

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

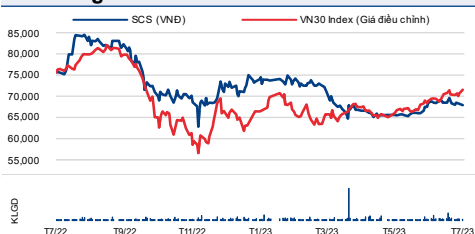
Giá mục tiêu: VNĐ73,500 (từ VNĐ79,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 8.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/7/2023) 68,000

Mã Bloomberg	SCS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	62,887-84,584
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	67,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	6,418
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	271
Slg CP lưu hành (tr.đv)	94.4
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	30.3
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1.40
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	28.6%
Tỷ lệ freefloat	38.2%
Cổ đông lớn	Gemadep (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.73)	1.64	(10.1)
So với chỉ số	(4.70)	(4.11)	(5.23)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2023F	4,854	5,105	(4.9)
2024F	5,738	6,230	(7.9)
2025F	6,068	7,331	(17.2)

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

Triển vọng dài hạn tốt bất chấp khó khăn ngắn hạn

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng hạ 7,2% giá mục tiêu xuống 73.500đ (tiềm năng tăng giá là 8%). Nhu cầu toàn cầu ảm đạm đã tác động tiêu cực tới hoạt động kinh doanh nhưng tiềm năng dài hạn và định giá của SCS vẫn hấp dẫn.
- Chúng tôi hạ bình quân 13,9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2025 sau khi hạ dự báo sản lượng hàng hóa do nhu cầu toàn cầu yếu. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ giảm 18% trong năm nay nhưng tăng trưởng 17% trong năm 2024.
- SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, so với mức bình quân trong quá khứ là 14,7 lần. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu SCS nhờ tình hình quản trị doanh nghiệp tốt, tỷ suất lợi nhuận cao, tình hình tài chính lành mạnh không có dư nợ và lợi suất cổ tức cao.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD sơ bộ Q2/2023

SCS ước tính doanh thu thuần và LNTT Q2/2023 sẽ lần lượt là 173 tỷ đồng (giảm 17% so với cùng kỳ) và 148 tỷ đồng (giảm 10% so với cùng kỳ), chủ yếu do sản lượng hàng hóa quốc tế giảm khi nhu cầu tại Mỹ và EU suy yếu. Lợi nhuận thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

Ngoài ra, HSC trước đó dự báo SCS sẽ nhận thêm khách hàng mới từ nửa cuối năm 2023, nhưng với tình hình nhu cầu hiện nay, chúng tôi cho rằng cơ hội nhận thêm khách hàng mới sẽ không cao.

Tác động: HSC hạ dự báo giai đoạn 2023-2025

HSC hạ dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2023-2025 sau khi hạ dự báo sản lượng hàng hóa. Chúng tôi hạ 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 xuống 513 tỷ đồng (giảm 18% so với cùng kỳ).

Chúng tôi cũng hạ lần lượt 14% và 15% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 17% và 5% trong năm 2024-2025. Tăng trưởng lợi nhuận sụt giảm trong năm 2025 chủ yếu do thuế suất thuế TNDN tăng do thuế suất của SCS sẽ tăng lên 20% so với 10% trong năm 2023-2024, trong khi dự báo LNTT năm 2025 của chúng tôi vẫn tăng trưởng mạnh 17% đạt 817 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng hạ 7,2% giá mục tiêu xuống 73.500đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận. SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, thấp hơn 0,9 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 14,7 lần (tính từ tháng 1/2019). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu SCS nhờ bảng CĐKT lành mạnh không có dư nợ, đội ngũ BLĐ tâm huyết, quản lý chi phí hiệu quả, lợi suất cổ tức cao (6,6%) và vị thế tốt trong thị trường lưỡng độc quyền.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	660	740	635 ▼	733 ▼	854 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	564	646	531 ▼	620 ▼	654 ▼
EPS ĐC (đồng)	9,648	6,025	4,854 ▼	5,738 ▼	6,068 ▼
DPS (đồng)	3,000	6,000	4,500	4,500	4,500
BVPS (đồng)	24,619	15,271	16,616	17,921	19,514 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.42	7.39	8.48	7.13	5.96
P/E ĐC (lần)	7.05	11.3	14.0	11.9	11.2
Lợi suất cổ tức (%)	4.41	8.82	6.62	6.62	6.62
P/B (lần)	2.76	4.45	4.09	3.79	3.48
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	23.1	(37.5)	(19.4)	18.2	5.75
ROAE (%)	49.8	48.2	35.3	38.1	37.0

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

Khó khăn trong ngắn hạn nhưng nền tảng dài hạn tích cực

Lợi nhuận của SCS trong 6 tháng đầu năm 2023 yếu chủ yếu do nhu cầu toàn cầu ảm đạm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa sẽ hồi phục dần so với quý trước và sẽ tiếp tục hồi phục mạnh hơn trong năm 2024 khi các doanh nghiệp phải tích trữ nguyên liệu trở lại và lạm phát giảm dần. HSC hạ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025 (khoảng 13-17%) và giá mục tiêu (hạ 7% xuống 73.500đ), nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá là 8%. Triển vọng ngắn hạn của SCS vẫn khó khăn nhưng nền tảng của Công ty vẫn vững chắc.

KQKD sơ bộ Q2/2023 kém tích cực

SCS công bố LNTT Q2/2023 là 148 tỷ đồng (giảm 10% so với cùng kỳ nhưng tăng 14% so với quý trước). Lợi nhuận giảm so với cùng kỳ chủ yếu do sản lượng hàng hóa quốc tế thấp do nhu cầu toàn cầu ảm đạm trong nửa đầu năm 2023 trong bối cảnh chính sách tiền tệ thắt chặt, lạm phát cao và mức tồn kho cũng ở mức cao.

Những phân tích chính về sản lượng hàng hóa của SCS trong Q2/2023 như sau:

- Sản lượng hàng hóa quốc tế thấp. Sản lượng hàng hóa quốc tế trong Q2/2023 là 32.875 tấn (giảm 25% so với cùng kỳ nhưng tăng 7% so với quý trước). Sản lượng hàng hóa của hầu hết cả các thị trường xuất khẩu chính đều giảm so với cùng kỳ trong Q2/2023 do nhu cầu yếu.
- Bên cạnh đó, nhiều mặt hàng từng xuất khẩu trực tiếp sang Trung Quốc năm ngoái thì nay được vận chuyển theo tuyến bay nội địa tới Nội Bài để xuất khẩu qua các cửa khẩu đường bộ sang Trung Quốc, sau khi quốc gia này mở cửa biên giới trở lại vào đầu năm 2023.
- Sản lượng hàng hóa nội địa tăng. Sản lượng hàng hóa nội địa trong Q2/2023 của SCS đạt 13.874 tấn, tăng 21% so với cùng kỳ và 8% so với quý trước chủ yếu nhờ những thay đổi trong vận chuyển hàng hóa sang Trung Quốc, như đã đề cập ở trên.
- Theo đó, tổng sản lượng hàng hóa trong Q2/2023 giảm 16% so với cùng kỳ xuống 46.749 tấn, do sản lượng hàng hóa quốc tế giảm. Tuy nhiên, sản lượng này cải thiện 7% so với quý trước (Bảng 2).

Do sản lượng hàng hóa thấp, SCS ước tính doanh thu sơ bộ Q2/2023 sẽ giảm 17% so với cùng kỳ xuống 173 tỷ đồng (tăng 7% so với quý trước). Nhờ thu nhập tài chính tăng do lượng tiền gửi tăng, LNTT Q2/2023 chỉ giảm 10% so với cùng kỳ xuống 147 tỷ đồng. Thu nhập tài chính trong Q2/2023 tăng 70% so với cùng kỳ nhờ dòng tiền cải thiện và lãi suất tăng.

Bảng 1: KQKD sơ bộ Q2/2023, SCS

Doanh thu thuần giảm 17% so với cùng kỳ nhờ sản lượng hàng hóa giảm

	Q2/2022	Q2/2023	% so với cùng kỳ	6T 2022	6T 2023	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	208	173	-16.8%	454	335	-26.2%
LNTT	164	147	-10.4%	366	277	-24.3%

Nguồn: SCS

Bảng 2: Sản lượng hàng hóa qua cảng, SCS

Sản lượng hàng hóa Q2/2023 giảm đáng kể do sản lượng hàng hóa quốc tế thấp

	Q2/2022	Q2/2023	% so với cùng kỳ	6T 2022	6T 2023	% so với cùng kỳ
Quốc tế	43,973	32,875	-25%	99,711	63,558	-36%
Nội địa	11,462	13,874	21%	22,329	26,712	20%
Tổng	55,435	46,749	-16%	122,040	90,270	-26%

Nguồn: SCS

LNTT 6 tháng đầu năm 2023 giảm 24% so với cùng kỳ

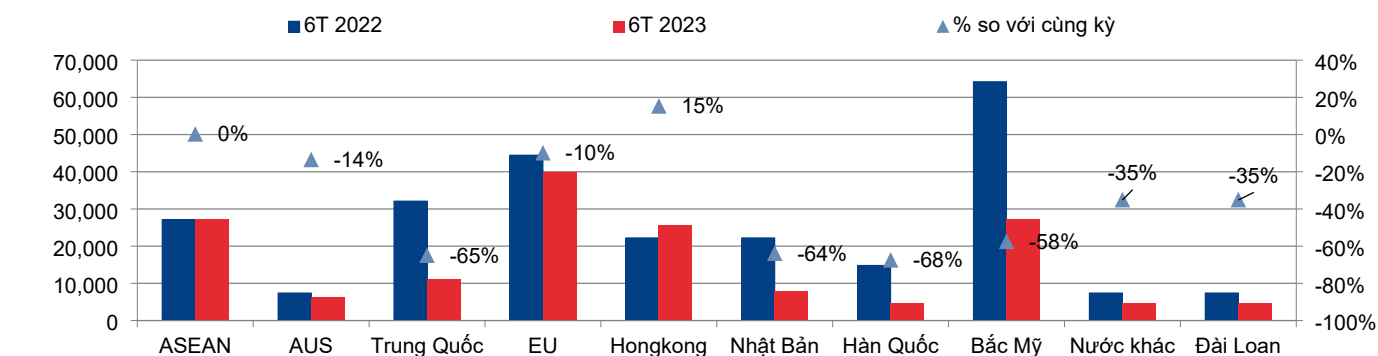
Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu thuần và LNTT sơ bộ của SCS lần lượt là 335 tỷ đồng (giảm 26% so với cùng kỳ) và 277 tỷ đồng (giảm 24% so với cùng kỳ).

Tổng sản lượng hàng hóa trong 6 tháng đầu năm 2023 giảm 26% so với cùng kỳ do sản lượng hàng hóa quốc tế giảm 36% trong khi sản lượng hàng hóa nội địa tăng 20% so với cùng kỳ.

*SCS không công bố cơ cấu sản lượng hàng hóa quốc tế theo thị trường. Tuy nhiên, dựa trên số liệu tổng thể của cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA), chúng tôi đưa ra bức tranh về tình hình sản lượng hàng hóa theo thị trường trong 6 tháng đầu năm 2023. Trong đó, cảng hàng không TIA đã xử lý 227.000 tấn, giảm 25% so với cùng kỳ. Trong khi sản lượng hàng hóa nội địa tăng 22% so với cùng kỳ, sản lượng hàng hóa quốc tế giảm 35% so với cùng kỳ. Các thị trường chính bao gồm Bắc Mỹ và Mỹ, đóng góp lần lượt 17% và 25% tổng sản lượng hàng hóa trong nửa đầu năm 2023, giảm lần lượt 58% và 10% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 3: Sản lượng xếp dỡ hàng hóa, cảng TIA (tấn)

Sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế giảm mạnh do nhu cầu toàn cầu suy yếu



Nguồn: SCS

Trong khi đó, sản lượng hàng hóa tại các thị trường lớn khác như Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, Trung Quốc cũng giảm đáng kể lần lượt 68%, 64%, 35% và 65% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2023 (Bảng 3).

Triển vọng sản lượng hàng hóa

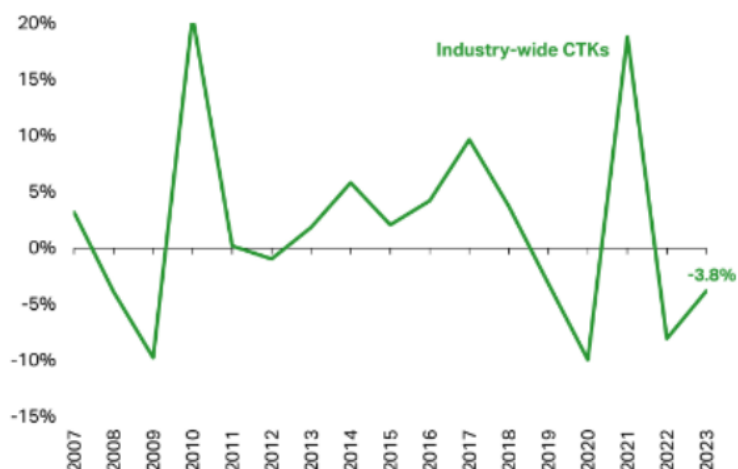
Dựa trên tình hình nhu cầu hiện tại, khả năng phục hồi mạnh về sản lượng trong nửa cuối năm 2023 khó có thể xảy ra như kỳ vọng trước đây của chúng tôi, do niềm tin tiêu dùng sụt giảm và lạm phát cơ bản cao. Chúng tôi cho rằng sản lượng hàng hóa của SCS trong nửa cuối năm 2023 vẫn sẽ giảm so với cùng kỳ, nhưng cũng sẽ có sự cải thiện dần dần theo các quý.

Trên thực tế, nhu cầu toàn cầu cũng có dấu hiệu cải thiện dần trong những tháng gần đây. Theo IATA (Hiệp hội vận tải hàng không quốc tế), hệ số CTK (tấn hàng hóa/km) trên toàn cầu chỉ giảm 5,2% so với cùng kỳ trong tháng 5/2023 so với mức giảm 16,8% so với cùng kỳ trong tháng 1/2023. Trong 5 tháng đầu năm 2023, hệ số CTK toàn cầu giảm 9% so với cùng kỳ và IATA dự báo hệ số này trong năm 2023 sẽ giảm chậm lại ở mức 3,8% so với cùng kỳ.

Đối với triển vọng năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa hàng không sẽ tăng trưởng cao nhờ nhu cầu phục hồi khi các doanh nghiệp đẩy mạnh tích trữ hàng hóa và lạm phát trở lại mức bình thường. Theo báo cáo “Triển vọng kinh tế toàn cầu” của World Bank, công bố vào tháng 6/2023, kim ngạch thương mại toàn cầu được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt là 2,8% và 3,0% trong năm 2024 và 2025 so với mức tăng trưởng 1,7% trong năm 2023 (Bảng 5), từ đó hỗ trợ sản lượng hàng hóa hàng không trên toàn cầu trong năm 2024.

Biểu đồ 4: Tăng trưởng hệ số tấn hàng hóa.km (CTK) toàn cầu

IATA dự báo hệ số CTK toàn cầu sẽ giảm 3,8% vào năm 2023, thấp hơn so với mức 9% sụt giảm trong 5 tháng đầu năm 2023



Nguồn: IATA

Bảng 5: Dự báo tăng trưởng GDP và kim ngạch thương mại toàn cầu

World Bank kỳ vọng kim ngạch thương mại toàn cầu sẽ cải thiện vào năm sau

Điểm %	2022	2023F	2024F	2025F
GDP toàn cầu	3.1	2.1	2.4	3.0
- Các nước phát triển	2.6	0.7	1.2	2.2
USA	2.1	1.1	0.8	2.3
EU	3.5	0.4	1.3	2.3
Nhật Bản	1.0	0.8	0.7	0.6
- Các nền kinh tế mới nổi / đang phát triển	3.7	4.0	3.9	4.0
Kim ngạch thương mại toàn cầu	6.0	1.7	2.8	3.0

Nguồn: World Bank

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo, SCS

HSC hạ bình quân 13,9% dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2023-2025

Tỷ đồng	Old	Growth y/y	New	Change	Growth y/y
2023					
Doanh thu thuần	851	-0.1%	724	-14.9%	-14.9%
Lợi nhuận thuần	607	-6.0%	531	-12.7%	-17.9%
2024					
Doanh thu thuần	994	16.9%	863	-13.2%	19.2%
Lợi nhuận thuần	717	18.1%	620	-13.5%	16.9%
2025					
Doanh thu thuần	1,180	18.7%	1,007	-14.6%	16.7%
Lợi nhuận thuần	773	7.8%	654	-15.4%	5.4%

Nguồn: HSC

Dự báo mới

HSC trước đó kỳ vọng SCS sẽ có thêm một khách hàng mới trong nửa cuối năm 2023 để hỗ trợ sản lượng hàng hóa. Tuy nhiên, với tình hình hiện tại, chúng tôi cho rằng cơ hội chào đón thêm khách hàng mới trong năm nay là không cao. Cùng với sản lượng hàng hóa phục hồi chậm hơn kỳ vọng trong Q2/2023, HSC hạ bình quân 13,9% dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2023-2025 sau khi hạ dự báo sản lượng hàng hóa.

Dự báo năm 2023

HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần năm 2023 sẽ lần lượt là 531 tỷ đồng (giảm 13% so với cùng kỳ) và 724 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ). Giả định chính trong năm 2023 như sau:

- HSC dự báo tổng sản lượng hàng hóa trong năm 2023 sẽ giảm 13% so với cùng kỳ xuống 192.500 tấn. Trong đó, sản lượng hàng hóa quốc tế giảm 22% so với cùng kỳ xuống 138.000 tấn. Chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa quốc tế trong Q3/2023 sẽ giảm 10% so với cùng kỳ xuống 36.000 tấn (tăng 9,5% so với quý trước) và đi ngang so với cùng kỳ trong Q4/2023 ở mức 37.000 tấn (tăng 2,8% so với quý trước).
- Trong khi đó, chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa nội địa sẽ tăng trưởng 23% đạt 54.500 tấn nhờ hàng hóa luân chuyển từ các tuyến quốc tế về các tuyến nội địa, như đã đề cập ở trên.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2023 sẽ giảm xuống 79% từ mức 82% trong năm 2022 do phí hoa hồng tăng. Theo quy định mới ban hành trong năm 2022, các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ hàng không sẽ phải trả phí hoa hồng cho ACV (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu là 90.400đ). Đối với SCS, mức phí sẽ được áp dụng trong khoảng 1,5-4,5% doanh thu xếp dỡ hàng hóa. SCS đang đàm phán với ACV về mức phí này. Chúng tôi hiện dự báo tỷ lệ thu phí sẽ là 1,5% và SCS sẽ chi trả khoảng 10 tỷ đồng phí hoa hồng cho ACV trong năm 2023.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu sẽ đi ngang ở mức 6,7% với chi phí bán hàng & quản lý là 48 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ).
- Lãi tài chính thuần sẽ đạt 76 tỷ đồng (tăng trưởng 30%) nhờ tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn tăng.
- LNTT sẽ là 598 tỷ đồng (giảm 14% so với cùng kỳ). Thuế suất thuế TNDN sẽ tăng do thuế suất đối với lợi nhuận xếp dỡ hàng hóa sẽ tăng lên 10% từ mức 5% trong năm 2022. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2023 sẽ giảm 15% so với cùng kỳ xuống 531 tỷ đồng.

Dự báo năm 2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần năm 2024 sẽ tăng trưởng lần lượt 19% và 17% đạt lần lượt 620 tỷ đồng và 893 tỷ đồng. Những giả định chính như sau:

- Chúng tôi dự báo tổng sản lượng hàng hóa trong năm 2024 sẽ đạt 221.315 tấn (tăng trưởng 15%), trong đó sản lượng hàng hóa quốc tế và nội địa tăng trưởng lần lượt 18% và 7%.
- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu toàn cầu sẽ hồi phục trong năm tới và sẽ thúc đẩy sản lượng hàng hóa quốc tế cải thiện đáng kể đạt 163.000 tấn (tăng trưởng 18%). So với mức trước đại dịch, sản lượng hàng hóa quốc tế sẽ gần hồi phục trở lại mức năm 2019 là 166.000 tấn.
- Trong khi đó, chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa trong nước sẽ chỉ tăng nhẹ 7% từ mức nền cao trong năm nay và đạt 58.315 tấn.
- Chúng tôi kỳ vọng phí xếp dỡ bình quân sẽ tăng lần lượt 3% và 4% đối với hàng hóa quốc tế và nội địa đạt lần lượt 4,5 triệu đồng/tấn và 1,3 triệu đồng/tấn.
- Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ lên 80%, so với 79% trong năm 2023 nhờ sản lượng hàng hóa cải thiện. Lợi nhuận gộp sẽ đạt 689 tỷ đồng (tăng trưởng 20%).
- Lãi tài chính thuần sẽ là 68 tỷ đồng (giảm 10% so với cùng kỳ) do chúng tôi kỳ vọng lãi suất bình quân sẽ giảm so với cùng kỳ trong năm 2024.
- Tổng cộng, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 sẽ hồi phục mạnh 17% đạt 620 tỷ đồng.

Dự báo năm 2025

HSC dự báo lợi nhuận thuần, LNTT và doanh thu thuần năm 2025 sẽ đạt lần lượt 654 tỷ đồng (tăng trưởng 5,4%) 817 tỷ đồng (tăng trưởng 17,3%) và 1.007 tỷ đồng (tăng

trường 16,7%). Lợi nhuận thuần và LNTT tăng trưởng chậm lại chủ yếu do thuế suất thuế TNDN tăng do thuế TNDN của SCS đổi với mảng xếp dỡ hàng hóa sẽ tăng lên 20% trong năm 2025 từ 10% trước đó. Những động lực chính thúc đẩy tăng trưởng bao gồm tăng trưởng sản lượng hàng hóa và thu nhập tài chính cải thiện, do chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa quốc tế và nội địa sẽ tăng trưởng lần lượt 15% và 7% đạt lần lượt 187.450 tấn và 62.397 tấn năm 2025.

Bảng CĐKT và cổ tức bằng tiền mặt

Lưu ý, chúng tôi chưa bao gồm dự án văn phòng thứ hai của SCS vào mô hình dự báo do Công ty vẫn đang chờ xin giấy phép xây dựng từ Bộ Quốc phòng. Ngoài ra, SCS muốn tham gia vào một trong hai cảng hàng hóa tại cảng hàng không quốc tế Long Thành (LTIA) để duy trì tăng trưởng dài hạn, nhưng hiện chưa có thêm thông tin nào được công bố nên chúng tôi chưa bao gồm dự án này vào mô hình dự báo.

Chúng tôi dự báo tổng tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn của SCS sẽ tiếp tục tăng và đạt lần lượt 1.038 tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ), 1.192 tỷ đồng (tăng 15% so với cùng kỳ) và 1.329 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ) tại thời điểm cuối năm 2023, 2024 và 2025.

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn 2023-2025 sẽ là 4.500đ/năm, tương đương lợi suất cổ tức là 6,6% và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức bình quân là 71% trong kỳ.

Lưu ý, trong ĐHCĐ vừa qua, SCS đã thông qua phương án chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ lợi nhuận năm 2022 là 6.000đ. Trong đó, 2.500đ đã được chi trả vào tháng 12/2022 và 3.500đ còn lại sẽ được chi trả vào tháng 8/2023.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng hạ giá mục tiêu xuống 73.500đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2024 (từ cuối năm 2023 trước đó). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu SCS nhờ bảng CĐKT và dòng tiền lành mạnh và không có dư nợ, lợi suất cổ tức cao, tình hình quản trị doanh nghiệp tốt và vị thế lưỡng độc quyền tại sân bay Tân Sơn Nhất. Lợi nhuận của SCS sẽ chịu tác động do nhu cầu toàn cầu thấp trong năm 2023 nhưng chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ cải thiện khi nhu cầu hồi phục.

HSC duy trì giả định lãi suất phi rủi ro là 5,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,0%, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0% trong khi hạ giả định beta xuống 0,9, từ 1,0 trước đó. Chúng tôi tóm tắt tính toán và giả định định giá bên dưới.

Bảng 7: Định giá FCFF, SCS

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	641	524	631	742	895
Thuế	50	67	77	163	196
Cộng: khấu hao	44	37	37	37	37
Trừ: Đầu tư cơ bản	(34)	(57)	(7)	(51)	(78)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(44)	(24)	(36)	(36)	(38)
UFCF	556	412	548	542	636

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá, SCS

Giá mục tiêu mới theo mô hình định giá của chúng tôi là 73.500

Tính toán WACC		Tính toán DCF (triệu đồng)	Đơn vị	End-2023	End-2024
Lãi suất phi rủi ro	5%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		0%	0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	3,479	3,903
Beta	0.9	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng	2,206	2,013
Chi phí vốn CSH	12.2%	Tổng cộng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	5,684	5,916
Tỷ trọng vốn CSH	100.0%	Cộng: Tiền + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,038	1,192
Tỷ trọng nợ	0.0%	Trừ: Tổng nợ	Tỷ đồng	-	-
WACC	12.2%	Lợi ích cổ đông thiểu số		-	-
		Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	6,722	7,107
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cp	94	94
		Giá trị vốn CSH/cp	Đồng/cp	71,602	75,309
		Giá mục tiêu		73,456	

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro, SCS

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn			
		0%	1%	2%	3%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	76,761	78,582	80,799	83,556
	4.5%	75,049	76,672	78,630	81,038
	5.0%	73,456	74,908	76,645	78,760
	5.5%	71,967	73,271	74,820	76,687
	6.0%	70,571	71,747	73,132	74,790

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, thấp hơn 0,9 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong quá khứ là 14,7 lần (tính từ tháng 1/2019).

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, SCS

SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần...



Nguồn:

Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với bình quân, SCS

... thấp hơn 0,9 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân



Nguồn:

Rủi ro đầu tư

- Sản lượng hàng hóa thấp hơn/cao hơn kỳ vọng do nhu cầu toàn cầu thấp hơn/cao hơn dự báo.
- Cảng hàng hóa LTIA đi vào hoạt động sẽ khiến hàng hóa luân chuyển từ cảng hàng không TIA sang cảng hàng không LTIA. Đây là rủi ro lớn nhất khiến KQKD và giá mục tiêu thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Ngược lại, SCS đang đặt mục tiêu đầu tư một cảng hàng hóa tại cảng hàng không LTIA. Đây sẽ là tiềm năng khiến KQKD vượt dự báo của chúng tôi do chúng tôi hiện giả định tốc độ tăng trưởng từ năm 2027 là 0%. Tuy nhiên, sự kiện này vẫn không chắc chắn.

- Dự án xây dựng tòa nhà văn phòng thứ hai sẽ khiến KQKD và giá mục tiêu vượt kỳ vọng của chúng tôi, do chúng tôi chưa bao gồm dự án này vào mô hình dự báo.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	839	851	724	863	1,007
Lợi nhuận gộp	652	698	573	689	809
Chi phí BH&QL	(78.1)	(56.9)	(48.4)	(57.7)	(67.3)
Thu nhập khác	(1.84)	(3.14)	(2.67)	(3.18)	(3.72)
Chi phí khác	0.03	0.46	0.39	0.47	0.54
EBIT	605	697	598	697	817
Lãi vay thuần	33.5	58.2	76.1	68.2	78.9
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	605	697	598	697	817
Chi phí thuế TNDN	(41.7)	(50.5)	(67.5)	(76.6)	(163)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	564	646	531	620	654
Lợi nhuận thuần ĐC	524	601	493	577	608
EBITDA ĐC	660	740	635	733	854
EPS (đồng)	10,425	6,507	5,248	6,198	6,553
EPS ĐC (đồng)	9,648	6,025	4,854	5,738	6,068
DPS (đồng)	3,000	6,000	4,500	4,500	4,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	50.7	61.5	94.4	94.4	94.4
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	50.7	93.9	94.4	94.4	94.4
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	50.7	93.9	94.4	94.4	94.4

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	57.9	51.3	96.6	114	70.5
Đầu tư ngắn hạn	480	860	941	1,079	1,259
Phải thu khách hàng	312	85.3	72.6	86.5	101
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0
Các tài sản ngắn hạn khác	1.30	3.83	3.26	3.88	4.53
Tổng tài sản ngắn hạn	851	1,000	1,114	1,283	1,435
TSCĐ hữu hình	411	391	411	382	397
TSCĐ vô hình	0.72	0.59	0.11	(0.37)	(0.85)
Bất động sản đầu tư	85.4	78.7	72.0	65.2	58.5
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	66.7	85.0	75.4	85.9	96.8
Tổng tài sản dài hạn	564	555	558	532	551
Tổng cộng tài sản	1,416	1,556	1,672	1,815	1,986
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	7.52	3.55	3.02	3.60	4.20
Nợ ngắn hạn khác	129	96.9	82.5	98.3	115
Tổng nợ ngắn hạn	164	118	100	119	139
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1.80	4.33	3.69	4.40	5.13
Tổng nợ dài hạn	1.80	4.33	3.69	4.40	5.13
Tổng nợ phải trả	166	122	104	124	144
Vốn chủ sở hữu	1,249	1,434	1,568	1,691	1,842
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,249	1,434	1,568	1,691	1,842
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,416	1,556	1,672	1,815	1,986
BVPS (đ)	24,619	15,271	16,616	17,921	19,514
Nợ thuần/(tiền mặt)	(57.9)	(51.3)	(96.6)	(114)	(70.5)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	605	697	598	697	817
Khấu hao	(54.4)	(43.7)	(36.5)	(36.5)	(36.5)
Lãi vay thuần	33.5	58.2	76.1	68.2	78.9
Thuế TNDN đã nộp	(23.4)	(53.0)	(67.5)	(76.6)	(163)
Thay đổi vốn lưu động	4.76	(13.7)	5.51	(6.02)	(6.26)
Khác	(32.8)	(58.1)	(0.64)	0.70	0.73
LCT thuần từ HKKD	591	586	542	622	655
Đầu tư TS dài hạn	(5.59)	(34.3)	(57.3)	(7.38)	(51.5)
Góp vốn & đầu tư	(1,170)	(1,604)	(75.7)	(137)	(187)
Thanh lý	846	1,434	0	0	0
Khác	32.0	51.1	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(298)	(153)	(133)	(145)	(238)
Cổ tức trả cho CSH	(271)	(439)	(364)	(460)	(460)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	0	0	0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(271)	(439)	(364)	(460)	(460)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	36.1	57.9	51.3	96.6	114
LCT thuần trong kỳ	22.4	(6.37)	45.3	17.1	(43.2)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.52)	(0.21)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	57.9	51.3	96.6	114	70.5
Dòng tiền tự do	586	551	485	614	603

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	77.7	82.0	79.1	79.9	80.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	78.6	87.0	87.6	85.0	84.8
Tỷ suất LNT (%)	67.2	75.9	73.3	71.9	64.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.89	7.24	11.3	11.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	21.1	1.42	(14.9)	19.2	16.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	19.4	12.2	(14.3)	15.6	16.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	21.4	14.6	(17.9)	16.9	5.40
Tăng trưởng EPS (%)	22.9	(37.6)	(19.4)	18.1	5.72
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	23.1	(37.5)	(19.4)	18.2	5.75
Tăng trưởng DPS (%)	(62.5)	100	(25.0)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	28.8	92.2	85.7	72.6	68.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	49.8	48.2	35.3	38.1	37.0
ROACE (%)	53.3	51.8	39.7	42.6	46.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.67	0.57	0.45	0.49	0.53
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.98	0.84	0.91	0.89	0.80
Số ngày tồn kho	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	608	203	175	182	186
Số ngày phải trả	14.6	8.47	7.28	7.56	7.73
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(4.08)	(3.38)	(6.00)	(6.55)	(3.64)
Nợ/tài sản (%)	0.48	0.18	0.14	0.16	0.17
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.18	8.51	11.1	10.8	10.3
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.47	6.43	7.43	6.06	5.05
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.42	7.39	8.48	7.13	5.96
P/E (lần)	6.52	10.4	13.0	11.0	10.4
P/E ĐC (lần)	7.05	11.3	14.0	11.9	11.2
P/B (lần)	2.76	4.45	4.09	3.79	3.48
Lợi suất cổ tức (%)	4.41	8.82	6.62	6.62	6.62

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