôi: Tổng sản lượng năm 2017 đạt 186,140 tấn (+15.5%/n/n), trong đó lượng hàng quốc tế đạt 143,915 tấn (+14%/n/n), đóng góp 77% tổng sản lượng. Nhà ga hàng hóa của SCS hiện hoạt động ở mức 93% công suất thiết kế (giai đoạn 1). Với tổng sản lượng hàng hóa qua sân bay Tân Sơn Nhất trong 2017 ước tính đạt 538,200 tấn, thị phần của SCS đã gia tăng từ 30% trong 2016 lên 35% trong 2017.

Đơn vị: Tấn	11T.2016	11T.2017	Tăng trưởng (%n/n)	2016	2017	Tăng trưởng (%n/n)
Hàng nội địa	32,830	37,844	15%	35,115	42,225	20%
Hàng quốc tế	114,955	131,058	14%	126,103	143,915	14%
Tổng sản lượng	147,785	168,902	14%	161,218	186,140	15.5%

Nguồn: SCS, KISVN

Từ tăng trưởng mạnh mẽ về sản lượng, doanh thu từ dịch vụ hàng hóa (đóng góp 92% tổng doanh thu 2017) đạt 542 tỷ (+19%/n/n). Bên cạnh đó, tổng chi phí hoạt động trong 2017 giảm 2% so với cùng kỳ xuống còn 201 tỷ. Trong đó, chi phí nhân công và chi phí dịch vụ mua ngoài (phần lớn cũng là chi phí thuê nhân công) chiếm lần lượt 39% và 27% tổng chi phí hoạt động.

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	Tăng trưởng (%n/n)
Dịch vụ hàng hóa hàng không	455	542	19%
Giá phí dịch vụ trung bình (triệu đồng/tấn)	2.82	2.91	3%
Cho thuê sân đậu máy bay	7	7	0%
Cho thuê văn phòng	33	38	14%
Khác	0	1	329%
Doanh thu thuần	496	588	19%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	289	387	34%
Lợi nhuận trước thuế	275	384	40%
LNST	245	344	40%

Nguồn: SCS, KISVN

Với hiệu quả kiểm soát chi phí tốt hơn, khả năng sinh lợi của SCS trong 2017 được cải thiện đáng kể: Biên lợi nhuận gộp tăng từ 72% trong 2016 lên 77% trong 2017 và BLN ròng được gia tăng từ 49% trong 2016 lên 59% trong 2017. Tổng doanh thu thuần và LNST 2017 của SCS lần lượt đạt 588 tỷ (+19%/n/n) và 344 tỷ (+40%/n/n). EPS đạt 6,547 đồng/cp (+37%/n/n).

	2016	2017	Tăng trưởng (%n/n)
BLN gộp	72%	77%	+5%
BLN hoạt động	58%	66%	+8%
BLN ròng	49%	59%	+10%

Nguồn: SCS, KISVN

Dự phóng cho 2018

Tiếp tục là năm tăng trưởng của vận tải hàng không

Theo báo cáo gần đây của IATA Cargo, vận tải hàng hóa hàng không được kỳ vọng sẽ tiếp tục có một năm tăng trưởng mạnh mẽ trong 2018 với động lực chính đến từ gia tăng thương mại toàn cầu, tăng trưởng của loại hình thương mại điện tử và hoạt động quay vòng hàng tồn kho (inventory restocking). Thị trường vận tải hàng không của Việt Nam sẽ không là ngoại lệ với một tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh trong khu vực và đặc biệt là kỳ vọng về tăng trưởng ở hoạt động xuất/nhập khẩu và thị trường thương mại điện tử non trẻ. Trong đó, sân bay Tân Sơn Nhất – đóng góp 40% tổng sản lượng hàng qua cảng hàng không Việt Nam – dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng về sản lượng hàng hóa 13-15% trong 2018.

Lợi thế cạnh tranh độc quyền vẫn được duy trì

Quy hoạch chính thức của sân bay Tân Sơn Nhất có thể được thông qua bởi Thủ Tướng Chính Phủ vào đầu tháng 4 2018. Đã có nhiều phương án quy hoạch được đệ trình gần đây nhưng điểm chính của quy hoạch được kỳ vọng thông qua là xây dựng nhà ga hành khách (nội địa) tại phía Nam của Tân Sơn Nhất để gia tăng công suất hành khách đến 2022. Theo quy hoạch này thì chưa tính đến việc xây dựng cảng hàng hóa mới. Do đó, SCS và TCS sẽ giữ được vị thế “độc quyền lưỡng cực” tại Tân Sơn Nhất.

Tính đến hiện tại, TCS – đối thủ cạnh tranh duy nhất của SCS và là công ty con của Vietnam Airlines – đang hoạt động tại công suất tối đa. Tuy nhiên, quỹ đất trống xung quanh TSN (có thể để TCS mở rộng ga hàng hóa) lại gần như không còn. Trong khi đó, việc nâng cấp để gia tăng công suất sẽ phải thực hiện tại cảng hàng hóa hiện tại và sẽ làm gián đoạn hoạt động trong ngắn hạn.

Mặt khác, cảng hàng hóa của SCS hiện hoạt động ở mức 93% công suất của *giai đoạn 1* (200k tấn/năm), và công suất của cảng có thể gia tăng đến 350k tấn/năm khi SCS lắp đặt thêm, nâng cấp thiết bị trong cảng hiện tại vào 2019 (không cần xây dựng mới). Hơn nữa, SCS hiện có quyền sử dụng mảnh đất trống 14,000 m² để xây cảng hàng hóa mới để bổ sung công suất nếu cần thiết. Do đó, SCS hiện có thể xem là cảng hàng hóa duy nhất tại Tân Sơn Nhất có khả năng bắt kịp tăng trưởng về nhu cầu vận tải của thị trường hàng hóa hàng không ít nhất đến 2022.

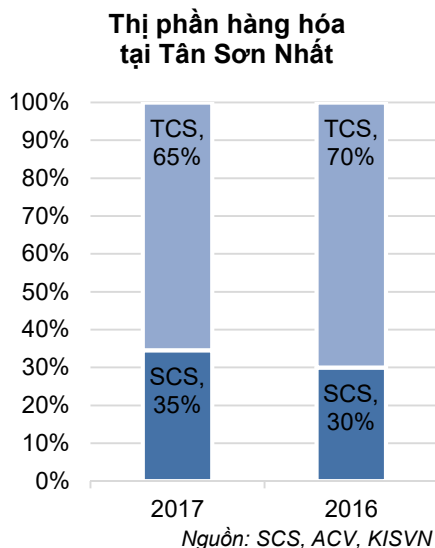
Với vị thế độc quyền lưỡng cực và giới hạn về quỹ đất xung quanh TSN, thị phần và biên lợi nhuận của hoạt động dịch vụ hàng hóa của SCS dự kiến không những được giữ vững mà còn được gia tăng đáng kể trong các năm tới.

Dòng tiền mạnh và chưa có nhu cầu phát hành vốn

Trong báo cáo thường niên 2017 của SCS, SCS đặt ra kế hoạch tăng trưởng về sản lượng hàng hóa đạt mức 13%/n (thấp hơn so với dự phóng trước đây của chúng tôi ở 15%); sự chậm lại này trong tăng trưởng hàng hóa của SCS đến từ việc cảng hàng hóa dự kiến hoạt động ở 105% công suất thiết kế trong 2018. Như đã nói ở trên, để đảm bảo khả năng tăng trưởng và bắt kịp nhu cầu vận tải hàng hóa, SCS dự kiến sẽ tiến hành nâng cấp cảng hàng hóa (giai đoạn 2 với công suất đạt 350k tấn/năm) trong 2019. Mức đầu tư dự kiến ở mức \$7-10 triệu (160-228 tỷ đồng). Với dòng tiền từ hoạt động mạnh, SCS sẽ không cần tăng vốn để tài trợ cho kế hoạch mở rộng này. Bên cạnh đó, bên cạnh việc nâng cấp cảng hàng hóa và xây dựng tòa nhà văn phòng SCSC2, SCS chưa có dự án lớn nào khác. Do đó, SCS dự kiến duy trì mức cổ tức bằng tiền mặt 50% (5,000 đồng/cp) hàng năm.

Ngoài ra, theo Nghị quyết ĐHCĐ vào tháng 2/2018, SCS sẽ chuyển sản phẩm yết từ UpCOM sang HOSE và theo tiết lộ từ SCS thì việc chuyển sản có thể hoàn tất sớm nhất vào cuối tháng 4/2018. Theo ý kiến của chúng tôi, đây là nhân tố tích cực đối với cổ phiếu SCS vì việc niêm yết tại HOSE nhìn chung sẽ cải thiện mức độ minh bạch thông tin và thanh khoản.

Với những yếu tố trên, chúng tôi giữ kỳ vọng tích cực về tiềm năng của SCS trong 2018 như trong báo cáo trước. Dự phóng trong 2018, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tốt của SCS trong 2018 với doanh thu thuần và LNST kỳ vọng đạt 683 tỷ (+16%/n) và 477 tỷ (+38%/n). EPS 2018 dự kiến đạt 9,066 đồng/cp (+38%/n). Do đó, chúng tôi định giá cổ phiếu



SCS ở mức 181k đồng/cp vào cuối 2018. Tổng lợi nhuận kỳ vọng đạt **16%** (bao gồm 3% sinh lợi từ cổ tức) tại giá cổ phiếu vào 19/03/2018 là 161k đồng/cp.

Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu SCS.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 8,093 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F	
Doanh thu thuần	496	588	683	802	
Tăng trưởng (%)	45%	19%	16%	17%	
Dịch vụ hàng hóa hàng không	455	542	636	755	
Cho thuê sân đáp	7	7	7	7	
Cho thuê văn phòng	33	38	39	40	
Khác	0	1	1	1	
GVHB	137	135	85	99	
Biên LN gộp (%)	72%	77%	88%	88%	
Chi phí BH & QLDN	70	66	67	68	
EBITDA	343	443	587	705	
Biên lợi nhuận (%)	69%	75%	86%	88%	
Khấu hao	54	56	56	70	
Lợi nhuận từ HĐKD	289	387	531	635	
Biên LN HĐKD (%)	58%	66%	78%	79%	
Chi phí lãi vay ròng	11	-1	-6	-15	
% so với nợ ròng	9%	2%	2%	3%	
Khả năng trả lãi vay(x)	27	(271)	(92)	(43)	
Lãi/lỗ khác	-3	-4	-4	-4	
Thuế	30	40	55	67	
Thuế suất hiệu dụng (%)	11%	10%	10%	10%	
Lợi nhuận ròng	245	344	477	578	
Biên lợi nhuận (%)	49%	59%	70%	72%	
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0	
LN cho công ty mẹ	245	344	477	578	
Số lượng CP (triệu)	46	50	50	50	
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,783	6,547	9,066	10,990	
Tăng EPS (%)	86%	37%	38%	21%	
Cổ tức (VND)	3,000	4,000	5,000	5,000	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	63%	61%	55%	45%	

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

* Chưa bao gồm 7.2 triệu cổ phiếu ưu đãi cổ tức của A41.

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
Thay đổi vốn lưu động	2	11	1	1
Capex	12	4	9	228
Dòng tiền khác	-55	-27	0	0
Dòng tiền tự do	340	412	523	420
Phát hành cp	5	5	0	0
Cổ tức	143	237	284	284
Thay đổi nợ ròng	-201	-180	-240	-136
Nợ ròng cuối năm	19	-161	-401	-536
Giá trị doanh nghiệp (EV)	8,067	7,887	7,647	7,512
Tổng VCSH	769	914	1,107	1,402
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	769	914	1,107	1,402
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16,655	18,293	22,156	28,044
Nợ ròng / VCSH (%)	2%	-18%	-36%	-38%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.1	-0.4	-0.7	-0.8
Tổng tài sản	967	990	1,175	1,469

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	36%	41%	47%	46%
ROA (%)	25%	35%	41%	39%
ROIC (%)	31%	45%	65%	72%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	34	25	18	15
PBR (x)	10	9	7	6
PSR (x)	16	14	12	10
EV/EBITDA (x)	24	18	13	11
EV/sales (x)	16	13	11	9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1.7%	2.5%	3.1%	3.1%

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Trần Nguyên Dương

Chuyên viên Phân tích cao cấp –
Vật liệu xây dựng & ICT
(+84 28) 3914 8585 (x1462)
duong.tn@kisvn.vn

Nguyễn Phong Danh

Chuyên viên Phân tích –
Dầu khí và Năng lượng
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

Võ Hoàng Bảo

Chuyên viên Phân tích –
Logistics, Hàng Không, Xe hơi
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

Trần Thị Ngọc Mai

Chuyên viên Phân tích –
Bất Động Sản & Xây dựng
(+84 28) 3914 8585 (x1461)
mai.tt@kisvn.vn

Nguyễn Hoàng Hà

Chuyên viên Phân tích –
Dược và F&B
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô
(+84 28) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.