BÁO CÁO LẦN ĐẦU
15/12/2017

truefriend KIS CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam

SCS (UPCOM)

CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (SCS VN)

Đánh giá	**TĂNG TỶ TRỌNG**
	Dịch vụ hàng không
Giá thị trường (VND):	**115,000**
Giá mục tiêu (VND) :	**149,300**
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	30%
Suất sinh lợi cổ tức:	4%
Suất sinh lợi bình quân năm:	**34%**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-	-5%	27%	-
Tương đối	-	-11%	11%	-

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thống kê 15/12/17

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	72.8-123
SL lưu hành (triệu cp)	57
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,575
Vốn hóa (triệu USD)	289
% khối ngoại sở hữu	8%
SL cp tự do (triệu cp)	14
KLGD TB 3 tháng (cp)	95,358
VND/USD	22,750
Index: VNIndex / HNX	935

Nguồn: Bloomberg, KISVN

Cơ cấu sở hữu 15/12/17

Gemadept Corporation	34.55%
Airports Corporation of Vietnam	14.05%
Saigon Aviation Investment Service Trading JSC	9.20%
Vietnam Industry Securities JSC	4.59%

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 sẽ tăng trưởng trung bình 6.6-7%/năm từ 2016 đến 2035 đến từ tăng trưởng nền kinh tế, hoạt động xuất nhập khẩu (FTA, FDI), gia tăng thu nhập bình quân cũng như từ ngành bán lẻ và du lịch.
- SCS là cảng hàng hóa hàng không duy nhất ở sân bay Tân Sơn Nhất có chuỗi logistics dành cho hàng lạnh. Do đó, phần lớn mặt hàng này được vận chuyển thông qua SCS (chiếm 18% tổng sản lượng hàng hóa SCS năm 2016).
- Khả năng gia nhập của các đối thủ tiềm tàng ở sân bay TSN gần bằng không, và đối thủ chính của SCS (TCSC) đã hoạt động hết công suất (chưa thể mở rộng). Do đó, SCS có lợi thế gần như độc quyền.
- Khả năng sinh lợi cao và năng lực tài chính mạnh.
- 9T.2017: Sản lượng hàng hóa của SCS đạt mức 134k tấn (+14%yoy); doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 421 tỷ (+20%yoy) và 254 tỷ (+37%yoy).

Rủi ro:

- Tiến độ dự án (xây mới, mở rộng) của SCS sẽ phụ thuộc lớn vào quy hoạch mới của Chính phủ đối với sân bay TSN.
- SCS hiện chỉ niêm yết trên UpCOM, chưa có kế hoạch chuyển sang HOSE, thanh khoản thấp.
- Các rủi ro khác bao gồm biến động tỷ giá hoặc các vấn đề về an toàn hàng không.

Định giá:

Với những lợi thế cạnh tranh độc nhất và bền vững của mình, SCS được kỳ vọng sẽ đạt mức tăng trưởng đều đặn cùng với khả năng sinh lợi cao và tình hình tài chính lành mạnh trong 3-5 năm tiếp theo. Với phương pháp P/E, EV/EBITDA và DCF, chúng tôi định giá SCS ở mức **149,300đ/cp** vào cuối 2018. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt **34%** so với giá thị **115k/cp**. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Tỷ đồng	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018F**	**2019F**
DT Thuần (tỷ đồng)	341	496	579	690	825
Tăng trưởng (%)	*24%*	*45%*	*17%*	*19%*	*20%*
LN hoạt động (tỷ đồng)	187	289	370	460	570
Biên lợi nhuận (%)	*55%*	*58%*	*64%*	*67%*	*69%*
LNST (tỷ đồng)	135	245	322	410	512
Biên lợi nhuận (%)	*40%*	*49%*	*56%*	*59%*	*62%*
SLCP lưu hành (triệu cp)*	41	46	49	49	49
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2,735	4,959	6,517	8,290	10,356
Tăng trưởng (%)	*46%*	*81%*	*31%*	*27%*	*25%*
ROE (%)	24%	36%	40%	45%	47%
Nợ ròng/VCSH (%)	36%	2%	-11%	-26%	-43%
PE (x)	42.5	23.4	17.8	14.0	11.2
PB (x)	7.8	7.0	6.8	5.9	4.7
EV/EBITDA (x)	24.7	16.8	13.3	10.6	8.3
Cổ tức (VND)	1,000	3,000	5,000	5,000	5,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.7%	2.4%	4.3%	4.3%	4.3%

** không tính đến 7.2 triệu cổ phiếu ưu đãi của A41*

1. Sơ lược về SCS

1.1. Hoạt động

Thành lập vào 2008 và đi vào hoạt động từ 2010, SCS đang là một trong hai cảng hàng hóa hàng không (Air Cargo Terminal) được Cục hàng không Việt Nam chính thức công nhận tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (TSN). Hoạt động chính của SCS bao gồm:

- *Khai thác kho hàng hóa:* Với khu vực kho hàng hóa 27,000 m^2, SCS cung cấp các dịch vụ cho hàng hóa hàng không thông qua sân bay TSN: SCS nhận, lưu kho hàng xuất/đi từ các công ty vận tải; sau đó, để hàng hóa có thể vận chuyển bởi các hãng hàng không, hàng hóa sẽ phải đi qua một chu trình gồm: thông quan hải quan, soi chiếu an ninh và đóng gói/xử lý hàng hóa (đóng gói hàng hóa với nhiều kích cỡ khác nhau vào các kiện container và xe đẩy với kích thước chuẩn cho vận tải hàng không). Quy trình hàng nhập/đến thì ngược lại. Đây là hoạt động chính của SCS, đóng góp khoảng 92% tổng doanh thu SCS những năm gần đây.
- *Cho thuê bãi đỗ máy bay:* SCS có bãi đỗ máy bay rộng 52,000 m^2, đủ rộng cho 3 máy bay thân rộng như Boeing B747F hoặc 5 máy bay thân hẹp như A321 hoặc 8 máy bay thân hẹp-nhỏ như A320/Boeing B737. Bãi đỗ đang được ACV thuê trong vòng 10 năm (từ 2010 đến 2020) với doanh thu cố định hàng năm 90.4 tỷ đồng.
- *Cho thuê văn phòng:* Tòa nhà văn phòng (SCSC 1 - 7,730 m^2) với tổng diện tích thuê 6,300 m^2 năm 2016 đạt mức lấp đầy gần 100% và đóng góp 7% doanh thu SCS.
- *Các hoạt động khác:* bao gồm thu phí đỗ xe (sức chứa đủ cho hơn 70 xe tải, 60 xe thương mại và 1,000 xe máy) cùng với cho thuê sân bóng. Các hoạt động này chỉ đóng góp 0.3% doanh thu cho SCS.

1.2. Cơ cấu sở hữu

Tính đến 15/12/2017, các cổ đông lớn của SCS bao gồm:

- Gemadept (GMD: HOSE) nắm giữ 35% cổ phần
- Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV: UpCOM) nắm giữ 14% cổ phần
- CTCP Thương mại Dịch vụ Đầu tư Sài Gòn Hàng không nắm giữ 9% cổ phần
- CTCP Chứng khoáng Công Nghiệp Việt Nam nắm giữ 5% cổ phần

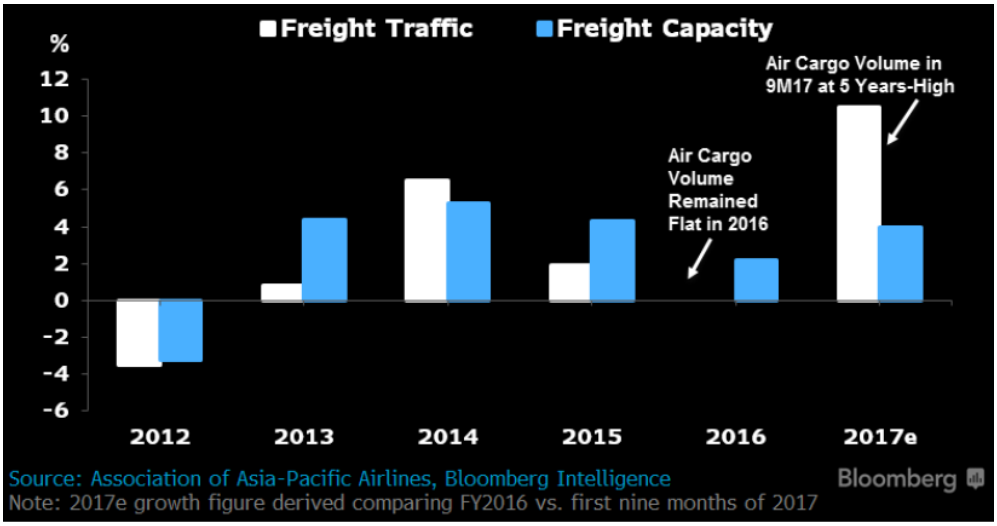
Đặc biệt, Công Sửa chữa Máy bay A41 (thuộc Quân chủng Phòng không – Không quân) đang sở hữu 72 triệu cổ phiếu ưu đãi và SCS sẽ phải phân phối khoảng cổ tức cố định hàng năm (đã đàm phán trước) không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của SCS lần lượt là 20 tỷ đồng cho 2014 và 2015, 26 tỷ đồng (2016) và 30 tỷ đồng cho 2017 và 2018 (giai đoạn từ 2019 đến 2057 sẽ hai bên thương thảo). Đổi lại, A41 góp vốn 72 tỷ đồng bằng tiền thuê 14.3 ha đất quốc phòng tại sân bay TSN trong vòng 50 năm.

2. Tăng trưởng của sản lượng hàng hóa hàng không

2.1. Thị trường khu vực

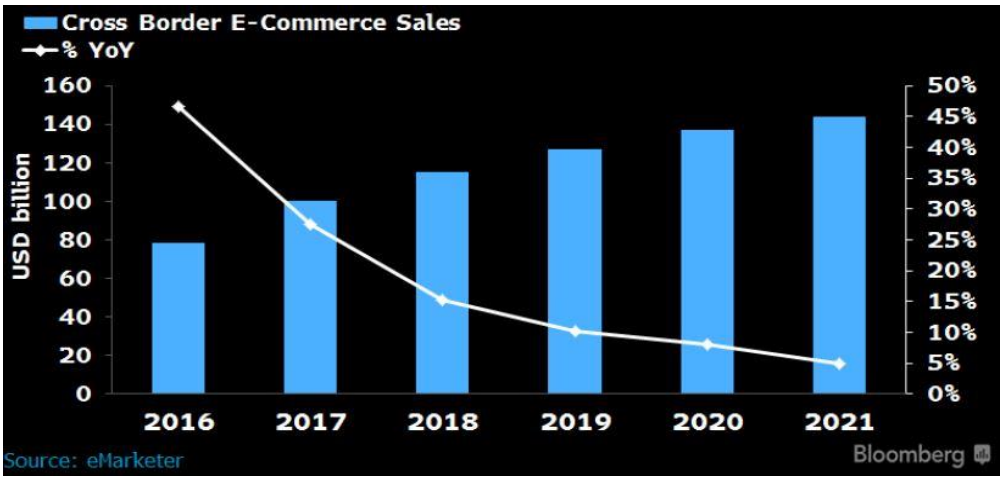
Theo dự phóng mới nhất của Bloomberg Intelligence cho khu vực Châu Á – Thái Bình Dương 2018, vận tải hàng không của châu Á tăng 10.5% trong 9 tháng 2017 sau một giai đoạn chững lại trong năm 2015, 2016 và tốc độ tăng trưởng được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện trong 2018 (đạt mức cao nhất từ 2010). Nhu cầu vận tải hàng không lần đầu tiên trong 3 năm sẽ tiếp tục vượt cầu.

Tăng trưởng cung-cầu vận tải hàng hóa hàng không của châu Á



Ngoài ra, các hãng hàng không châu Á sẽ có thể đạt mức lấp đầy cao hơn trong 2018 khi thương mại điện tử quốc tế đang đạt đỉnh điểm trong một vài năm tiếp theo; đặc biệt tăng trưởng của thương mại điện tử quốc tế của Trung Quốc được kỳ vọng sẽ đạt mức 2 chữ số đến 2019 (theo e-Marketer).

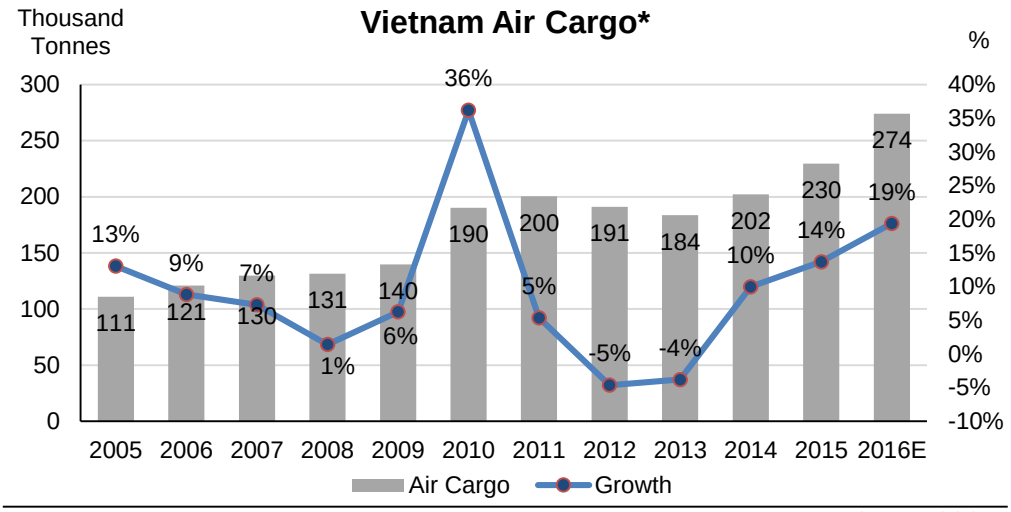
Thương mại quốc tế của Trung Quốc



2.2. Thị trường Việt Nam

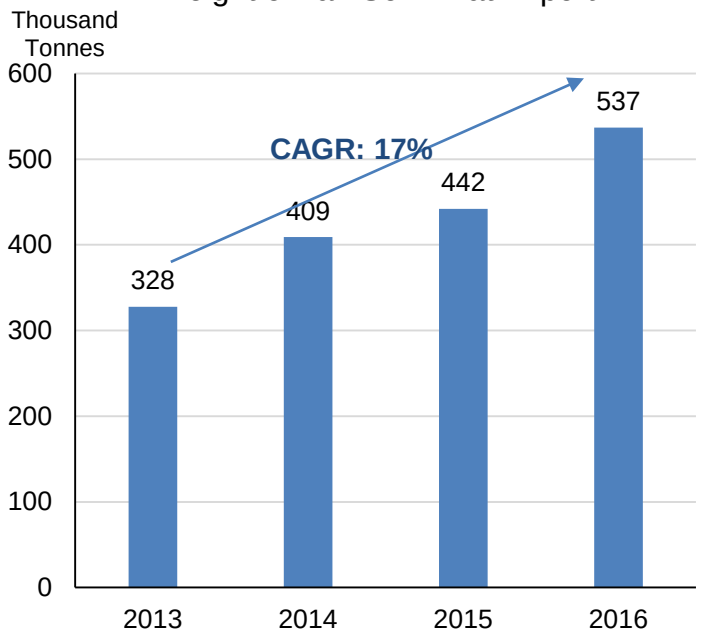
Theo thống kê của Cục thống kê, sản lượng hàng hóa vận tải của ngành hàng không Việt Nam đã có sự hồi phục mạnh mẽ sau giai đoạn sụt giảm từ 2011 đến 2013. Theo dự phóng của Cục thống kê, Cục hàng không và ACV, tăng trưởng sản lượng đạt mức 19% vào 2016; trong 9 tháng 2017, nối tiếp đợt tăng mạnh vào cuối 2016, sản

lượng hàng hóa tăng trưởng 14% so với cùng kỳ và con số này được kỳ vọng sẽ tăng 15% cho cả năm 2017.

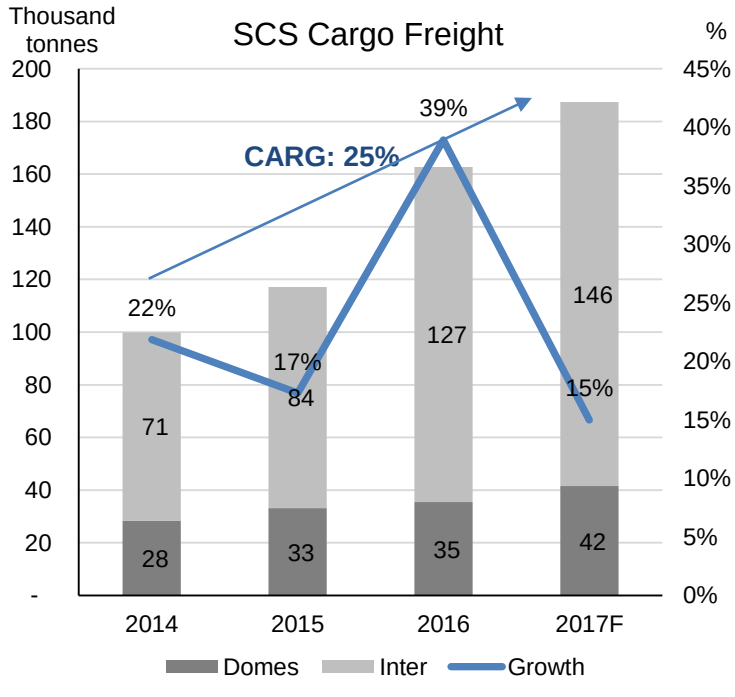


*Source: GSO**

Về khả năng tăng trưởng tương lai, sản lượng vận tải hàng không của Việt Nam được IATA dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 6.6-7% mỗi năm từ 2016 đến 2035 với động lực thúc đẩy chính đến từ tăng trưởng nhanh của nền kinh tế, hoạt động xuất nhập khẩu (phần lớn từ các hợp đồng FTAs mới và khu vực FDI), thu nhập bình quân và ngành bán lẻ và du lịch. Bên cạnh đó, sân bay TSN và Nội bài vẫn sẽ là đầu nối chính cho hoạt động vận tải hàng không. Trong đó, lượng hàng hóa thông qua sân bay TSN chiếm 50% tổng sản lượng hàng hóa hàng không Việt Nam (2016).



Source: ACV, SCS, KISVN



Source: SCS, KISVN

3. SCS với những lợi thế cạnh tranh độc nhất

3.1. Thị trường độc quyền lưỡng cực

SCS và TCSC (công ty con của Vietnam Airlines-HVN) là hai cảng hàng hóa hàng không duy nhất được Cục hàng không Việt Nam công nhận tại sân bay TSN. Nói cách khác, hàng hóa vận chuyển thông qua sân bay Tân Sơn Nhất phải đi qua SCS hoặc TCSC, đặc biệt là hàng hóa quốc tế vì chỉ tại kho hàng hóa của SCS và TCSC mới có các hoạt động thông quan Hải quan.

Trước hết, kho hàng hóa của SCS được thiết kế và xây dựng với tổng công suất lên đến 350k tấn/năm (cho cả 2 giai đoạn); trong đó giai đoạn 1 (hiện tại) có mức công suất tối đa 200k tấn/năm. Trong khi công suất của TCSC đã đạt mức tối đa (350k tấn/năm), trong năm 2016 và 9 tháng đầu 2017, SCS mới hoạt động ở mức 60-70% công suất tối đa, mặc dù hàng năm SCS đều có tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa đáng chú ý (trung bình +25% mỗi năm). Do đó, SCS vẫn còn có thể gia tăng công suất hoạt động để đáp ứng nhu cầu đang gia tăng của vận tải hàng không các năm tới. Kể cả khi hoạt động hết công suất giai đoạn 1 (sau 2-3 năm), SCS vẫn có thể nâng cấp kho hàng lên giai đoạn 2 (từ 200k tấn lên 350k tấn) bằng việc mua và lắp ráp các thiết bị mới mà không phải đầu tư lớn cho xây dựng.

Mặt khác, SCS là công ty duy nhất tại sân bay TSN có quỹ đất trống chưa sử dụng (13.2k m^2) để có thể mở rộng kho hàng, bãi đỗ máy bay hoặc khu văn phòng, … Với vấn đề về hạ tầng hiện tại ở sân bay TSN và khu vực lân cận, có thể nói gần như không còn đất trống dành cho các công ty muốn mở rộng diện tích kho bãi hoặc xây mới. Điều này đem đến mức rào cản gia nhập rất lớn đối với các công ty muốn gia nhập ngành.

Rào cản gia nhập cao cùng vị thế đặc biệt của sân bay TSN trong vận tải hàng không của Việt Nam tạo điều kiện cho SCS có lợi thế thương lượng cao với khách hàng, mức đe dọa thấp từ đối thủ hiện tại cũng như đối thủ tiềm tàng.

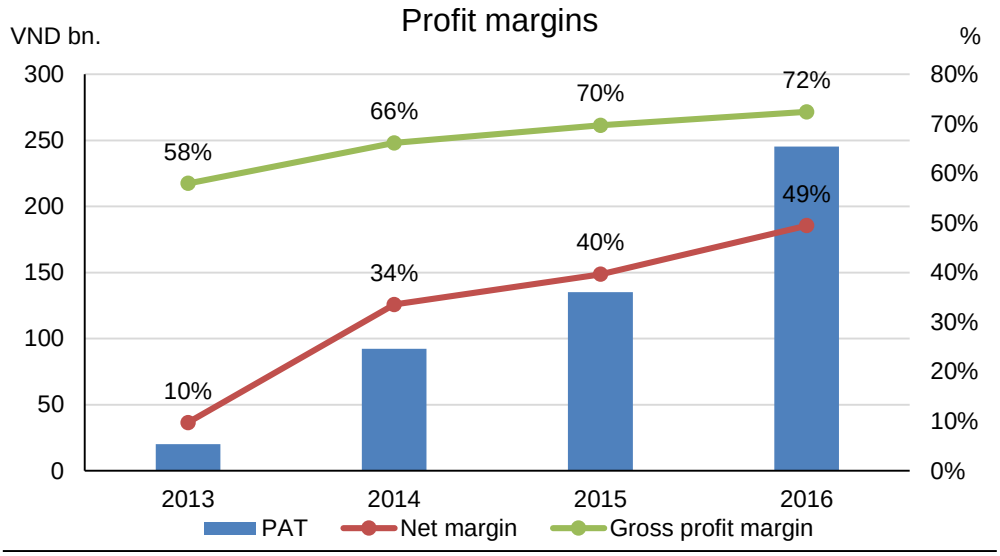
3.2. Lợi thế đến từ hệ thống logistics hiện đại

Hoạt động từ 2010, SCS có hệ thống logistics và máy móc thiết bị tân tiến hơn so với TCSC (ví dụ như hệ thống quản lý hàng hóa barcode), mang lại hiệu quả hoạt động đáng kể và chi phí đơn vị thấp (vẫn đang tiếp tục giảm).

Ngoài ra, TCSC và các công ty vận tải, kho bãi khác đều có thể có kho lạnh để lưu trữ các mặt hàng tươi sống hoặc các mặt hàng nhạy cảm với nhiệt độ như thủy sản, vắc xin, thuốc, … Điểm khác biệt của SCS chính là chuỗi chu trình logistic lạnh (không chỉ là kho lưu trữ) giúp đảm bảo được nhiệt độ của hàng hóa ở mức thích hợp và ổn định trong suốt quá trình. Do đó, các công ty vận tải hiện đang ưu tiên sử dụng dịch vụ của SCS với loại hàng tươi sống/hàng lạnh (chiếm 18% tổng sản lượng hàng của SCS năm 2016).

Bên cạnh đó, với hệ thống, quy trình đạt tiêu chuẩn quốc tế, SCS hầu hết phục vụ các hãng vận tải quốc tế nhập và xuất khẩu. Trong số 27,000 m^2 diện tích của kho hàng, SCS chỉ sử dụng 800m^2 cho hàng nội địa (phần lớn để phục vụ cho nhu cầu của Vietjet Cargo).

Theo thông tin từ SCS, mức phí dịch vụ (xếp dỡ, soi chiếu, …) cho mỗi tấn hàng hóa quốc tế cao gấp 5 lần mức của hàng hóa nội địa. Với chi phí hoạt động trên mỗi tấn hàng hóa giữa hàng quốc tế và nội địa như nhau, SCS đạt được biên lợi nhuận cao hơn các công ty đối thủ.



Source: SCS, KISVN

3.3. Tình hình tài chính mạnh mẽ

Với mức tăng trưởng ấn tượng, mức sinh lợi cao và gần như không có kế hoạch đầu tư lớn, việc SCS nhận dòng tiền lớn hàng năm khá hiển nhiên. Dòng tiền này đủ lớn cho SCS không những để tài trợ vốn lưu động cho các hoạt động trong năm, trả các khoản nợ nhanh chóng mà còn trả cổ tức tiền mặt hàng năm. Từ 2013 đến 2016, với dòng tiền tự do lớn, SCS đã giảm mức nợ nhanh chóng từ 499 tỷ xuống còn 120 tỷ. Do đó, đòn bẩy tài chính (nợ ròng trên vốn chủ sở hữu) đã giảm mạnh từ 114% vào 2013 xuống còn 2% vào 2016.

4. Kết quả kinh doanh 2017

Năm 2017 (đến hiện tại) có thể xem lại là một năm tốt đẹp đối với ngành hàng không nói chung và vận tải hàng không nói riêng với mức tăng trưởng đột biến từ cuối 2016 và SCS cũng không ngoại lệ. Tính đến tháng cuối tháng 11/2017, sản lượng hàng hóa của SCS đạt 169k tấn (tăng 14% so với cùng kỳ), trong đó 78% sản lượng vẫn đến từ hàng hóa quốc tế (đạt 131k tấn, +14%yoy). Hàng hóa nội địa mặc dù chiếm tỷ trọng thấp nhưng vẫn có tốc độ tăng trưởng 15% so với cùng kỳ, đạt 38k tấn.

Đơn vị: ngàn tấn	9T.2016	9T.2017	Tăng trưởng (%)	11T.2016	11T.2017	Tăng trưởng (%)
*Nội địa**	*25,871*	*30,076*	*16%*	*32,830*	*37,844*	*15%*
Quốc tế	*89,858*	*104,408*	*16%*	*114,955*	*131,058*	*14%*
Tổng sản lượng	**115,729**	**134,484**	***16%***	**147,785**	**168,902**	***14%***

Nguồn: SCS, KISVN

** sản lượng hàng nội địa năm 2016 do KISVN ước tính*

Bên cạnh tăng trưởng về sản lượng, giá phí dịch vụ trung bình của SCS trong 9 tháng 2017 cũng đã gia tăng 4% so với cùng kỳ. Do đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế 9 tháng của SCS lần lượt đạt 421 tỷ (+20%yoy) và 282 tỷ (+36%yoy). Ngoài ra, biên lợi nhuận của SCS trong 9 tháng không những vẫn giữ mức cao mà còn được gia tăng: biên lợi nhuận hoạt động (EBIT margin) và biên lợi nhuận ròng lần lượt đạt 68% (tăng 5% so với cùng kỳ) và 60% (tăng 7% so với cùng kỳ)

Đơn vị: Tỷ đồng	9T.2016	9T.2017	Tăng trưởng (%)
Dịch vụ hàng hóa hàng không	*320*	*387*	*21%*
Giá dịch vụ hàng hóa (triệu đồng)	*2.76*	*2.87*	*4%*
Cho thuê sân đỗ	*5*	*5*	*0%*
Cho thuê văn phòng	*25*	*29*	*16%*
Khác	*0*	*1*	*329%*
Doanh thu thuần	**350**	**421**	**20%**
EBIT	**219**	**286**	**31%**
Lợi nhuận trước thuế	208	282	36%
LNST	**185**	**254**	**37%**

	9T.2016	9T.2017	Tăng trưởng (%)
BLN gộp	75%	78%	*+3%*
BLN hoạt động	63%	68%	*+5%*
BLN ròng	53%	60%	*+7%*

Nguồn: SCS, KISVN

Vào cuối năm quý 3 2017, sau khi phát hành riêng lẻ 3.26 triệu cổ phiếu (tại mức giá 12k đồng/cp) để hoán đổi lượng trái phiếu hoán đổi còn lại (39 tỷ đồng), tổng nợ của SCS chỉ còn vào khoảng 12 tỷ đồng; nợ ròng giảm xuống âm (-72 tỷ).

5. Dự phóng 2017 và 2018

Với đà tăng trưởng hiện tại của vận tải hàng không, chúng tôi cho rằng việc SCS tăng trưởng sản lượng 15% (đạt khoảng 187k tấn) vào cuối 2017 là không khó. Hơn nữa, với tình hình vận tải hàng không khu vực và Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục khởi sắc trong 2018, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng của SCS sẽ ở mức 15%-18% trong giai đoạn từ 2018-2020.

Với những lợi thế đặc biệt nêu trên, SCS sẽ có thể giữ vững khả năng sinh lợi cao trong tương lai. Bên cạnh đó, SCS ưu tiên ký kết hợp đồng 1 năm đối với các hãng hàng vận tải hàng không để có thể thương lượng giá lại sau mỗi năm. Do đó, chúng tôi tin rằng giá dịch vụ trung bình của SCS sẽ có thể gia tăng 3-5% mỗi năm.

Như đã đề cập ở trên, SCS chỉ còn nợ tổng cộng 12 tỷ đồng và dự kiến sẽ trả hết vào cuối năm 2017. Ngoài ra, SCS dự kiến vẫn chưa cần tăng vốn trong 3-5 năm đến khi SCS vẫn chưa có dự định đầu tư lớn. Với dòng tiền tự do lớn từ hoạt động kinh doanh hàng năm, SCS dự kiến sẽ trả cổ tức 50% (5,000 đồng/cp) hàng năm trong 3 năm tiếp theo.

Mặt khác, SCS cho biết họ đang xem xét đến khả năng M&A một doanh nghiệp cùng ngành hoạt động tại sân bay ở miền Bắc để mở rộng thị trường ra ngoài sân bay TSN. Với kinh nghiệp và tình hình tài chính mạnh, SCS nhắm đến việc thâu tóm và cải thiện hoạt động của công ty mục tiêu. Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện tại, chúng tôi vẫn chưa có thông tin chính thức về các dự án M&A của SCS như thời gian thực hiện hoặc mục tiêu M&A… Do đó, chúng tôi không tính đến ảnh hưởng từ M&A trong ước tính của mình.

Đơn vị: tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018F
Doanh thu	**341**	**496**	**579**	**690**
Tăng trưởng (%)	*24%*	*45%*	*17%*	*19%*
Dịch vụ hàng hóa hàng không	*303*	*455*	*538*	*650*
Cho thuê sân đỗ	*7*	*7*	*7*	*7*
Cho thuê văn phòng	*31*	*33*	*33*	*33*
Khác	*0*	*0*	*0*	*0*
EBIT	**187**	**289**	**370**	**460**
BLN hoạt động (%)	*55%*	*58%*	*64%*	*67%*
LNST	**135**	**245**	**322**	**410**
BLN ròng (%)	*40%*	*49%*	*56%*	*59%*
EPS (VND)	**2,735**	**4,959**	**6,517**	**8,290**
Tăng trưởng EPS (%)	*46%*	*81%*	*31%*	*27%*
Cổ tức (VND/cp)	1,000	3,000	5,000	5,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*0.7%*	*2.4%*	*4.3%*	*4.3%*

Nguồn: SCS, KISVN dự phóng

6. Định giá

Chúng tôi sử dụng tỷ số P/E, EV/EBITDA (so sánh với các công ty trong khu vực) và phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF để định giá cổ phiếu SCS. Dựa trên mức bình quân của các công ty khu vực trong cùng ngành, chúng tôi áp dụng mức **P/E** và **EV/EBITDA** lần lượt là **19** và **12** trong phần định giá của mình.

Giá trị cổ phiếu SCS được ước tính trong khoảng **129k đồng/cp** đến **161.5k đồng/cp** vào cuối năm 2018; do đó, với giá đóng cửa ngày 15/12/2017 là **115k đồng/cp**, tổng mức sinh lợi dự kiến đạt mức từ **17%** đến **45%**.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu **SCS** cho thời gian đầu tư 1 năm.

Phương pháp	Giá mục tiêu (1 năm)	Tỷ lệ tăng giá	Suất sinh lợi cổ tức	Tổng suất sinh lợi
P/E	**157.200**	37%	4%	**41%**
EV/EBITDA	**129.000**	12%	4%	**17%**
DCF	**161.500**	40%	4%	**45%**

Nguồn: KISVN

So sánh cùng ngành:

Doanh nghiệp so sánh	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (Trung bình 1 năm)	P/E hiện tại	EV/EBITDA T12M
SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	12,581	22.3	23.8	15.9
SHENZHEN AIRPORT CO-A	2,690	30.1	27.5	14.0
XIAMEN INTERNATIONAL AIR-A	1,011	18.0	16.3	9.7
CARDIG AERO SERVICES TBK PT	126	12.4	12.8	3.6
HNA INFRASTRUCTURE COMPANY-H	460	7.1	7.2	6.7
NOIBAI CARGO TERMINAL SERVICE JSC	119	8.6	10.1	7.1
Trung bình		**16.4**	**16.3**	**9.5**
Bình quân với trọng số từ vốn hóa		**22.7**	**23.3**	**14.8**

Nguồn: Bloomberg, KISVN

Tóm tắt phương pháp DCF:

Các giả thuyết	
Cost of Debt (%)	8%
Cost of Equity (%)	15%
Thuế suất hiệu dụng (%)	11%
WACC (%)	**15%**
Terminal growth rate	**5%**

Discounted Cash Flows (Tỷ đồng)	2018F	2019F	2020F	2021F
EBIT	**460**	**570**	**661**	**766**
- Thuế	*49*	*61*	*72*	*84*
+ Khấu hao	*56*	*57*	*58*	*59*
- Gia tăng vốn lưu động	*13*	*15*	*14*	*16*
- CAPEX	*12*	*15*	*16*	*19*
FCFF	**442**	**535**	**618**	**708**
Giá trị hiện tại của từng FCF	**442**	**465**	**467**	**466**
Tổng giá trị hiện tại của FCF	**3,883**			
Giá trị hiện tại của TV	**3,916**			
Tổng giá trị hiện tại của FCF và TV	**7,799**			
- Nợ ròng	**-188**			
- Lợi ích cổ đông thiểu số	**0**			
Giá trị vốn chủ sở hữu	**7,987**			
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	49			
Giá mỗi cổ phiếu (VND)	**161,500**			

Nguồn: KISVN

Phân tích độ nhạy:

Trong phần định giá của chúng tôi bằng phương pháp DCF có nhiều yếu tố có thể tác động đáng kể đến các ước tính về giá trị cổ phiếu của SCS, chúng tôi đã đưa ra một số giả thiết trong quá trình ước tính dựa trên ý kiến của chúng tôi. Tuy nhiên, mỗi nhà đầu tư sẽ có một mức chấp nhận rủi ro, mức yêu cầu lợi nhuận… khác nhau. Do đó, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy để cung cấp cho quý nhà đầu tư vùng giá của cổ phiếu SCS (bằng phương pháp DCF) tương ứng khi có sự thay đổi của một số yếu tố như sau:

Terminal growth rate (tốc độ tăng trưởng dài hạn) và WACC:

Đơn vị: ngàn đồng		WACC (%)										
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
Terminal growth rate (%)	1%	175.2	166.3	158.1	150.5	143.4	136.8	130.6	124.8	119.4	114.4	109.6
	2%	182.0	172.7	164.0	156.0	148.5	141.5	135.0	129.0	123.3	118.0	113.0
	3%	189.9	180.1	170.9	162.4	154.5	147.1	140.2	133.8	127.8	122.2	117.0
	4%	199.3	188.8	179.0	169.9	161.5	153.7	146.4	139.5	133.2	127.2	121.7
	5%	210.5	199.2	188.8	179.0	170.0	161.5	153.7	146.4	139.6	133.2	127.3
	6%	224.3	212.0	200.7	190.1	180.3	171.2	162.7	154.8	147.4	140.6	134.1
	7%	241.5	228.0	215.5	204.0	193.2	183.2	173.9	165.3	157.2	149.7	142.7
	8%	263.6	248.6	234.7	221.8	209.8	198.7	188.4	178.8	169.8	161.5	153.7
	9%	293.0	276.0	260.2	245.6	232.0	219.4	207.7	196.8	186.6	177.2	168.4
	10%	334.3	314.4	295.9	278.8	263.0	248.3	234.6	222.0	210.2	199.2	189.0

Nguồn: KISVN

Tăng trưởng trong sản lượng hàng hóa và giá phí dịch vụ của SCS trong 2018:

Đơn vị: ngàn đồng		Tăng trưởng sản lượng 2018 (%)						
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
Tăng giá dịch vụ 2018 (%)	0%	118.6	125.1	131.5	138.0	144.5	150.9	157.4
	1%	122.4	129.1	135.8	142.5	149.1	155.8	162.5
	2%	126.3	133.2	140.1	147.0	154.0	160.9	167.8
	3%	130.3	137.5	144.6	151.8	158.9	166.0	173.2
	4%	134.4	141.8	149.2	156.6	164.0	171.4	178.7
	5%	138.7	146.3	153.9	161.5	169.2	176.8	184.4
	6%	143.0	150.9	158.8	166.6	174.5	182.4	190.3

Nguồn: KISVN

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH				Vốn hóa: 5,741 tỷ VND
Đvị: Tỷ đồng	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018F**
Doanh thu thuần	**341**	**496**	**579**	**690**
Tăng trưởng (%)	*24%*	*45%*	*17%*	*19%*
Dịch vụ hàng hóa hàng không	*303*	*455*	*538*	*650*
Cho thuê sân đáp	*7*	*7*	*7*	*7*
Cho thuê văn phòng	*31*	*33*	*33*	*33*
Khác	*0*	*0*	*0*	*0*
GVHB	**103**	**137**	**137**	**154**
Biên LN gộp (%)	*70%*	*72%*	*76%*	*78%*
Chi phí BH & QLDN	51	70	72	76
EBITDA	**241**	**343**	**425**	**516**
Biên lợi nhuận (%)	*71%*	*69%*	*73%*	*75%*
Khấu hao	54	54	55	56
Lợi nhuận từ HĐKD	**187**	**289**	**370**	**460**
Biên LN HĐKD (%)	*55%*	*58%*	*64%*	*67%*
Chi phí lãi vay ròng	22	11	5	-3
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	*8%*	*9%*	*-13%*	*2%*
Khả năng trả lãi vay(x)	8	27	72	-154
Lãi/lỗ khác	-9	-3	-3	-3
Thuế	20	30	40	50
Thuế suất hiệu dụng (%)	*13%*	*11%*	*11%*	*11%*
Lợi nhuận ròng	**135**	**245**	**322**	**410**
Biên lợi nhuận (%)	*40%*	*49%*	*56%*	*59%*
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LN cho công ty mẹ	**135**	**245**	**322**	**410**
Số lượng CP (triệu)	41	46	49	49
EPS hiệu chỉnh (VND)	**2,735**	**4,959**	**6,517**	**8,290**
Tăng EPS (%)	*46%*	*81%*	*31%*	*27%*
Cổ tức (VND)	1,000	3,000	5,000	5,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	*37%*	*60%*	*77%*	*60%*

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

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2015	2016	2017E	2018F
Thay đổi vốn lưu động	27	1	9	13
Capex	1	12	9	12
Dòng tiền khác	-27	-53	-39	0
Dòng tiền tự do	**187**	**340**	**320**	**441**
Phát hành cp	0	5	0	0
Cổ tức	51	143	277	277
Thay đổi nợ ròng	-136	-201	-43	-163
Nợ ròng cuối năm	**220**	**19**	**-24**	**-188**
Giá trị doanh nghiệp (EV)	**5,961**	**5,760**	**5,717**	**5,554**
Tổng VCSH	**609**	**769**	**815**	**947**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	**609**	**769**	**815**	**947**
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14,929	16,655	16,483	19,148
Nợ ròng / VCSH (%)	*36%*	*2%*	*-3%*	*-20%*
Nợ ròng / EBITDA (x)	*0.9*	*0.1*	*-0.1*	*-0.4*
Tổng tài sản	**922**	**967**	**893**	**1,024**

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	*24%*	*36%*	*41%*	*46%*
ROA (%)	*15%*	*25%*	*36%*	*40%*
ROIC (%)	*18%*	*31%*	*41%*	*53%*
WACC (%)	*13%*	*15%*	*15%*	*15%*
PER (x)	*42*	*23*	*18*	*14*
PBR (x)	*8*	*7*	*7*	*6*
PSR (x)	*17*	*12*	*10*	*8*
EV/EBITDA (x)	*25*	*17*	*13*	*11*
EV/sales (x)	*32*	*17*	*18*	*13*
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*0.7%*	*2.4%*	*4.3%*	*4.3%*

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

Hoàng Thế Trung, CPA
Chuyên viên cao cấp Phân tích – Bất động sản, Bán lẻ và Nông nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@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

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
Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế
(+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 đến15% (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 đội 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.