

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

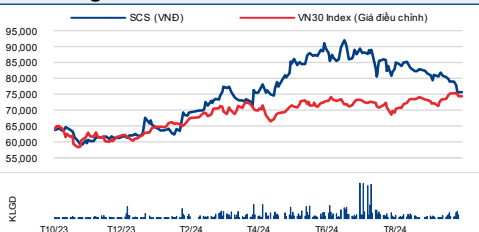
Giá mục tiêu: VNĐ84,000 (từ VNĐ96,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 11.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/10/2024)	75,700
Mã Bloomberg	SCS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	59,121-92,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	75,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,145
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	287
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)	6.24
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.9%
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	(7.23)	(13.6)	19.3
So với chỉ số	(8.63)	(14.8)	1.83
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	6,649	6,591	0.9
2025F	6,892	7,031	(2.0)
2026F	7,803	8,063	(3.2)

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Giảm 12% giá mục tiêu do quan điểm thận trọng hơn về LTIA; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS nhưng giảm 12% giá mục tiêu xuống 84.000đ (tiềm năng tăng giá 11%) để phản ánh rủi ro của Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA) đối với SCS, trong trường hợp nếu công ty không được tham gia vào dự án này.
- Chúng tôi nâng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do SCS áp dụng cách tính phí mới đối với dịch vụ xếp dỡ hàng hóa quốc tế. Tuy nhiên, chúng tôi giảm dự phóng các năm sau để phản ánh rủi ro về sản lượng sau khi LTIA đi vào hoạt động (từ cuối 2026).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm ở mức 14,1 lần.

Sự kiện: Cách tính phí mới và đánh giá tác động của LTIA

Từ ngày 1/9, SCS đã áp dụng phương thức tính phí mới cho hàng hóa quốc tế. SCS sẽ sử dụng trọng lượng thực tế hoặc trọng lượng quy đổi từ thể tích của lô hàng – tùy theo mức nào lớn hơn – để xác định trọng lượng tính phí. Trước đây, SCS chỉ tính phí dựa trên trọng lượng thực tế. Phương thức tính phí mới dự kiến sẽ giúp tăng doanh thu mà không phát sinh thêm chi phí, từ đó cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Trong khi đó, việc xây dựng cảng hàng không LTIA đang tiến triển theo kế hoạch và dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ cuối năm 2026. Từ năm 2027 trở đi, lượng hàng hóa quốc tế từ Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) sẽ được chuyển dần sang LTIA. Nếu SCS không được tham gia vào dự án này, lợi nhuận sẽ có thể bị ảnh hưởng; do đó Công ty đang tích cực theo đuổi các cơ hội để tham gia vào dự án LTIA.

Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, nhưng thận trọng hơn trong những năm tiếp theo

HSC tăng bình quân 4,1% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 để phản ánh phương thức tính phí mới của SCS. Theo dự báo mới của chúng tôi – hơi thấp hơn so với dự báo của thị trường – lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 19%. Tuy nhiên, chúng tôi cũng đưa ra những dự báo sơ bộ cho giai đoạn từ năm 2027 trở đi dựa trên quan điểm thận trọng hơn về các tác động của LTIA đối với SCS. Do hiện tại chưa chắc chắn về khả năng tham gia của SCS, chúng tôi dự báo trên kịch bản cơ sở là SCS không tham gia vào LTIA. Theo đó, HSC giả định sản lượng năm 2027 của SCS sẽ giảm 50% so với năm trước sau đó tăng trưởng khoảng 7%/năm trong những năm tiếp theo.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng là 11,4 lần, thấp hơn bình quân kể từ tháng 1/2019 ở mức 14,1 lần, đây là mức định giá hấp dẫn. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 12% giá mục tiêu xuống 84.000đ (tiềm năng tăng giá 11%) do các giả định thận trọng hơn của chúng tôi trong kịch bản cơ sở khi SCS không tham gia vào LTIA. Mặt khác, nếu SCS tham gia thành công vào dự án LTIA, triển vọng lợi nhuận dài hạn của công ty sẽ tốt hơn so với dự báo và tạo ra tiềm năng giá mục tiêu so với mô hình của chúng tôi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	740	612	857 ▲	964	1,080
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	646	498	717 ▲	742	835
EPS ĐC (đồng)	6,025	4,527	6,649 ▲	6,892	7,803
DPS (đồng)	6,000	5,000	4,500	4,500	4,500
BVPS (đồng)	15,271	14,185	16,456 ▼	18,806 ▼	22,115 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.37	9.93	6.73	5.68	4.70
P/E ĐC (lần)	12.6	16.7	11.4	11.0	9.70
Lợi suất cổ tức (%)	7.93	6.61	5.94	5.94	5.94
P/B (lần)	4.96	5.34	4.60	4.03	3.42
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.5)	(24.9)	46.9	3.65	13.2
ROAE (%)	48.2	35.9	49.5	44.4	43.0

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

Định giá vẫn hấp dẫn, với tiềm năng tăng giá liên quan đến dự án LTIA

HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 84.000đ (tiềm năng tăng giá 11%) để phản ánh dự báo của chúng tôi về khả năng giảm sản lượng khi LTIA bắt đầu đi vào hoạt động (kịch bản cơ sở hiện tại giả định SCS không tham gia vào sân bay mới; trong trường hợp được tham gia vào dự án, lợi nhuận và giá mục tiêu sẽ tốt hơn so với dự phóng hiện tại). Chúng tôi tin rằng việc cổ phiếu SCS giảm giá gần đây đã phần nào phản ánh rủi ro này (P/E dự phóng của SCS đang rẻ hơn 0,9 độ lệch chuẩn). HSC vẫn lạc quan đối với triển vọng của SCS nhờ tình hình tài chính vững mạnh, dòng tiền tốt và lợi suất cổ tức hàng năm hợp lý ở mức 5,9% trong giai đoạn 2024-2026, cũng như nhờ khả năng quản trị doanh nghiệp hiệu quả. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Cập nhật

Phương thức tính phí mới cho hàng hóa quốc tế

Từ ngày 1/9, SCS đã áp dụng phương thức tính giá mới cho hàng hóa quốc tế. Trước đây, SCS tính phí dựa trên trọng lượng lô hàng. Tuy nhiên, hiện nay SCS sẽ sử dụng trọng lượng thực tế hoặc trọng lượng thể tích của lô hàng, tùy theo mức nào lớn hơn, để xác định trọng lượng tính phí. Sự thay đổi này sẽ giúp tăng doanh thu mà không phát sinh thêm chi phí, từ đó cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

HSC ước tính rằng phương thức tính phí mới có thể giúp SCS tăng LNTT thêm khoảng 4,0 tỷ đến 5,0 tỷ đồng mỗi tháng, tương đương khoảng 7% lợi nhuận bình quân hàng tháng trong nửa đầu năm 2024.

Cập nhật sản lượng Q3/2024

Trong Q3/2024, sản lượng hàng hóa quốc tế và trong nước của SCS lần lượt đạt 51.901 tấn (tăng 51% so với cùng kỳ, giảm 2% so với quý trước) và 13.743 tấn (tăng 17% so với cùng kỳ, giảm 21% so với quý trước). Sản lượng hàng hóa quốc tế sát với dự báo của HSC, trong khi sản lượng hàng hóa trong nước thấp hơn dự báo do các yếu tố mùa vụ và ảnh hưởng của bão Yagi. Tổng sản lượng hàng hóa Q3/2024 đạt 65.644 tấn (tăng 42% so với cùng kỳ, giảm 7% so với quý trước) và thấp hơn 5% so với ước tính của chúng tôi.

Mức tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ được thúc đẩy nhờ một khách quốc tế mới từ tháng 2/2024 và sự phục hồi của nhu cầu, trong khi sản lượng giảm so với quý trước là do các yếu tố mùa vụ. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng hàng hóa của SCS đã tăng 42% so với cùng kỳ nhờ sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 51% và sản lượng hàng hóa trong nước tăng 22% (Bảng 1).

Dự báo KQKD Q3/2024

Với sản lượng hàng hóa như trên và phương thức tính phí mới, HSC dự báo lợi nhuận thuần Q3/2024 của SCS sẽ tăng lên 192 tỷ đồng (tăng 51% so với cùng kỳ và 2% so với quý trước). Mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ so với cùng kỳ dự kiến được thúc đẩy bởi tăng trưởng sản lượng hàng hóa. Mặc dù sản lượng hàng hóa giảm 7% so với quý trước nhưng lợi nhuận có thể sẽ tăng 2% so với quý trước nhờ phương thức tính phí mới đối với hàng hóa quốc tế.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu và lợi nhuận thuần của SCS có thể đạt lần lượt 746 tỷ đồng và 529 tỷ đồng, tăng 47% và 43% so với cùng kỳ.

Bảng 1: Sản lượng hàng hóa 9 tháng đầu năm 2024, SCS

Sản lượng hàng hóa trong tháng 3/2024 tăng 42% so với cùng kỳ nhưng giảm 7% so với quý trước

Tấn	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Quốc tế	34,379	51,901	51%	-2%	97,937	147,538	51%
Nội địa	11,766	13,743	17%	-21%	38,478	46,836	22%
Tổng	46,145	65,644	42%	-7%	136,415	194,374	42%

Nguồn: SCS

Bảng 2: Ước tính lợi nhuận Q3/2024, SCS

Lợi nhuận thuần Q3/2024 nhiều khả năng sẽ tăng 2% so với quý trước mặc dù sản lượng hàng hóa giảm

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	172	269	56.8%	1.9%	506	746	47.4%
Lợi nhuận thuần	128	192	50.5%	1.6%	370	529	42.9%

Nguồn: SCS, HSC

Tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026

HSC tăng bình quân 4,1% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 để phản ánh mức lợi nhuận cao hơn từ phương thức tính phí mới. Chúng tôi giữ nguyên giả định về sản lượng hàng hóa quốc tế vì sản lượng 9 tháng đầu năm 2024 sát với dự báo, đồng thời giảm giả định sản lượng hàng hóa trong nước do sản lượng Q3/2024 thấp hơn dự báo. Những dự báo lợi nhuận mới được trình bày trong Bảng 3-4.

Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo đạt 717 tỷ đồng, nhờ sản lượng hàng hóa quốc tế và trong nước tăng trưởng lần lượt 46% và 20%. Theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2024 dự báo đạt 188 tỷ đồng (tăng 47% so với cùng kỳ và giảm 2% so với quý trước). Lợi nhuận tăng đáng kể so với cùng kỳ nhờ sản lượng hàng hóa tăng cao, trong khi giảm nhẹ so với quý trước do chi phí nhân công tăng để chi trả lương tháng thứ 13.

Cho năm 2025, doanh thu thuần dự báo tăng trưởng 13% đạt 1,1 nghìn tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần dự báo chỉ tăng trưởng 3,5% đạt 742 tỷ đồng, chủ yếu do thuế TNDN có thể tăng lên 20% (từ 10%) do thời hạn ưu đãi thuế đã hết. Đáng chú ý, LNTT vẫn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh 13% đạt 927 tỷ đồng.

Cho năm 2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt 12,5% và 12% đạt lần lượt 835 tỷ đồng và 1,3 nghìn tỷ đồng.

Bảng 3: Dự báo cũ & mới, SCS

HSC tăng bình quân 4,1% dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	983	39.4%	1,011	2.8%	43.4%
Lợi nhuận thuần	676	35.7%	717	6.1%	43.9%
2025					
Doanh thu thuần	1,135	15.5%	1,145	1.0%	13.4%
Lợi nhuận thuần	721	6.7%	742	2.9%	3.5%
2026					
Doanh thu thuần	1,264	11.4%	1,283	1.7%	12.1%
Lợi nhuận thuần	807	11.9%	835	3.5%	12.5%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Ước tính sản lượng hàng hóa cũ & mới, SCS

Chúng tôi giữ nguyên giả định sản lượng hàng hóa quốc tế nhưng hạ ước tính sản lượng hàng hóa trong nước

Tán	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	Quốc tế	Nội địa	Tổng	Quốc tế	Nội địa	Tổng	Quốc tế	Nội địa	Tổng
2024	200,000	72,500	272,500	200,000	63,000	263,000	-	-13%	-3%
Tăng trưởng	46%	38%	44%	46%	20%	37%			
2025	224,000	77,575	301,575	224,000	69,300	293,300	-	-11%	-3%
Tăng trưởng	12%	7%	11%	12%	10%	12%			
2026	248,640	83,005	331,645	248,640	74,151	322,791	-	-11%	-3%
Tăng trưởng	11%	7%	10%	11%	7%	10%			

Nguồn: HSC

Rủi ro từ việc LTIA đi vào hoạt động từ cuối năm 2026

Dự án LTIA sẽ có hai nhà ga hàng hóa hàng không. ACV (Mua vào, giá mục tiêu 137.700đ), đơn vị độc quyền vận hành cảng hàng không tại Việt Nam, sẽ là chủ đầu tư cho nhà ga đầu tiên (giai đoạn 1). Nhà đầu tư cho nhà ga thứ hai sẽ được quyết định thông qua đấu thầu nhưng lộ trình đấu thầu và xây dựng vẫn chưa được xác định. Khi LTIA đi vào hoạt động – giai đoạn 1 dự kiến từ cuối năm 2026 – sản lượng

hàng hóa của SCS có thể sẽ giảm do một phần các chuyến bay sẽ được chuyển sang LTIA từ Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) hiện tại.

Trước đây, chúng tôi đã phản ánh rủi ro đối với SCS từ dự án LTIA bằng cách áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0% cho giai đoạn từ năm 2027 trở đi. Vì ACV gần đây đã cho biết kế hoạch chuyển khoảng 80% chuyến bay quốc tế và khoảng 20% chuyến bay trong nước đến LTIA tại TP.HCM từ TIA, nên HSC hiện đưa ra dự báo sơ bộ cho giai đoạn 2027-2030 để phản ánh mức độ thận trọng cao hơn. Chi tiết như sau.

Kịch bản cơ sở: SCS không tham gia vào LTIA

Trong kịch bản cơ sở mà HSC đưa ra, trong đó SCS không thể tham gia vào dự án LTIA, lợi nhuận thuần dự kiến sẽ giảm 42% trong năm 2027. Cụ thể như sau:

- Chúng tôi giả định sản lượng hàng hóa quốc tế năm 2027 tại các cơ sở hiện hữu của SCS sẽ giảm 50% so với cùng kỳ. Điều này dựa trên giả định sản lượng hàng hóa từ các chuyến bay chở khách quốc tế giảm 80% và hàng hóa từ các chuyến bay chở hàng sẽ vẫn được xếp dỡ tại TIA. Lưu ý, các chuyến bay chở hàng thường đóng góp khoảng 30% sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS. Cho giai đoạn 2028-2030, HSC giả định sản lượng hàng hóa quốc tế sẽ tăng trưởng 7%/năm.
- Chúng tôi giả định sản lượng hàng hóa trong nước sẽ tăng trưởng 0% trong năm 2027 sau đó tăng trưởng 7%/năm trong giai đoạn 2028-2030.
- Về giá dịch vụ bình quân, chúng tôi giả định giá dịch vụ bình quân cho hàng hóa quốc tế và trong nước tăng lần lượt 2% và 1%/năm.

Bảng 5: Doanh thu & lợi nhuận thực tế và dự báo (với 'ước tính sơ bộ' từ năm 2027), SCS

Theo 'ước tính sơ bộ' của chúng tôi, lợi nhuận năm 2027 nhiều khả năng sẽ giảm đáng kể nếu SCS không thể tham gia dự án sân bay quốc tế Long Thành

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu thuần	705	1,011	1,142	1,283	734	795	861	932
Tăng trưởng	-17.2%	43.4%	13.4%	12.1%	-42.9%	8.2%	8.3%	8.3%
Lợi nhuận thuần	498	717	742	835	484	515	561	610
Tăng trưởng	-22.9%	43.9%	3.5%	12.5%	-42.0%	6.4%	8.8%	8.8%

Nguồn: HSC

Một số kịch bản tham gia LTIA

Rõ ràng, nếu SCS có thể tham gia vào LTIA, triển vọng lợi nhuận dài hạn của Công ty sẽ tích cực hơn. Hiện tại, BLĐ SCS đang tích cực theo đuổi các cơ hội để tham gia vào dự án LTIA theo ba hướng: (1) tham gia vào liên doanh góp vốn cùng ACV để xây dựng nhà ga hàng hóa hàng không thứ nhất; (2) cung cấp dịch vụ vận hành cho ACV để vận hành nhà ga thứ nhất và nhận phí; và/hoặc (3) tham gia đấu thầu nhà ga thứ hai. Phân tích của HSC về ba kịch bản như sau:

- Kịch bản 1:** SCS hiện đang hỗ trợ cho ACV, đơn vị nắm giữ 14,65% cổ phần của SCS, trong việc thiết kế nhà ga thứ nhất. Nếu SCS được tham gia vào liên doanh góp vốn đầu tư vào Long Thành sẽ giúp duy trì tăng trưởng lợi nhuận dài hạn của SCS. Tuy nhiên, do thông tin hạn chế, chúng tôi không có thông tin chi tiết về khả năng thành lập liên doanh/hợp tác trong dự án.
- Kịch bản 2:** SCS cung cấp dịch vụ vận hành cho nhà ga hàng hóa đầu tiên của LTIA. Tuy nhiên, trong kịch bản này, lợi nhuận của SCS vẫn có thể bị ảnh hưởng đáng kể, vì tỷ suất lợi nhuận từ các dịch vụ này có thể sẽ thấp hơn nhiều so với tỷ suất lợi nhuận gộp hiện tại (khoảng 80%) tại TIA do vị thế nhị quyền của công ty tại đây (cùng với CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (tư nhân/chưa niêm yết)). Ngoài ra, sản lượng hàng hóa của SCS tại TIA cũng có thể giảm trong kịch bản này.
- Kịch bản 3:** SCS cũng đang xem xét tham gia đấu thầu nhà ga hàng hóa thứ hai của LTIA, nhưng lộ trình đấu thầu và xây dựng vẫn chưa chắc chắn. Nếu nhà ga thứ hai được xây dựng sau nhà ga đầu tiên, lợi nhuận của SCS – trong trường hợp kịch bản 1 hoặc 2 không xảy ra – nhiều khả năng vẫn bị ảnh hưởng.

Chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra của kịch bản đầu tiên là cao nhất, nhưng điều này sẽ phụ thuộc vào ACV. SCS sẽ cố gắng hết sức để tham gia vào dự án nhằm duy trì tăng trưởng dài hạn.

Kết luận: Do chưa chắc chắn về việc SCS sẽ tham gia dự án LTIA, HSC đưa ra giả định dựa trên tình hình hiện tại, là Công ty chưa được tham gia vào dự án. Tuy nhiên, cần nhấn mạnh rằng nếu SCS tham gia thành công vào dự án, lợi nhuận và giá mục tiêu của Công ty nhiều khả năng sẽ cao hơn so với dự báo hiện tại của chúng tôi.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS nhưng giảm 12% giá mục tiêu xuống 84.000đ, mặc dù tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Điều này để phản ánh việc HSC áp dụng quan điểm thận trọng hơn về lợi nhuận của SCS sau khi LTIA đi vào hoạt động (dự kiến vào cuối năm 2026). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 11%.

Chúng tôi nhấn mạnh rằng vẫn ưa thích SCS nhờ khả năng quản trị doanh nghiệp vững chắc, dòng tiền dồi dào không có nợ và lợi suất cổ tức ổn định (5,9% mỗi năm) trong giai đoạn 2024-2026.

Cần lưu ý rằng chính sách cổ tức này có thể thay đổi: nếu SCS tham gia đầu tư vào dự án LTIA, công ty có thể sẽ cần nhu cầu vốn. Ngược lại, nếu không tham gia, lợi nhuận của SCS có thể sẽ giảm mạnh từ năm 2027. Tuy nhiên, trong trường hợp SCS không thể tham gia LTIA, chúng tôi giả định tỷ lệ chi trả cổ tức là 80% (tương đương tỷ lệ bình quân trong giai đoạn năm 2019-2023), thì cổ tức tiền mặt của SCS sẽ vào khoảng 3.500-4.500đ/năm, tương đương lợi suất cổ tức (trên giá hiện tại) là 4,6%-5,9%, HSC cho rằng đây vẫn là mức lợi suất cổ tức hấp dẫn.

Về phương pháp định giá, HSC tiếp tục sử dụng mô hình DCF. Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi hiện áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0% (từ 0% trước đó) cho giai đoạn từ năm 2027.
- HSC giữ nguyên các giả định đầu vào cho việc định giá, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% và beta là 0,8 lần – dẫn đến chi phí vốn CSH và WACC là 10,8% (SCS vẫn có vị thế tiền mặt thuần).
- Về tác động dự kiến từ việc LTIA đi vào hoạt động, HSC hiện dự báo sơ bộ rằng sản lượng tại các cơ sở hiện hữu của SCS trong năm 2027 sẽ sụt giảm mạnh – như đã nêu trong kịch bản cơ sở ở trên.

Bảng 6: Định giá dòng tiền tự do của doanh nghiệp, SCS

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT	641	484	766	859	968
Thuế	50	70	103	186	209
Cộng: Khấu hao	44	44	37	37	37
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(34)	(22)	(7)	(7)	(7)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(44)	(12)	51	3	8
UFCF	556	423	744	720	812

Nguồn: HSC

Bảng 7: Các giả định & tính toán định giá, SCS

Giá mục tiêu mới theo tính toán của HSC là 84.000đ

Tính toán WACC		Định giá DCF	Đơn vị	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	3,481
Beta	0.8	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng	2,931
Chi phí vốn CSH	10.8%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	6,412
Tỷ trọng vốn CSH	100.0%	Cộng: Tiền mặt & các khoản đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,561
Tỷ trọng nợ	0.0%	Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn	Tỷ đồng	-
WACC	10.8%	Lợi ích của cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	-
		Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	7,973
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	94.9
		Giá trị vốn CSH của cổ phiếu	Đồng	84,021

Nguồn: HSC

HSC trình bày phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định về lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 8. Chúng tôi cũng trình bày độ nhạy của giá mục tiêu đối với sản lượng năm 2027 trong Bảng 9; trong kịch bản tiêu cực nhất, sản lượng năm 2027 giảm 70% so với cùng kỳ và giá mục tiêu của SCS là 66.000đ (rủi ro giảm giá 12% so với thị giá hiện tại).

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro & tốc độ tăng trưởng dài hạn, SCS

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0%	1%	2%	3%	4%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	85,051	86,679	88,724	91,371	94,930
	3.5%	82,965	84,422	86,231	88,535	91,571
	4.0%	81,100	82,411	84,021	86,044	88,661
	4.5%	79,422	80,608	82,049	83,837	86,116
	5.0%	77,904	78,981	80,278	81,870	83,870

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định sản lượng hàng hóa quốc tế năm 2027, SCS

Kịch bản tiêu cực nhất – theo HSC, giá mục tiêu sẽ giảm xuống còn 66.600đ

Tăng trưởng sản lượng hàng hóa năm 2027	EPS năm 2027	Tăng trưởng EPS năm 2027	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Tiềm năng tăng/giảm
-30%	5,849	-24%	101,494	34%
-40%	5,106	-33%	92,758	22%
-50%	4,363	-42%	84,021	11%
-60%	3,621	-51%	75,285	-1%
-70%	2,878	-60%	66,548	-12%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, rẻ hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 14,1 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	851	705	1,011	1,146	1,285
Lợi nhuận gộp	698	535	833	935	1,054
Chi phí BH&QL	(56.9)	(51.7)	(67.6)	(76.6)	(85.9)
Thu nhập khác	(3.14)	(2.40)	(3.44)	(3.91)	(4.38)
Chi phí khác	0.46	0.36	0.52	0.59	0.66
EBIT	697	569	821	928	1,044
Lãi vay thuần	58.2	87.0	57.6	72.0	79.4
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	697	569	821	928	1,044
Chi phí thuế TNDN	(50.5)	(70.3)	(103)	(186)	(209)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	646	498	717	742	835
Lợi nhuận thuần ĐC	601	463	667	690	777
EBITDA ĐC	740	612	857	964	1,080
EPS (đồng)	6,507	4,897	7,179	7,440	8,419
EPS ĐC (đồng)	6,025	4,527	6,649	6,892	7,803
DPS (đồng)	6,000	5,000	4,500	4,500	4,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	61.5	94.4	94.9	94.9	94.9
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	93.9	94.4	94.9	94.9	94.9
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	93.9	94.4	94.9	94.9	94.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	51.3	163	150	276	558
Đầu tư ngắn hạn	860	899	1,263	1,433	1,542
Phải thu khách hàng	85.3	96.2	133	153	170
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0
Các tài sản ngắn hạn khác	3.83	4.32	6.19	7.02	7.87
Tổng tài sản ngắn hạn	1,000	1,163	1,552	1,869	2,278
TSCĐ hữu hình	391	356	327	297	268
TSCĐ vô hình	0.59	0.28	(0.03)	(0.34)	(0.65)
Bất động sản đầu tư	78.7	77.5	70.6	63.7	56.8
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	85.0	107	135	147	159
Tổng tài sản dài hạn	555	540	532	508	484
Tổng cộng tài sản	1,556	1,703	2,084	2,377	2,762
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phả trả người bán	3.55	12.1	17.4	19.7	22.1
Nợ ngắn hạn khác	96.9	319	458	519	582
Tổng nợ ngắn hạn	118	359	515	584	655
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	4.33	5.19	7.44	8.44	9.46
Tổng nợ dài hạn	4.33	5.19	7.44	8.44	9.46
Tổng nợ phải trả	122	364	522	592	664
Vốn chủ sở hữu	1,434	1,339	1,561	1,784	2,098
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,434	1,339	1,561	1,784	2,098
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,556	1,703	2,084	2,377	2,762
BVPS (đ)	15,271	14,185	16,456	18,806	22,115
Nợ thuần/(tiền mặt)	(51.3)	(163)	(150)	(276)	(558)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	697	569	821	928	1,044
Khấu hao	(43.7)	(43.8)	(36.6)	(36.6)	(36.6)
Lãi vay thuần	58.2	87.0	57.6	72.0	79.4
Thuế TNDN đã nộp	(53.0)	(58.9)	(103)	(186)	(209)
Thay đổi vốn lưu động	(13.7)	14.1	77.8	29.9	35.0
Khác	(58.1)	(85.7)	1.87	0.83	0.85
LCT thuần từ HKKD	586	455	807	783	881
Đầu tư TS dài hạn	(34.3)	(21.6)	(6.83)	(7.39)	(7.46)
Góp vốn & đầu tư	(1,604)	(1,444)	(352)	(186)	(128)
Thanh lý	1,434	1,405	0	0	0
Khác	51.1	70.8	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(153)	10.3	(359)	(194)	(135)
Cổ tức trả cho CSH	(439)	(367)	(461)	(463)	(463)
Thu từ phát hành CP	0	13.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	0	0	0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(439)	(354)	(461)	(463)	(463)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	57.9	51.3	163	150	276
LCT thuần trong kỳ	(6.37)	112	(13.2)	126	282
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.21)	(0.30)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	51.3	163	150	276	558
Dòng tiền tự do	551	434	800	775	873

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	82.0	75.9	82.5	81.6	82.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	87.0	86.9	84.8	84.1	84.1
Tỷ suất LNT (%)	75.9	70.7	71.0	64.7	65.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.24	12.4	12.6	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.42	(17.2)	43.4	13.4	12.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	12.2	(17.3)	40.0	12.5	12.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	14.6	(22.9)	43.9	3.45	12.5
Tăng trưởng EPS (%)	(37.6)	(24.7)	46.6	3.63	13.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.5)	(24.9)	46.9	3.65	13.2
Tăng trưởng DPS (%)	100	(16.7)	(10.0)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	92.2	102	62.7	60.5	53.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	48.2	35.9	49.5	44.4	43.0
ROACE (%)	51.8	40.9	56.3	55.2	53.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.57	0.43	0.53	0.51	0.50
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.84	0.80	0.98	0.84	0.84
Số ngày tồn kho	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	203	207	273	266	269
Số ngày phải trả	8.47	26.1	35.8	34.2	35.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(3.38)	(12.1)	(9.48)	(15.3)	(26.5)
Nợ/tài sản (%)	0.18	0.08	0.09	0.09	0.09
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Chỉ số TT hiện thời (lần)	8.51	3.24	3.01	3.20	3.48
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	7.28	8.63	5.71	4.78	3.96
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.37	9.93	6.73	5.68	4.70
P/E (lần)	11.6	15.5	10.5	10.2	8.99
P/E ĐC (lần)	12.6	16.7	11.4	11.0	9.70
P/B (lần)	4.96	5.34	4.60	4.03	3.42
Lợi suất cổ tức (%)	7.93	6.61	5.94	5.94	5.94

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