

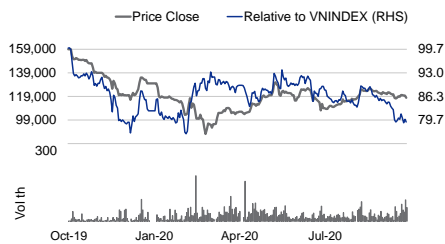
## Việt Nam

**KHẢ QUAN** (trước đó chưa đánh giá)

|                                     |                               |
|-------------------------------------|-------------------------------|
| Consensus ratings*: KQ 3 TL 1 KKQ 0 |                               |
| Giá hiện tại:                       | VND117.800                    |
| Giá mục tiêu:                       | VND144.500                    |
| Giá mục tiêu gần nhất:              | VND                           |
| Tỷ lệ tăng/giảm:                    | 22,7%                         |
| CGS-CIMB / Consensus:               | 4,0%                          |
| Reuters:                            | SCS.HM                        |
| Bloomberg:                          | SCS VN                        |
| Vốn hóa:                            | US\$257,9tr<br>VND5.977,844tr |
| GTGD bình quân:                     | US\$0,14tr<br>VND3.286tr      |
| SLCP đang lưu hành:                 | 50.745.700                    |
| Free float:                         | 42,0%                         |
| *Nguồn: Bloomberg                   |                               |

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

&gt; N/A



Nguồn: Bloomberg

|                      |      |       |       |
|----------------------|------|-------|-------|
| <b>Diễn biến giá</b> | 1T   | 3T    | 12T   |
| Tuyệt đối (%)        | -3,8 | 10    | -26,3 |
| Tương đối (%)        | -8   | -10,5 | -21,3 |

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>Cổ động</b>                | % năm giữ |
| CTCP Gemadep                  | 31,8      |
| TCT Cảng hàng không Việt Nam  | 12,9      |
| Công ty TNHH Sửa chữa máy bay | 12,4      |
| 41                            |           |

**Chuyên viên phân tích**

**Nguyễn Tiến Dũng**

T (84) 91 686 5190

E dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

# CTCP DV Hàng hóa Sài Gòn

## Cơ hội trong giông bão

- CTCP DV Hàng hóa Sài Gòn (SCS) là nhà ga hàng hóa hàng không hàng đầu, hoạt động ở Tân Sơn Nhất (TIA), sân bay có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất Việt Nam.
- SCS đang giao dịch ở mức P/E 2021 hấp dẫn 11,9 lần cùng câu chuyện tăng trưởng công suất trong tương lai gần.
- Phát hành báo cáo lần đầu với đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 144.500 đồng/cp.

**Thị trường vận tải hàng không sẽ sôi động trong thời gian tới**

Chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hàng hóa tăng 10,5%/năm trong giai đoạn 2021-2030 nhờ tăng trưởng xuất nhập khẩu bền vững cùng việc dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam. TIA hiện đang là trung tâm hàng hóa phát triển nhanh nhất; dự án nhà ga số 3 sẽ thúc đẩy tăng trưởng hơn nữa trong thời gian tới.

**Sẵn sàng trở thành nhà cung cấp dịch vụ hàng hóa hàng đầu**

Chúng tôi cho rằng thị phần của SCS tại TIA sẽ gia tăng trong các năm tới, đưa SCS trở thành nhà ga hàng hóa hàng không hàng đầu Việt Nam nhờ vào trang thiết bị hiện đại và là nhà ga duy nhất có khả năng mở rộng công suất tại đây. Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả hoạt động của SCS sẽ được duy trì ở mức cao nhờ việc kiểm soát tốt chi phí, tình hình tài chính lành mạnh cùng thuế suất ưu đãi 10% cho tới 2023.

**LN ròng 2020 của SCS giảm 5,8% svck do đại dịch**

Hoạt động của SCS sẽ bắt đầu phục hồi vào tháng 12/2020 do chúng tôi cho rằng lúc này vắc-xin đã có hiệu lực và dịch bệnh bắt đầu được kiểm soát. Chúng tôi dự phóng doanh thu/LN ròng sẽ giảm lần lượt 6,3%/5,8% svck trong 2020.

**Mở rộng công suất là bệ phóng cho tăng trưởng sau 2020**

Trong khi đối thủ duy nhất là CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) phải đối mặt với việc thiếu công suất, chúng tôi tin rằng SCS có thể tận dụng tăng trưởng của TIA bằng việc mở rộng 75% công suất hiện tại. Chúng tôi cho rằng khối lượng hàng hóa quốc tế của SCS sẽ tăng trung bình 10,6%/năm trong 2021-2024, do đó chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép doanh thu/LN ròng đạt 14,6%/11% trong cùng giai đoạn.

**Khuyến nghị lần đầu Khả quan và giá mục tiêu 144.500 đồng/cp**

SCS hiện đang giao dịch ở mức P/E 2021 11,9 lần, thấp hơn nhiều so với P/E trung bình 3 năm là 14,1 lần. Dự phóng LNST giai đoạn 2021-2022 của chúng tôi hiện cao hơn 14%/11% so với trung bình thị trường do kỳ vọng cao hơn vào sự phục hồi hàng hóa quốc tế nhờ lợi thế công nghệ và sự thiếu hụt công suất của đối thủ cạnh tranh.

**Rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá**

Rủi ro giảm giá bao gồm sản lượng và giá thấp hơn dự kiến do đại dịch kéo dài ảnh hưởng đến thương mại toàn cầu. Tiềm năng tăng giá bao gồm tổng sản lượng hàng hóa lớn hơn dự kiến, công bố về mở rộng công suất và kế hoạch M&A.

| Tóm tắt các chỉ tiêu chính  | 12/18A | 12/19A | 12/20F | 12/21F | 12/22F |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)         | 675,4  | 748,0  | 701,3  | 796,1  | 922,7  |
| EBITDA hoạt động (tỷ đồng)  | 515,9  | 582,0  | 543,9  | 616,0  | 715,2  |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)    | 407,1  | 466,2  | 433,6  | 502,4  | 572,6  |
| EPS cốt lõi (VNĐ)           | 8.467  | 9.310  | 8.595  | 9.901  | 11.283 |
| Tăng trưởng EPS cốt lõi (%) | 17,1%  | 10,0%  | (7,7%) | 15,2%  | 14,0%  |
| Ước tính P/E cốt lõi (lần)  | 13,91  | 12,65  | 13,71  | 11,90  | 10,44  |
| Cổ tức tiền mặt (VNĐ)       | 6.000  | 6.700  | 5.000  | 5.000  | 5.000  |
| Tỷ suất cổ tức              | 5,09%  | 5,69%  | 4,24%  | 4,24%  | 4,24%  |
| EV/EBITDA (lần)             | 11,03  | 10,14  | 10,90  | 9,64   | 8,26   |
| P/FCFE (lần)                | 13,94  | 16,05  | 19,70  | 18,58  | 17,54  |
| P/B (lần)                   | 6,65   | 5,88   | 5,00   | 4,14   | 3,39   |
| ROE                         | 49,2%  | 53,4%  | 42,2%  | 40,2%  | 37,4%  |
| CGS-CIMB/Consensus EPS (x)  |        |        | 1,12   | 1,14   | 1,11   |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

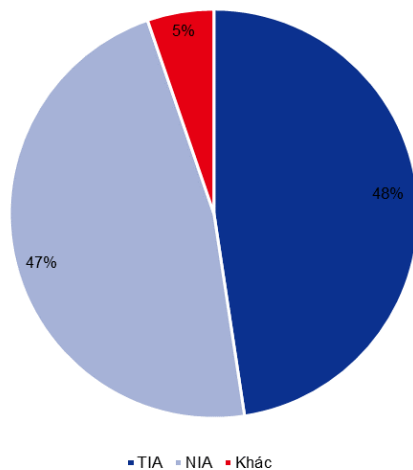
## Cơ hội trong giông bão

### Sẵn sàng trở thành nhà cung cấp dịch vụ hàng hóa hàng không hàng đầu

#### Thị phần vững chắc tại cảng hàng không lớn nhất Việt Nam ▶

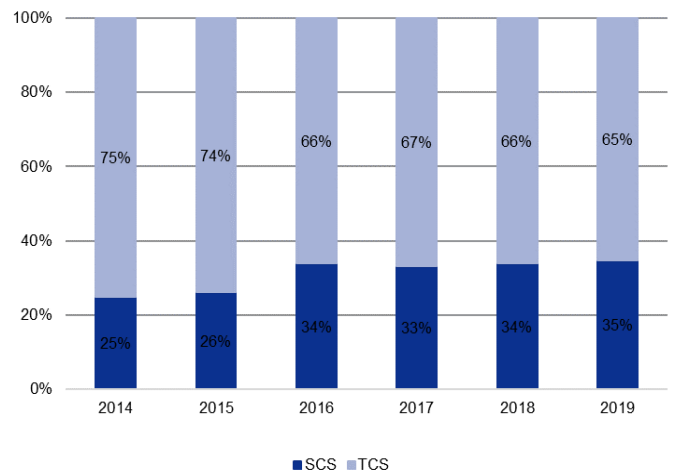
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS) được thành lập vào năm 2008 và đã tạo dựng được vị thế vững chắc trong lĩnh vực kinh doanh dịch vụ hàng hóa hàng không tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA), cửa ngõ giao thông lớn nhất Việt Nam. Từ năm 2019, SCS đã cung cấp dịch vụ hàng hóa cho một nửa khách hàng tại TIA với 30 trên tổng số 62 hãng máy bay đang hoạt động tại sân bay này. Hoạt động trong thị trường với chỉ một đối thủ cạnh tranh là CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS), thị phần của SCS tại TIA đã tăng trưởng vững chắc trong 12 năm qua.

Hình 1: TIA - Cảng hàng hóa hàng không lớn nhất Việt Nam 2019



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: SCS giữ thị phần hàng hóa vững chắc tại TIA



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Theo quan điểm của chúng tôi, thị phần của SCS tại TIA sẽ tăng từ 35% trong năm 2019 lên 55% trong năm 2030 và biến công ty trở thành nhà cung cấp dịch vụ hàng hóa hàng không hàng đầu Việt Nam, dựa trên cơ sở:

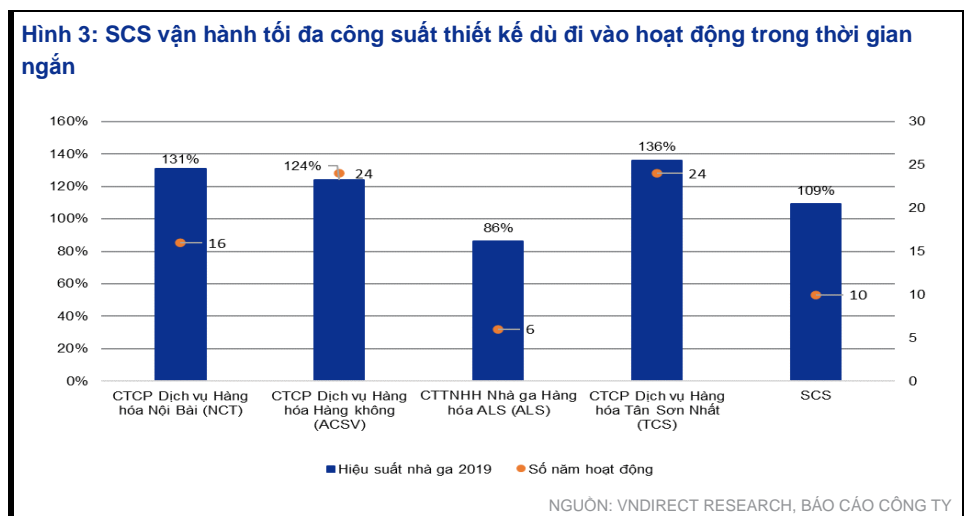
- Nhà ga hàng hóa của SCS hiện đang được tích hợp với những công nghệ hiện đại, đem lại khả năng cạnh tranh cao với TCS. Sau khi tham vấn ý kiến các chuyên gia nước ngoài như Lufthansa và Japan Airport Consulting, SCS đã đầu tư lên tới 51 triệu đô la Mỹ cho Giai đoạn 1 của nhà ga, với tổng công suất 200.000 tấn/năm. Nhà ga được đưa vào hoạt động vào năm 2010, với các thiết bị hiện đại đạt tiêu chuẩn quốc tế, đáp ứng được các tiêu chuẩn khắt khe của ngành hàng không. Nhà ga của SCS cũng là nơi duy nhất cung cấp dịch vụ cho các hàng hóa bảo quản lạnh bằng cách sử dụng hệ thống kiểm soát nhiệt độ hiện đại nhất. So sánh với đối thủ cạnh tranh TCS được thành lập từ 1997, công nghệ của SCS hiện đang vượt trội hơn khi cho phép xử lý hàng hóa nhanh chóng đồng thời giảm thiểu mất mát hoặc hư hỏng hàng hóa. Ví dụ, hệ thống quản lý hàng hóa của SCS (CMS) do Hermes cung cấp được tích hợp với tất cả các hãng hàng không và hệ thống giao nhận, từ đó liên kết với hệ thống Kiểm soát xe tải. SCS sẽ sử dụng hệ thống này để kiểm soát lưu lượng giao thông trong nhà ga và tự động phân bổ bến xe tải gần vị trí lưu trữ hàng hóa nhất, giúp giảm thời gian chờ đợi. Mặc dù cung cấp dịch vụ tiện nghi hơn nhưng giá của SCS ngang với TCS, từ đó tạo ra lợi thế cạnh tranh giúp cho SCS giành được thị phần tại TIA.
- Theo quan điểm của chúng tôi, chỉ SCS mới có khả năng mở rộng công suất tại TIA. Dự án nhà ga T3 mới được phát triển bởi TCT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV) không bao gồm nhà ga hàng hóa mới nào. Bên cạnh đó, TIA hiện

không còn đất trống để mở thêm nhà ga hàng hóa, do đó sẽ hạn chế mối đe dọa từ các đối thủ mới. Bên cạnh đó, dựa trên cơ sở hạ tầng thiết kế trong Giai đoạn 1, SCS có khả năng tăng tổng công suất cảng hiện nay lên 350.000 tấn/năm trong Giai đoạn 2 trong khi TCS không còn dư địa tăng công suất. TCS hiện đang hoạt động ở mức 136% công suất thiết kế, khiến cho doanh nghiệp khó có thể tăng tổng sản lượng hàng hóa thông quan. Chúng tôi cho rằng nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không tại TIA sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng, từ đó tạo cơ hội cho SCS giành được thị phần.

### Doanh nghiệp vận hành cảng hàng hóa hiệu quả ▶

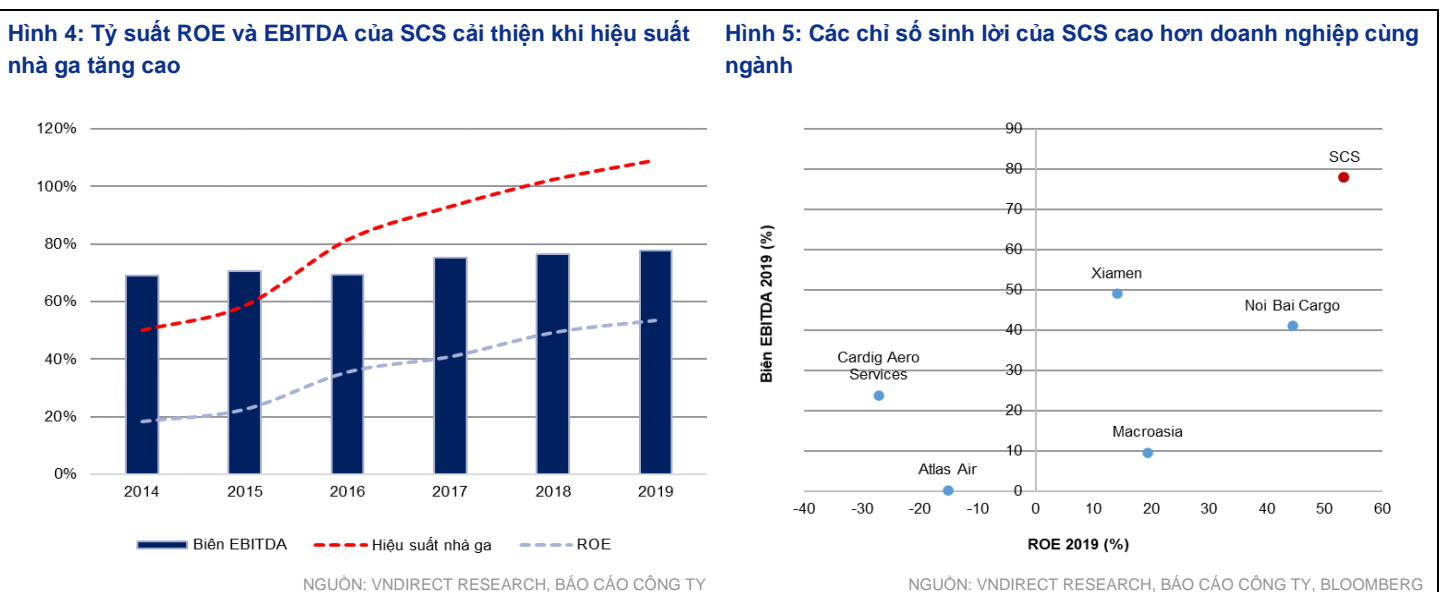
Mặc dù chỉ mới hoạt động được 10 năm, SCS hiện là ngôi sao đang lên trong thị trường hàng hóa hàng không của Việt Nam khi nhanh chóng lấp đầy tổng công suất nhà ga nhờ sản lượng hàng hóa ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ. Để so sánh, đối thủ duy nhất của SCS tại TIA là TCS phải mất 20 năm để hoạt động đạt đến công suất thiết kế, trong khi SCS chỉ mất 9 năm để thực hiện.

**Hình 3: SCS vận hành tối đa công suất thiết kế dù đi vào hoạt động trong thời gian ngắn**

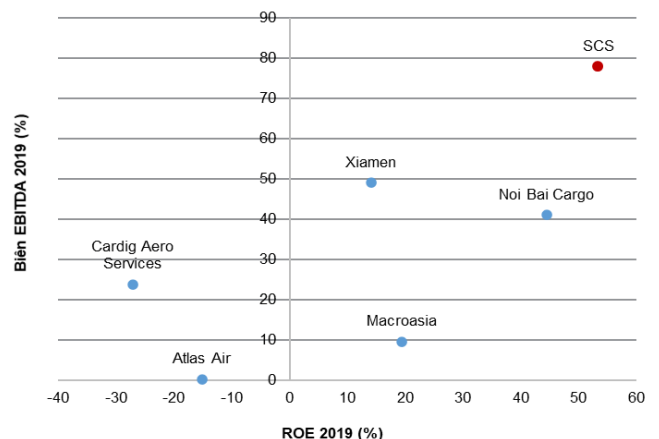


Hiệu suất nhà ga của SCS đã tăng gấp đôi từ 49,9% trong năm 2014 lên 109,2% trong 2019. Kết hợp với đòn bẩy hoạt động cao, điều này đã giúp ROE của SCS tăng từ 18,3% trong 2014 lên 53,4% trong 2019. Tỷ suất EBITDA của công ty cũng cải thiện đáng kể từ mức 69% năm 2014 lên 77,8% năm 2019 nhờ lợi thế công nghệ phát huy khi hiệu suất nhà ga tăng. ROE và tỷ suất EBITDA của SCS hiện đang cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành trên thị trường quốc tế nhờ thị trường ít cạnh tranh tại TIA cùng chi phí nhân công nội địa thấp.

**Hình 4: Tỷ suất ROE và EBITDA của SCS cải thiện khi hiệu suất nhà ga tăng cao**



**Hình 5: Các chỉ số sinh lời của SCS cao hơn doanh nghiệp cùng ngành**



Chúng tôi kỳ vọng SCS sẽ duy trì hiệu quả hoạt động cao trong giai đoạn 2020-2023 nhờ các yếu tố sau:

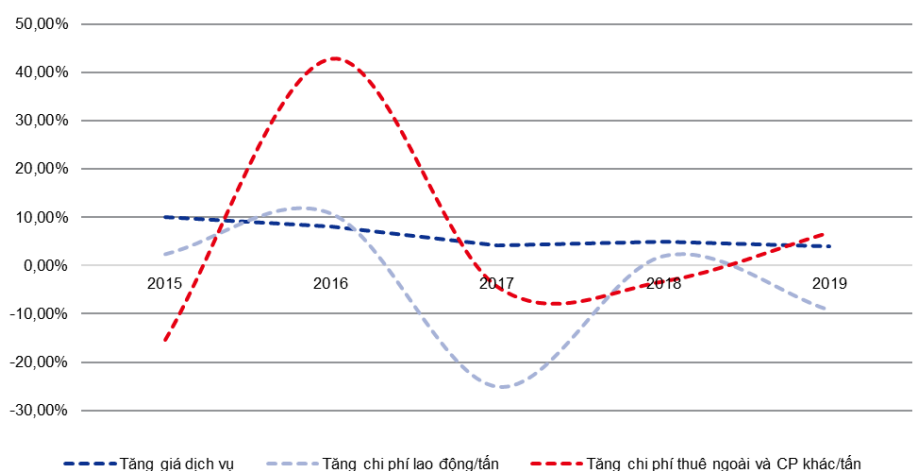
- Mặc dù hiệu suất nhà ga thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành trong nước, chi phí của SCS lại được kiểm soát hiệu quả hơn.
- Các chi phí chính của SCS là khấu hao (chiếm 22% tổng chi phí hoạt động năm 2019), chi phí nhân công (chiếm 41%) và chi phí thuê ngoài và chi phí khác (chiếm 34%).
- So sánh với CTCP Dịch vụ Nhà ga Hàng hóa Nội Bài (NCT), công ty hiện có hiệu suất nhà ga cao nhất, chi phí vận hành trên mỗi tấn hàng hóa của SCS năm 2019 đang thấp hơn 17,5% so với NCT nhờ lợi thế công nghệ và vị trí đắc địa tại TIA.
- Bên cạnh đó, chi phí nhân công trên mỗi tấn giảm trung bình 3,9% giai đoạn 2015 – 2019, cho thấy việc tăng hiệu suất hoạt động của nhà ga đã giúp tiết kiệm chi phí nhân công trên sản lượng đầu ra. Chi phí thuê ngoài và chi phí khác hiện cũng tăng trung bình 5,4%/năm, thấp hơn mức tăng giá của dịch vụ hàng hóa tăng trưởng với CAGR 6,3%. Nhìn chung, do hiệu suất nhà ga đang duy trì xu hướng tăng do đó cắt giảm mức chi phí nhân công trên sản lượng trong khi chi phí khấu hao giữ nguyên và chi phí thuê ngoài và khác trên sản lượng tăng chậm hơn tốc độ tăng giá dịch vụ, chúng tôi tin rằng SCS sẽ tiếp tục duy trì được hiệu quả hoạt động cao.

**Hình 6: Chi phí hoạt động trên tấn của SCS năm 2019 thấp hơn 17,5% so với NCT**

|             | NCT<br>(VND/tấn) | SCS<br>(VND/tấn) | Chênh lệch tuyệt<br>đối (VND/tấn) | % chênh<br>lệch | Nhận xét   |
|-------------|------------------|------------------|-----------------------------------|-----------------|--|
| Thuê nhà ga | 196.435          | -                | (196.435)                         | -100,0%         | SCS sở hữu đất ở TIA cho mục đích kinh doanh trong khi NCT phải thuê nhà ga và kho bãi từ ACSV để khai thác.   |
| Khấu hao    | 84.373           | 206.102          | 121.729                           | 144,3%          | Chi phí khấu hao/sản lượng của SCS cao hơn bởi nhà ga được đầu tư với công nghệ hiện đại. Chi phí này trên sản lượng sẽ giảm khi hiệu suất nhà ga tăng.                |
| Nhân công   | 407.759          | 390.478          | (17.281)                          | -4,2%           | Nhờ công nghệ hiện đại, SCS tiết kiệm 52.833 VND/tấn đối với chi phí lao động, chi phí thuê ngoài và chi phí khác so với NCT.  |
| Thuê ngoài  | 360.218          | 324.666          | (35.552)                          | -9,9%           | Nhờ các thiết bị vận chuyển tiết kiệm nhiên liệu và vị trí nhà ga thuận lợi, lượng dầu tiêu thụ trên mỗi tấn hàng hóa vận chuyển của SCS thấp hơn 11,5 lần so với NCT. |
| Khác        | 106.315          | 31.586           | (74.729)                          | -70,3%          |  |
| <b>Tổng</b> | <b>1.155.100</b> | <b>952.833</b>   | <b>(202.267)</b>                  | <b>-17,5%</b>   |  |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

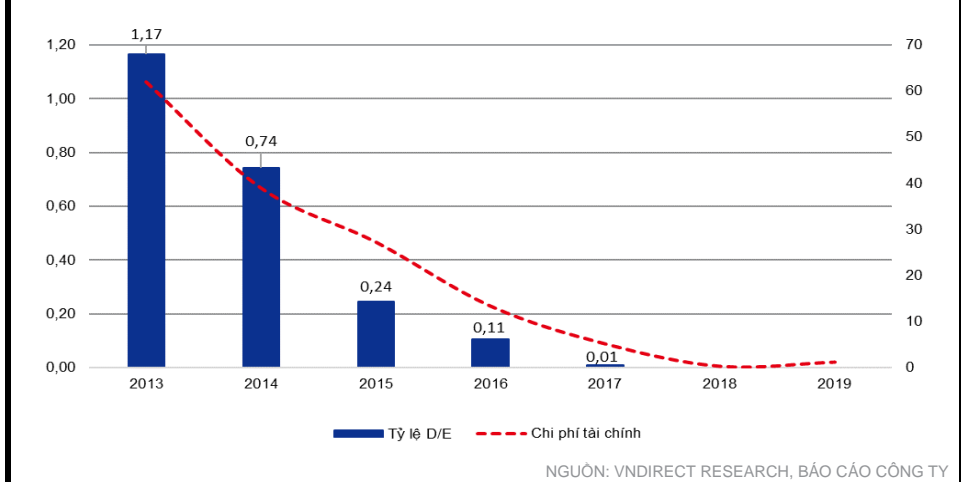
**Hình 7: Giai đoạn 2015-2019, chi phí nhân công mỗi tấn giảm trung bình 3,9%/năm trong khi tăng trưởng kép chi phí thuê ngoài và khác trên tấn đạt 5,4%/năm, thấp hơn tốc độ tăng giá dịch vụ hàng hóa đạt 6,3%/năm**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

- Dòng tiền dồi dào của SCS đã hỗ trợ công ty nhanh chóng trả nợ từ khi thành lập, thời điểm doanh nghiệp đã phải vay nợ để tài trợ cho việc xây dựng nhà ga hàng hóa hàng không. Nhờ vậy, tổng nợ của SCS với tổng trị giá 499 tỷ đồng trong năm 2013 đã được trả hết vào năm 2017, giúp cho chi phí tài chính giảm mạnh giai đoạn 2013-2017. Nhờ vậy, SCS đã không còn nợ vay, với lượng tiền và tương đương tiền đạt 66,1 tỷ đồng và tổng mức tiền gửi có kỳ hạn cuối năm 2019 đạt 180 tỷ đồng.

**Hình 8: Tỷ lệ D/E và chi phí tài chính giảm mạnh (đơn vị: tỷ đồng)**



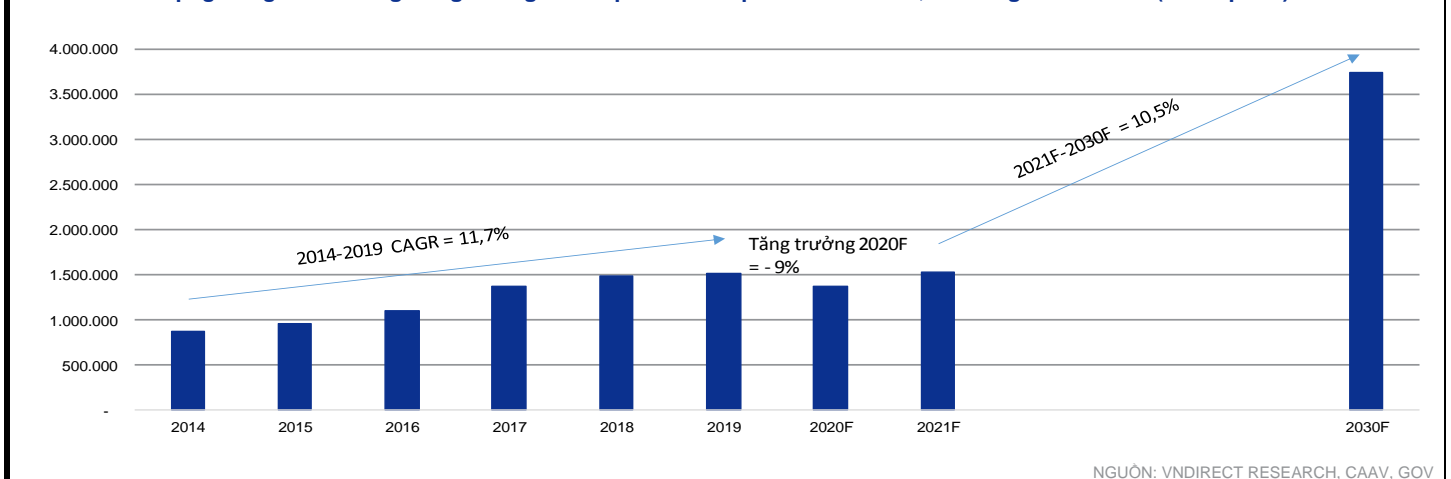
- Là một nhà khai thác cảng hàng hóa hàng không, SCS hiện đang hưởng mức thuế suất ưu đãi 10% trong 10 năm đầu có lãi (2014-2023) trước khi quay lại chịu mức thuế suất doanh nghiệp thông thường là 20% trong năm 2024. Bên cạnh đó, SCS được giảm thêm 50% thuế từ năm 2014 đến 2022. Điều này đã được nêu rõ trong công văn số 4841/CT-TTKT2 của Cục thuế TP.HCM ngày 17/5/2019. Yếu tố này sẽ là một nhân tố chính đóng góp vào hiệu quả của nhà ga SCS trong 3 năm tới.

## Thị trường hàng hóa hàng không tiếp tục sôi động

### Sản lượng hàng hóa hàng không đạt mức tăng trưởng hai con số trong 2021 - 2030 ➤

Tổng sản lượng hàng hóa hàng không đạt mức tăng trưởng kép 11,7% trong giai đoạn 2014 – 2019 nhờ vào hoạt động xuất nhập khẩu mạnh mẽ, các đường bay mở rộng và nâng cấp cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, đại dịch Covid-19 đã ảnh hưởng mạnh mẽ tới ngành hàng không toàn cầu, làm gián đoạn đà tăng trưởng ngành hàng không Việt Nam. Cục Hàng không Việt Nam (CAAV) dự kiến lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam sẽ giảm 9% svck xuống còn 1,38 triệu tấn vào năm 2020. Tuy nhiên, nếu vắc-xin Covid-19 được nghiên cứu thành công, chúng tôi hy vọng đại dịch sẽ dần được kiểm soát, dẫn đến sự phục hồi ngành hàng hóa hàng không trong năm 2021. Dựa theo quy hoạch của chính phủ về phát triển vận tải hàng không đến năm 2030, chính phủ dự kiến tổng lượng hàng hóa qua đường hàng không sẽ tăng 10,5%/năm giai đoạn 2021-2030.

**Hình 9: Sản lượng hàng hóa đường hàng không của Việt Nam sẽ đạt CAGR mức 10,5% trong 2021 - 2030 (Đơn vị: tấn)**

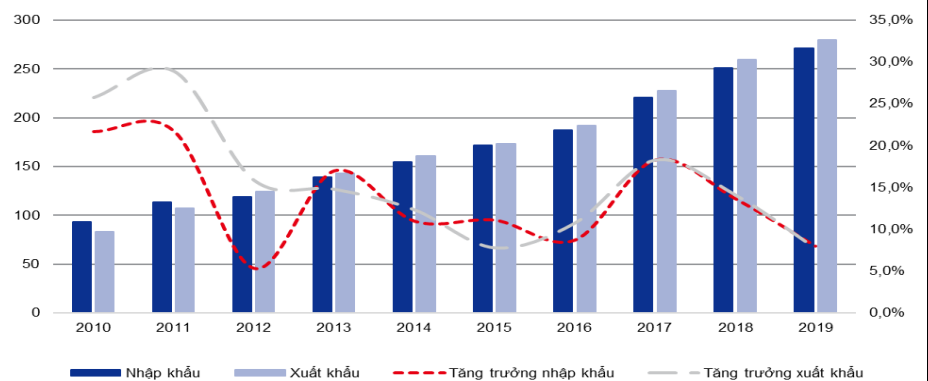


Theo quan điểm của chúng tôi, xuất nhập khẩu tăng trưởng ổn định và xu hướng dịch chuyển sản xuất điện tử từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ giúp cho mục tiêu tăng trưởng mà Chính phủ đề xuất có thể đạt được.



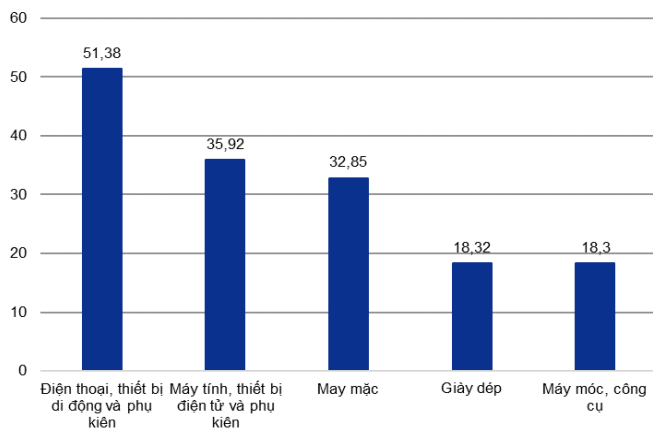
- Xuất khẩu của Việt Nam tăng với tỷ lệ CAGR là 14,4% và nhập khẩu với tỷ lệ CAGR là 12,6% trong 2010-2019 do đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào lĩnh vực sản xuất.
- Các mặt hàng xuất khẩu và nhập khẩu hàng đầu của Việt Nam bao gồm điện thoại, điện thoại di động và phụ tùng, máy vi tính-sản phẩm điện tử và linh kiện, vốn là các mặt hàng có tỷ trọng giá trị trên trọng lượng và yêu cầu bảo mật cao. Bên cạnh đó, quá trình toàn cầu hóa ngày càng gia tăng đã khiến ngành công nghiệp điện tử chịu áp lực về thời gian và chi phí. Hơn nữa, vòng đời sản phẩm trong lĩnh vực điện tử ngày càng ngắn lại. Do đó, các sản phẩm này thường được vận chuyển bằng đường hàng không.
- Đây là những lý do chính khiến các công ty dẫn đầu Chuỗi giá trị toàn cầu (GVC) như Samsung, LG và các tên tuổi uy tín khác ở EU và Mỹ chọn vận chuyển hàng không cho chuỗi cung ứng.
- Samsung và LG chiếm tổng cộng 40% sản lượng hàng hóa quốc tế tại Sân bay Quốc tế Nội Bài (NIA), trong khi 41% tổng giá trị nhập khẩu của EU và 29% tổng giá trị nhập khẩu của Hoa Kỳ từ Việt Nam được vận chuyển bằng đường hàng không trong năm 2019, theo Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA).
- Trong giai đoạn 2021-2030, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng mạnh mẽ, nhờ sự thúc đẩy của các doanh nghiệp FDI, từ đó nâng cao lượng hàng hóa bằng đường hàng không.

**Hình 9: Xuất khẩu Việt Nam tăng với CAGR đạt 14,4% và nhập khẩu với CAGR đạt 12,6% trong 2010 - 2019, hỗ trợ mạnh cho lượng hàng hóa qua đường hàng không**



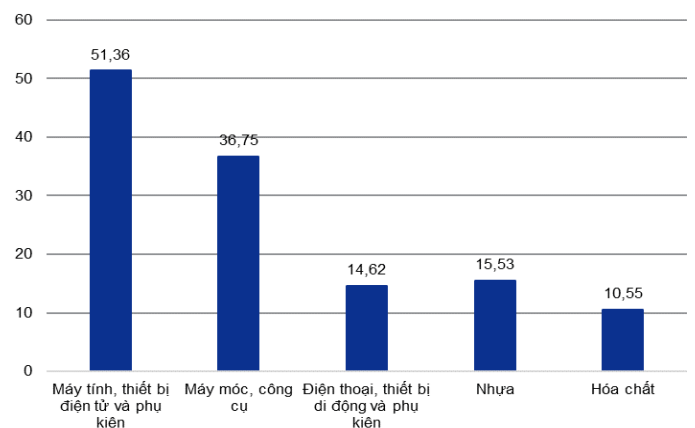
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, WOLRDBANK

**Hình 11: Mặt hàng xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam 2019 là điện thoại di động, máy tính và các sản phẩm điện tử (đơn vị: tỷ USD)**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CUSTOMS.GOV.VN

**Hình 12: Mặt hàng nhập khẩu lớn nhất năm 2019 là linh kiện điện thoại, máy tính và sản phẩm điện tử (đơn vị: tỷ USD)**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CUSTOMS.GOV.VN

- Trung Quốc là trung tâm sản xuất của các doanh nghiệp công nghệ cao trên thế giới. Tuy nhiên, do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, nhiều doanh nghiệp đã lựa chọn chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam để tránh bất kỳ

tác động tiêu cực nào và tận dụng được chi phí lao động thấp của Việt Nam. Chúng tôi cho rằng thị trường hàng hóa bằng đường hàng không của Việt Nam sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu hàng hóa bằng đường hàng không của các doanh nghiệp công nghệ cao này. Theo dữ liệu chúng tôi thu thập, 70% các công ty lớn đã chuyển hoặc có kế hoạch chuyển dịch từ Trung Quốc sang Việt Nam là các công ty công nghệ cao kể từ khi chiến tranh thương mại bắt đầu. Ngoài ra, Hiệp định Thương mại Tự do EU-Việt Nam có hiệu lực từ ngày 1/8/2020 và các FTA khác, chẳng hạn như Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP) giữa các nước ASEAN và sáu nước Châu Á-Thái Bình Dương, FTA giữa ASEAN và Hồng Kông hoặc FTA Việt Nam-Israel sẽ tạo thuận lợi hơn nữa cho thương mại xuyên biên giới với các nước châu Âu và các nền kinh tế lớn khác của châu Á như Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Ấn Độ, Australia và New Zealand. Chúng tôi kỳ vọng lợi ích từ các FTA và việc dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ dẫn đến sự tăng trưởng mạnh mẽ của khối lượng hàng hóa hàng không trong trung và dài hạn, thúc đẩy nhu cầu vận tải đường không của Việt Nam.

**Hình 10: 70% các công ty lớn đã chuyển hoặc có kế hoạch chuyển dịch từ Trung Quốc sang Việt Nam là các công ty công nghệ cao**

| Công ty                   | Quốc gia   | Trạng thái | Địa điểm      | Lĩnh vực                    |
|---------------------------|------------|------------|---------------|-----------------------------|
| Hanwha                    | Hàn Quốc   | Đã chuyển  | Hà Nội        | Thiết bị máy bay            |
| Yokowo                    | Nhật Bản   | Đã chuyển  | Hà Nam        | Thiết bị mô tô              |
| Huafu                     | Trung Quốc | Đã chuyển  | Long An       | Dệt may                     |
| Foxconn                   | Đài Loan   | Đã chuyển  | Quảng Ninh    | Thiết bị điện tử - Ti vi    |
| Sharp                     | Nhật Bản   | Đã chuyển  | Bình Dương    | Thiết bị điện tử - Camera   |
| Techtronic Industries TTI | Hongkong   | Đã chuyển  | Khu CN cao SG | Thiết bị điện tử            |
| Goertek                   | Trung Quốc | Đã chuyển  | Bắc Ninh      | Thiết bị di động            |
| TCL                       | Trung Quốc | Đã chuyển  | Bình Dương    | Thiết bị điện tử - Ti vi    |
| Kyocera                   | Nhật Bản   | Đã chuyển  | Hải Phòng     | Thiết bị điện tử - Máy in   |
| Lenovo                    | Trung Quốc | Có dự định | Bắc Ninh      | Thiết bị điện tử - Máy tính |
| Nintendo                  | Nhật Bản   | Có dự định |               | Thiết bị điện tử - Trò chơi |
| Asics                     | Nhật Bản   | Có dự định |               | Giày dép                    |

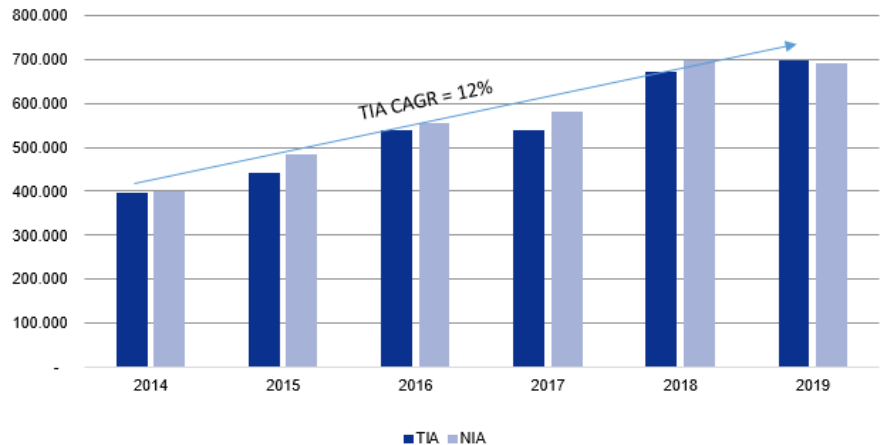
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

## Cảng hàng không Tân Sơn Nhất sẽ là trung tâm hàng hóa hàng không phát triển nhanh nhất giai đoạn 2021-2024 ►

Việt Nam hiện có 10 sân bay quốc tế, trong đó Tân Sơn Nhất (TIA) và Nội Bài (NIA) là trung tâm trung chuyển quốc tế lớn nhất, chiếm tổng cộng 95% tổng sản lượng lưu thông hàng hóa trong năm 2019. Điều này nhờ nhu cầu vận tải hàng không tập trung vào miền Bắc và miền Nam cùng tần suất các đường bay quốc tế dày đặc kết nối tới Hà Nội và TP. HCM. Trong các năm tới, chúng tôi cho rằng tăng trưởng nhu cầu hàng hóa hàng không sẽ tiếp tục tăng mạnh tại miền Bắc và miền Nam do đây là các trung tâm kinh tế phát triển mạnh nhất. Tuy nhiên, TIA và NIA có triển vọng khác nhau và theo chúng tôi, TIA sẽ là sân bay phát triển nhanh nhất mảng hàng hóa hàng không nhờ các lý do sau:

- TIA là trung tâm vận tải hàng không phát triển nhanh nhất trong giai đoạn 2014-2019, với tổng sản lượng tăng trưởng kép 12%. Con số này vượt qua tăng trưởng sản lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam là 11,7% và của NIA là 11,5% trong cùng giai đoạn.

**Hình 11: Lượng hàng hóa hàng không thông qua của TIA đạt CAGR 12% so với mức CAGR 11,5% của NIA giai đoạn 2014-2019**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

- Tại khu vực miền Nam, ngoài TIA chỉ còn một sân bay quốc tế tại thành phố Cần Thơ. Tuy nhiên, sân bay này có công suất thấp, hạn chế khả năng giành hàng hóa từ TIA. Bên cạnh đó, dự án nhà ga T3 mới đã được thông qua, dự kiến sẽ giảm tắc nghẽn giao thông và cải thiện tần suất các tuyến đường quốc tế, nhờ đó tăng cường vận chuyển hàng hóa đường hàng không của TIA. Trong khi đó, ở phía Bắc, ngoài NIA, thị trường còn bị chia sẻ bởi Cảng hàng không quốc tế Cát Bi và Cảng hàng không quốc tế Vân Đồn. Cảng hàng không Cát Bi có công suất hàng hóa 100.000 tấn/năm và mới chỉ đạt hiệu suất sử dụng 13%, trong khi sân bay Vân Đồn đang trong quá trình nâng cấp cơ sở hạ tầng giao thông. Cả hai sân bay được kỳ vọng sẽ giành thị phần từ NIA trong các năm tới. Bên cạnh đó, NIA đang đối mặt với tình trạng quá tải khi hoạt động ở mức công suất 116% và 115% lần lượt cho công suất hành khách và hàng hóa trong bối cảnh kế hoạch mở rộng chưa được phê duyệt do vướng mắc khâu thủ tục đầu tư. Tổng hợp lại, trong giai đoạn 2021-2030, chúng tôi dự báo NIA sẽ đạt tốc độ tăng trưởng thấp hơn trung bình ngành với mức tăng trung bình 9,9%/năm do mất thị phần vào các sân bay khác, trong khi TIA có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất nhờ mức tăng trung bình 10,6%/năm do tác động tích cực của dự án mở rộng T3.

**Hình 12: TIA đang nâng cấp hạ tầng để giải quyết tắc nghẽn và thu hút thêm khách hàng tại khu vực phía Nam**

|                                     | Địa phương      | Công suất hàng hóa (tấn) | Sản lượng hàng hóa 2019 (tấn) | Hiệu suất hoạt động 2019 |
|-------------------------------------|-----------------|--------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| <b>Các sân bay quốc tế miền Bắc</b> |                 |                          |                               |                          |
| Sân bay Quốc tế Nội Bài             | Hà Nội          | 600.000                  | 689.000                       | 115%                     |
| Sân bay Quốc tế Cát Bi              | Hải Phòng       | 100.000                  | 12.855                        | 13%                      |
| Sân bay Quốc tế Vân Đồn             | Quảng Ninh      | 10.000                   | 586                           | 6%                       |
| <b>Các sân bay quốc tế miền Nam</b> |                 |                          |                               |                          |
| Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất        | Tp. Hồ Chí Minh | 550.000                  | 694.851                       | 126%                     |
| Sân bay Quốc tế Cần Thơ             | Cần Thơ         | 5.000                    | 4.089                         | 82%                      |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## Lợi nhuận sẽ giảm trong năm 2020 trước khi phục hồi từ năm 2021

### KQKD 9T20 bị ảnh hưởng nhẹ bởi đại dịch ➤

Hình 16: Tóm tắt KQKD 9T20 của SCS (đơn vị: tỷ đồng)

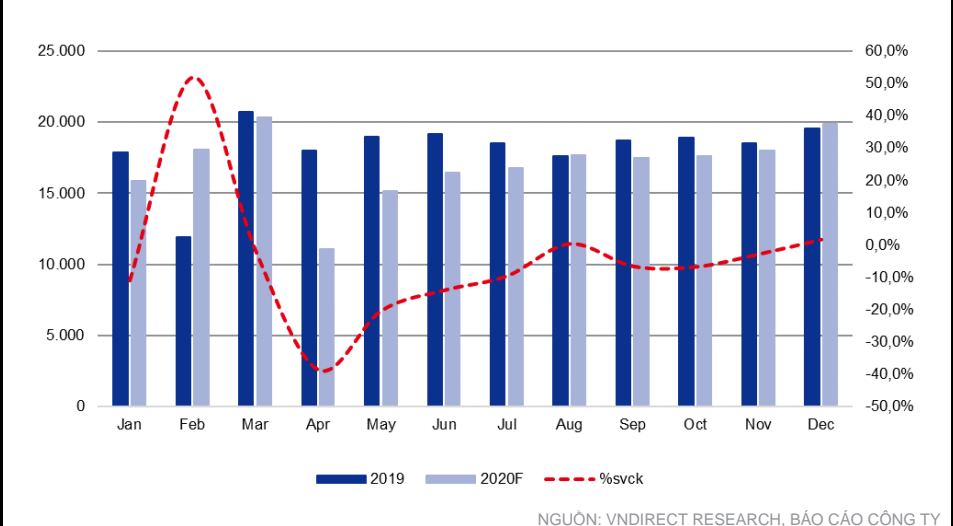
|                             | 9T19           | 9T20           | svck               |
|-----------------------------|----------------|----------------|--------------------|
| <b>Doanh thu</b>            | <b>549</b>     | <b>495</b>     | <b>-9,7%</b>       |
| <i>Tổng sản lượng (tấn)</i> | <i>161.479</i> | <i>148.884</i> | <i>-7,8%</i>       |
| <i>Nội địa</i>              | <i>38.666</i>  | <i>38.575</i>  | <i>-0,2%</i>       |
| <i>Quốc tế</i>              | <i>122.813</i> | <i>110.309</i> | <i>-10,2%</i>      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>435</b>     | <b>387</b>     | <b>-11,0%</b>      |
| <i>Biến LN gộp</i>          | <i>79,3%</i>   | <i>78,2%</i>   | <i>-1,1 điểm %</i> |
| Thu nhập tài chính          | 9              | 21             | 136,9%             |
| Chi phí bán hàng            |                |                |                    |
| Ch phí QLDN                 | 50             | 45             | -10,1%             |
| <b>LN ròng</b>              | <b>367</b>     | <b>336</b>     | <b>-8,5%</b>       |
| <i>Biến LN ròng</i>         | <i>66,9%</i>   | <i>67,8%</i>   | <i>0,9 điểm %</i>  |
| EBITDA                      | 406            | 375            | -7,6%              |
| <i>Tỷ suất EBITDA</i>       | <i>74,0%</i>   | <i>75,7%</i>   | <i>1,7 điểm %</i>  |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong 9T20, các doanh nghiệp trong ngành hàng không bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch. Trong bối cảnh này, kết quả của SCS được cho là khá tích cực. Tổng sản lượng hàng hóa của công ty giảm 7,8% svck, chủ yếu do mức giảm sản lượng hàng hóa quốc tế 10,2%, dẫn tới tổng doanh thu giảm 9,7% svck. Tuy nhiên, SCS có thể điều chỉnh chi phí nhân công để bám sát với lượng hàng hóa do một nửa số lượng nhân viên của nhà ga được ký hợp đồng ngắn hạn. Nhờ lực lượng lao động linh hoạt, SCS có thể kiểm soát chi phí khá tốt và từ đó đã nâng tỷ suất LN ròng và tỷ suất EBITDA lên lần lượt 0,9 và 1,7 điểm % svck trong 9T20.

### Chúng tôi ước tính LN ròng giảm 5,8% svck trong 2020 ➤

Hình 13: Chúng tôi kỳ vọng lượng hàng hóa hàng tháng của SCS sẽ phục hồi vào tháng 12/2020 (Đơn vị: tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Covid – 19 đã bùng phát trở lại tại Việt Nam từ cuối tháng 7. Sau khi thành công trong việc kiểm soát dịch vào tháng 1/2020 và tháng 3/2020, chúng tôi tin rằng Việt Nam có thể kiểm soát tốt được đợt dịch lần này. Cùng với tình trạng bệnh dịch trên cả thế giới, ngay cả tại các nước báo cáo đã kiểm soát được bệnh dịch, hoạt động kinh doanh của SCS có thể chịu ảnh hưởng mạnh trong tháng 9/2020. Chúng tôi tin rằng KQKD của SCS sẽ bắt đầu phục hồi trong tháng 12/2020 nếu vắc-xin được đưa vào sử dụng và đại dịch được kiểm soát. Trong kịch bản này, chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hàng hóa của SCS sẽ giảm 8,7% svck xuống 199.509 tấn trong 2020, trong đó tổng lượng hàng hóa nội địa sẽ giảm nhẹ 1,4% svck trong khi tổng lượng hàng hóa quốc tế sẽ giảm 10,9% svck. Do vậy, chúng

tôi kỳ vọng doanh thu SCS sẽ giảm 6,3% svck và lợi nhuận ròng giảm 5,8% svck trong năm 2020.

### Dự án tòa nhà văn phòng thứ hai sẽ thúc đẩy tăng trưởng mảng cho thuê văn phòng trong 2022-2023 >

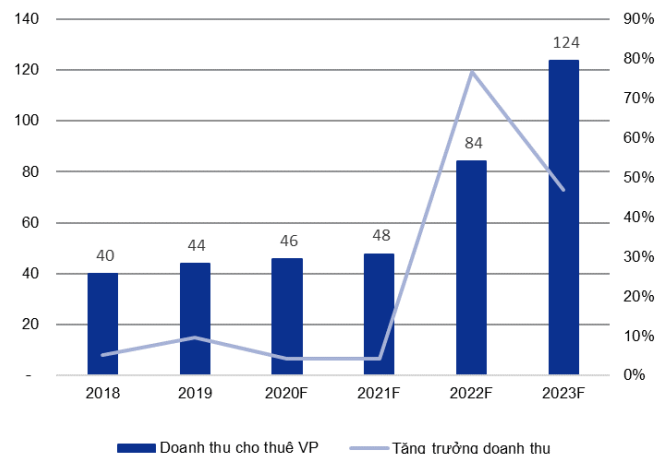
Tòa nhà hiện tại của SCS nằm cạnh ga hàng hóa của SCS và TIA khiến đây trở thành một vị trí đặc địa cho các công ty logistic cũng như các công ty dịch vụ hàng không. Tổng diện tích văn phòng cho thuê là 6.853 m<sup>2</sup> và đã được lấp đầy từ năm 2019, đem lại doanh thu 44 tỷ đồng trong năm 2019. Giá thuê tăng trung bình 3,71%/năm trong giai đoạn 2015-2019, đạt 544.086 đồng/m<sup>2</sup>/tháng trong năm 2019, tương đương với giá thuê của văn phòng hạng B tại TP.HCM.

SCS đang có kế hoạch xây dựng tòa nhà văn phòng thứ hai trên khu đất rộng 20.000m<sup>2</sup> với tổng vốn đầu tư 10 triệu USD. Giấy phép xây dựng hiện đang chờ phê duyệt từ Không quân Nhân dân Việt Nam. Chúng tôi dự kiến SCS sẽ bắt đầu dự án vào năm 2021 khi giấy phép được cấp và tòa nhà sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2022. Dòng tiền dồi dào của SCS cho phép doanh nghiệp tự tài trợ cho dự án mà không phải vay thêm.

Hình 14: Dự án tòa nhà thứ hai của SCS

Hình 15: Doanh thu mảng cho thuê văn phòng của SCS (tỷ đồng)

|  | 2020F      | 2021F      | 2022F      | 2023F      |
|--|------------|------------|------------|------------|
| <b>Dòng tiền HĐKD (tỷ đồng)</b>        | <b>525</b> | <b>585</b> | <b>682</b> | <b>749</b> |
| <b>Tòa nhà SCSC-2</b>                  |            |            |            |            |
| Tổng mức đầu tư (USD)                  | 10.000.000 |            |            |            |
| Giá trị đầu tư/m <sup>2</sup> (USD)    | 787        |            |            |            |
| Tổng giá trị đầu tư (tỷ đồng)          | 233        |            |            |            |
| GFA (m <sup>2</sup> )                  | 12.706     |            |            |            |
| Tỷ lệ có thể bán (%)                   | 75%        |            |            |            |
| Diện tích có thể bán (m <sup>2</sup> ) | 9.530      |            |            |            |
| Thời gian bắt đầu                      | 1/2021     |            |            |            |
| Thời gian hoàn thành                   | 12/2021    |            |            |            |
| Tỷ lệ cho thuê (%)                     |            |            | 50%        | 100%       |
| Diện tích cho thuê (m <sup>2</sup> )   |            |            | 4.765      | 9.530      |



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 11% giai đoạn 2021-2024 >

Với tốc độ tăng trưởng cao hơn trung bình ngành của TIA trong mảng hàng hóa hàng không, trong khi TCS có thể khó tăng sản lượng hàng hóa do thiếu hụt công suất, chúng tôi tin rằng SCS có khả năng tận dụng tăng trưởng của TIA trong 2021-2024. Để đảm bảo đủ công suất, chúng tôi dự kiến SCS sẽ bắt đầu dự án mở rộng vào năm 2022 khi nhà ga đạt 123% công suất thiết kế. Phần mở rộng sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2023. Các thiết bị và hệ thống mới sẽ thu hút nhiều khách hàng hơn do SCS sẽ có thể đáp ứng các tiêu chuẩn khu vực và cung cấp các dịch vụ tốt hơn để đáp ứng nhu cầu của khách hàng, đặc biệt là các khách hàng mới. Chúng tôi kỳ vọng SCS sẽ đầu tư 10 triệu USD vào dự án mở rộng công suất và tài trợ toàn bộ cho dự án bằng nguồn vốn nội bộ.

Doanh thu hàng hóa quốc tế chiếm 87,6% tổng doanh thu của SCS trong năm 2019. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hàng hóa của SCS sẽ tăng trung bình 10,6%/năm trong giai đoạn 2021 - 2024, thấp hơn CAGR của sản lượng giai đoạn 2015-2019 là 18,6%.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép doanh thu đạt 14,6% và tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 11,5% trong 2021-2024. Tăng trưởng lợi nhuận ròng thấp hơn doanh thu do SCS sẽ không còn được ưu đãi thuế trong năm 2024 và sẽ phải chịu mức thuế thu nhập doanh nghiệp thông thường là 20% từ năm 2024.

Hình 20: Dự phóng KQKD 2020-2024 (đơn vị: tỷ đồng)

|                                | 2019           | 2020F          | 2021F          | 2022F          | 2023F          | 2024F Nhận xét |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Tổng sản lượng hàng hóa</b> | <b>218.450</b> | <b>199.509</b> | <b>220.061</b> | <b>239.024</b> | <b>262.348</b> | <b>288.014</b> |
| - Sản lượng nội địa            | 52.160         | 51.426         | 54.949         | 58.713         | 62.735         | 67.032         |
| - Sản lượng quốc tế            | 166.290        | 148.083        | 165.112        | 180.311        | 199.613        | 220.982        |
| <b>Tăng trưởng hàng hóa</b>    | <b>6,6%</b>    | <b>-8,7%</b>   | <b>10,3%</b>   | <b>8,6%</b>    | <b>9,8%</b>    | <b>9,8%</b>    |
| - Tăng trưởng hàng hóa nội địa | 6,9%           | -1,4%          | 6,9%           | 6,9%           | 6,9%           | 6,9%           |
| - Tăng trưởng hàng hóa quốc tế | 6,5%           | -10,9%         | 11,5%          | 9,2%           | 10,7%          | 10,7%          |
| Tăng trưởng doanh thu          | 10,8%          | -6,2%          | 13,5%          | 15,9%          | 16,5%          | 12,5%          |
| <b>Doanh thu</b>               | <b>748</b>     | <b>701</b>     | <b>796</b>     | <b>923</b>     | <b>1.075</b>   | <b>1.209</b>   |
| - Dịch vụ hàng hóa             | 696            | 642            | 734            | 824            | 937            | 1.065          |
| Nội địa                        | 41             | 42             | 46             | 50             | 55             | 61             |
| Quốc tế                        | 655            | 600            | 688            | 774            | 882            | 1.005          |
| - Cho thuê sân đỗ máy bay      | 7              | 13             | 13             | 13             | 13             | 13             |
| - Cho thuê văn phòng           | 44             | 46             | 48             | 84             | 124            | 129            |
| - Khác                         | 1,1            | 1,3            | 1,5            | 1,7            | 2,0            | 2,3            |
| <b>GVHB</b>                    | <b>153</b>     | <b>149</b>     | <b>162</b>     | <b>199</b>     | <b>238</b>     | <b>256</b>     |
| - Dịch vụ hàng hóa             | 140            | 136            | 149            | 162            | 199            | 217            |
| - Cho thuê sân đỗ máy bay      | 5              | 5              | 5              | 5              | 5              | 5              |
| - Cho thuê văn phòng           | 7              | 7              | 7              | 30             | 32             | 33             |
| - Khác                         | 0,2            | 0,4            | 0,4            | 0,5            | 0,5            | 0,6            |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>           | <b>595</b>     | <b>553</b>     | <b>634</b>     | <b>724</b>     | <b>838</b>     | <b>953</b>     |
| Biên LN gộp                    | 79,5%          | 78,8%          | 79,7%          | 78,5%          | 77,9%          | 78,8%          |
| Doanh thu tài chính            | 14             | 22             | 29             | 33             | 44             | 58             |
| Chi phí tài chính              | 1              | 1              | 1              | 1              | 1              | 2              |
| Chi phí QLDN                   | 68             | 64             | 72             | 82             | 95             | 106            |
| <b>LNTT</b>                    | <b>538</b>     | <b>506</b>     | <b>586</b>     | <b>668</b>     | <b>779</b>     | <b>897</b>     |
| <b>LN ròng</b>                 | <b>502</b>     | <b>473</b>     | <b>548</b>     | <b>625</b>     | <b>678</b>     | <b>717</b>     |
| Biên LN ròng                   | 67,1%          | 67,5%          | 68,9%          | 67,7%          | 63,1%          | 59,3%          |
| Tăng trưởng LN ròng            | 14,9%          | -5,8%          | 15,9%          | 14,0%          | 8,6%           | 5,7%           |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>582</b>     | <b>544</b>     | <b>616</b>     | <b>715</b>     | <b>835</b>     | <b>936</b>     |
| Tỷ suất EBITDA                 | 77,8%          | 77,6%          | 77,4%          | 77,5%          | 77,6%          | 77,4%          |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Kế hoạch M&A nhà ga hàng hóa tại NIA >

Ban lãnh đạo SCS cho biết công ty có kế hoạch mua lại một nhà ga hàng hóa hàng không tại NIA. Chúng tôi cho rằng SCS sẽ có lợi thế hơn trong việc đàm phán do các doanh nghiệp cùng ngành hàng không đang bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch Covid-19.

Ba nhà ga hàng hóa tại NIA có thể là các mục tiêu M&A của SCS bao gồm:

- **Cảng hàng hóa ALS (ALS):** Công ty này ít có khả năng trở thành mục tiêu. Nhà ga ALS thuộc sở hữu của CTCP ALS, đơn vị sở hữu nhiều nhà ga hàng hóa ngoài sân bay khác và hệ thống kho bãi tại KCN Yên Phong (Bắc Ninh), KCN VSIP Bắc Ninh, KCN Yên Bình (Thái Nguyên), ICD Mỹ Đình. Trong số đó, nhà ga ALS tại NIA giữ vị trí trung tâm trong chuỗi dịch vụ cung ứng của ALS. Mua lại nhà ga ALS cũng đồng nghĩa mua lại ALS JSC và hệ sinh thái của doanh nghiệp, điều này không phù hợp với khả năng tài chính của SCS.
- **CTCP Dịch vụ Nhà ga Hàng hóa Nội Bài (NCT):** Phương án này không hiệu quả do NCT phải thuê cơ sở hạ tầng từ ACSV. Bên cạnh đó, chủ sở hữu của NCT là Vietnam Airlines (HVN; Không khuyến nghị) đang sử dụng nhà ga của NCT tại NIA và nhà ga của TCS tại TIA. Như vậy, nếu SCS quyết định mua lại NCT, Vietnam Airlines sẽ vấp phải khó khăn trong việc vận chuyển hàng hóa hàng không. Tuy nhiên, tình hình tài chính khó khăn của Vietnam Airlines có thể thúc đẩy thoái vốn các khoản đầu tư của hãng.
- **CTCP Dịch vụ Hàng hóa Hàng không Việt Nam (ACSV):** Theo quan điểm của chúng tôi, đây là một mục tiêu tiềm năng. ACSV sở hữu cơ sở hạ tầng và có quyền sử dụng đất ở NIA. Hoạt động kinh doanh của ACSV tương tự như SCS và hai nhà ga này có nhiều hãng bay khách hàng chung như Lufthansa, Cargo Lux, Turkish Airlines, Tiger Airways, Hong Kong Airlines và Vietjet Air (VJC). Đây cũng là các khách hàng chính của cả hai bên. ACV cũng sở hữu

20% ACSV, điều này tạo ra lợi thế trong thương vụ này. Do đó, chúng tôi tin rằng việc mua lại ACSV sẽ mang lại nhiều lợi thế hơn cho SCS.

## Chúng tôi nhận thấy rủi ro cạnh tranh từ sân bay Quốc tế Long Thành trong tương lai gần không đáng kể >

Việc xây dựng Sân bay Quốc tế Long Thành (LIA) có thể sẽ bắt đầu vào năm 2021 và kết thúc vào năm 2025, tạo ra rủi ro tiềm tàng đến dịch vụ vận chuyển hàng hóa đường hàng không của TIA vì lượng hàng hóa có thể bị chia sẻ. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro là thấp vì TIA nằm gần khu trung tâm của TP.HCM. Do đó, các nhà ga hàng hóa của TIA có lợi thế về thời gian và khoảng cách so với LIA, đặc biệt đối với các sản phẩm khu vực nội thành. Hơn nữa, LIA nằm xa các vùng công nghiệp trọng điểm phía Nam như Bình Dương, Long An nên LIA khó cạnh tranh với TIA về vận chuyển hàng hóa hàng không.

Theo quan điểm của chúng tôi, SCS có thể mở rộng hoạt động sang LIA với sự hỗ trợ của cổ đông sáng lập, ACV, về các vấn đề cấp phép, tuy nhiên có thể phải đối mặt với sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các doanh nghiệp khác.

## Phân tích SWOT

Hình 21: Phân tích SWOT

| Điểm mạnh  | Cơ hội   |
|--|--|
| - Nhà ga được tích hợp đồng bộ với công nghệ hiện đại nhất       | - Việt Nam là thị trường hàng hóa hàng không đầy hứa hẹn với nhiều yếu tố hỗ trợ, trong đó TIA là sân bay tăng trưởng nhanh nhất giai đoạn 2021-2024 |
| - Hiệu quả hoạt động cao   | - Cơ hội M&A với dòng tiền kinh doanh mạnh mẽ  |
| - Nhà ga duy nhất ở TIA có thể mở rộng thêm công suất            | - Cơ hội mở rộng hoạt động sản xuất ở sân bay quốc tế Long Thành   |
| Điểm yếu   | Thách thức   |
| - Công suất thiết kế nhà ga ở TIA bị giới hạn ở 350.000 tấn/năm. | - Đại dịch bất ngờ có thể ảnh hưởng đến thương mại toàn cầu trong đó có Việt Nam   |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá và khuyến nghị

### Phát hành báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 144.500 đồng/cp >

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu SCS với khuyến nghị Khả quan dựa trên phương pháp DCF (WACC: 12,9%) với giá mục tiêu 144.500 đồng/cp tương ứng P/E 2021 đạt 14,6 lần.

Chúng tôi ước tính WACC của SCS đạt 12,9%, với các giả định: (1) lãi suất phi rủi ro là 4%; (2) beta đạt 0,81 và (3) chi phí vốn chủ sở hữu đạt 11%. Để đạt được giá trị hiện tại của giá trị tới hạn là 3.492 tỷ đồng ở 2030, chúng tôi chiết khấu toàn bộ dòng tiền từ năm 2030 với tốc độ tăng trưởng 2% nhằm phản ánh triển vọng tăng trưởng thận trọng của ngành hàng không. Chúng tôi cho rằng DCF là phương pháp hợp lý để định giá một công ty điều hành nhà ga hàng hóa hàng không do dòng tiền có thể dự báo được.

Giá cổ phiếu đã giảm 17,1% trong giai đoạn tháng 10/2019 đến tháng 1/2020 trong khi VN-Index giảm 0,5% cùng kỳ do ảnh hưởng từ việc thoái vốn của một quỹ ngoại. SCS hiện đang giao dịch ở mức P/E forward năm 2021 là 11,9 lần, thấp hơn nhiều so với P/E trung bình 3 năm là 14,1 lần. Thời kỳ khó khăn nhất của ngành hàng không đã qua và chúng tôi tin rằng đây là mức giá hấp dẫn của SCS với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận ròng của SCS sau năm 2020. Với các yếu tố trên cùng tiềm năng tăng giá 26,9% (bao gồm tỷ suất cổ tức), chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho cổ phiếu.

**Hình 22: Chiết khấu dòng tiền của SCS (đơn vị: tỷ đồng)**

|  | 2020F        | 2021F      | 2022F      | 2023F      | 2024F      | 2025F      | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        | 2030F        |
|--|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBIT</b>                                    | <b>506</b>   | <b>586</b> | <b>668</b> | <b>779</b> | <b>897</b> | <b>981</b> | <b>1.074</b> | <b>1.176</b> | <b>1.298</b> | <b>1.433</b> | <b>1.582</b> |
| Trừ: thuế                                      | 33           | 38         | 43         | 101        | 179        | 196        | 215          | 235          | 260          | 287          | 316          |
| <b>EBIAT</b>                                   | <b>473</b>   | <b>548</b> | <b>625</b> | <b>678</b> | <b>717</b> | <b>785</b> | <b>859</b>   | <b>941</b>   | <b>1.038</b> | <b>1.146</b> | <b>1.266</b> |
| Cộng: chi phí khấu hao                         | 56           | 54         | 73         | 92         | 88         | 85         | 83           | 80           | 79           | 77           | 76           |
| Trừ: đầu tư TSCĐ                               | 33           | 268        | 273        | 49         | 51         | 53         | 55           | 57           | 59           | 61           | 63           |
| Trừ: vốn lưu động tăng                         | 3            | 17         | 16         | 21         | 24         | 17         | 18           | 19           | 22           | 23           | 25           |
| <b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)</b> | <b>492</b>   | <b>317</b> | <b>409</b> | <b>700</b> | <b>731</b> | <b>800</b> | <b>869</b>   | <b>946</b>   | <b>1.036</b> | <b>1.139</b> | <b>1.254</b> |
| Giá trị hiện tại của FCFF                      | 492          | 281        | 321        | 487        | 450        | 436        | 420          | 405          | 393          | 382          | 373          |
| <b>Tổng giá trị hiện tại của FCFF</b>          | <b>4.439</b> |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 23: Định giá FCFF (đơn vị: tỷ đồng)**

|   |                |
|---|----------------|
| <b>Giá trị năm cuối của FCFF</b>            | <b>1.254</b>   |
| Tăng trưởng                                 | 2,00%          |
| <b>Giá trị tới hạn của FCFF</b>             | <b>11.740</b>  |
| Mức chiết khấu                              | 0,30           |
| <b>Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn</b> | <b>3.492</b>   |
| <b>Giá trị doanh nghiệp</b>                 | <b>7.931</b>   |
| Trừ: tổng nợ                                | -              |
| Trừ: giá trị thị trường của cổ phiếu ưu đãi | 683            |
| Trừ: lợi ích của cổ đông thiểu số           | -              |
| Cộng: tiền và tương đương tiền              | 311            |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>               | <b>7.334</b>   |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành                  | 50.745.700     |
| <b>Giá trị cổ phiếu</b>                     | <b>144.500</b> |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 24: So sánh doanh nghiệp cùng ngành**

| Công ty                      | Mã công ty | Khuyến nghị | Giá hiện tại    | Giá mục tiêu    | Vốn hóa   | Tăng trưởng 3 năm EPS | P/E (x)     |            | P/BV (x)   |            | ROE (%)     |             | EV/EBITDA   |            |
|------------------------------|------------|-------------|-----------------|-----------------|-----------|-----------------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|                              |            |             | Đơn vị: tỷ đồng | Đơn vị: tỷ đồng | Triệu USD | CAGR (%)              | 2020F       | 2021F      | 2020F      | 2021F      | 2020F       | 2021F       | 2020F       | 2021F      |
| ATLAS AIR WORLDWIDE HOLDINGS | AAWW US    | KKN         | 59,3            | N/A             | 1671,7    | 4,1                   | 5,5         | 7,7        | 0,8        | 0,7        | 16,1        | 12,4        | 5,4         | 6,6        |
| XIAMEN INTERNATIONAL AIR     | 600897 CH  | KKN         | 2,6             | N/A             | 799,4     | 9,0                   | 17,9        | 10,9       | 1,4        | 1,3        | 8,1         | 12,3        | 7,7         | 4,5        |
| MACROASIA CORPORATION        | MAC PM     | KKN         | 0,1             | N/A             | 200,8     | 48,2                  | 17,6        | 10,3       | 1,6        | 1,5        | 5,7         | 18,8        | 20,6        | 14,9       |
| CARDIG AERO SERVICES TBK PT  | CASS IJ    | KKN         | 206,0           | N/A             | 29,3      | N/A                   | N/A         | N/A        | N/A        | N/A        | N/A         | N/A         | N/A         | N/A        |
| CTCP DV Hàng hóa Nội Bài     | NCT VN     | KKN         | 67.900          | N/A             | 76,7      | -7,2                  | N/A         | N/A        | N/A        | N/A        | N/A         | N/A         | N/A         | N/A        |
| <b>Trung bình</b>            |            |             |                 |                 |           | <b>13,5</b>           | <b>13,7</b> | <b>9,6</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>10,0</b> | <b>14,5</b> | <b>11,2</b> | <b>8,7</b> |
| CTCP DV Hàng hóa Sài Gòn     | SCS VN     | KHẢ QUAN    | 117.800         | 144.500         | 257,9     | 22,0                  | 13,7        | 11,9       | 5,0        | 4,1        | 42,2        | 40,2        | 10,9        | 9,6        |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## Rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá

### Rủi ro giảm giá >

Hoạt động kinh doanh của SCS gắn liền với hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp sản xuất công nghệ cao. Bất kỳ đại dịch hoặc khủng hoảng toàn cầu nào làm gián đoạn hoạt động của lĩnh vực này có thể ảnh hưởng trực tiếp kết quả kinh doanh của SCS thông qua:

- Sản lượng hàng hóa quốc tế thấp hơn dự kiến
- Giá dịch vụ hàng hóa thấp hơn dự kiến

### Tiềm năng tăng giá >

- Sản lượng hàng hóa thông qua cao hơn dự kiến do nhu cầu vận chuyển hàng không tăng mạnh dẫn đến kết quả kinh doanh tốt hơn mong đợi.
- Thông báo kế hoạch mở rộng công suất
- Kế hoạch M&A được phê duyệt và công bố



## Phụ lục

### Cấu trúc sở hữu ➤

Hình 25: Cấu trúc sở hữu của SCS tại ngày 20/10/2020

| Cổ đông                          | Số lượng CP | Tỷ lệ | Vai trò  |
|----------------------------------|-------------|-------|--|
| CTCP Gemadept                    | 18.441.640  | 31,8% | CTCP Gemadept (GMD), một trong những cổ đông sáng lập của SCS, doanh nghiệp tư nhân vận hành cảng lớn nhất Việt Nam, đã hỗ trợ SCS điều hành hoạt động kinh doanh hàng hóa hàng không hiệu quả.                                    |
| TCT Cảng hàng không VN           | 7.500.000   | 12,9% | TCT Cảng hàng không Việt Nam (ACV), cũng là một trong những cổ đông sáng lập của SCS, đang vận hành hầu hết các cảng hàng không Việt Nam, bao gồm TIA.   |
| Công ty TNHH Sửa chữa máy bay 41 | 7.202.500   | 12,4% | Công ty TNHH Bảo dưỡng Máy bay 41 đang sở hữu 7,2 triệu cổ phiếu ưu đãi. Đất hoạt động của SCS là của Bộ Quốc phòng sở hữu, nhưng nhờ công ty TNHH Bảo dưỡng Máy bay 41, SCS có quyền sử dụng khu vực này cho mục đích kinh doanh. |
| Khác                             | 24.804.060  | 42,8% |  |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Bộ máy lãnh đạo ➤

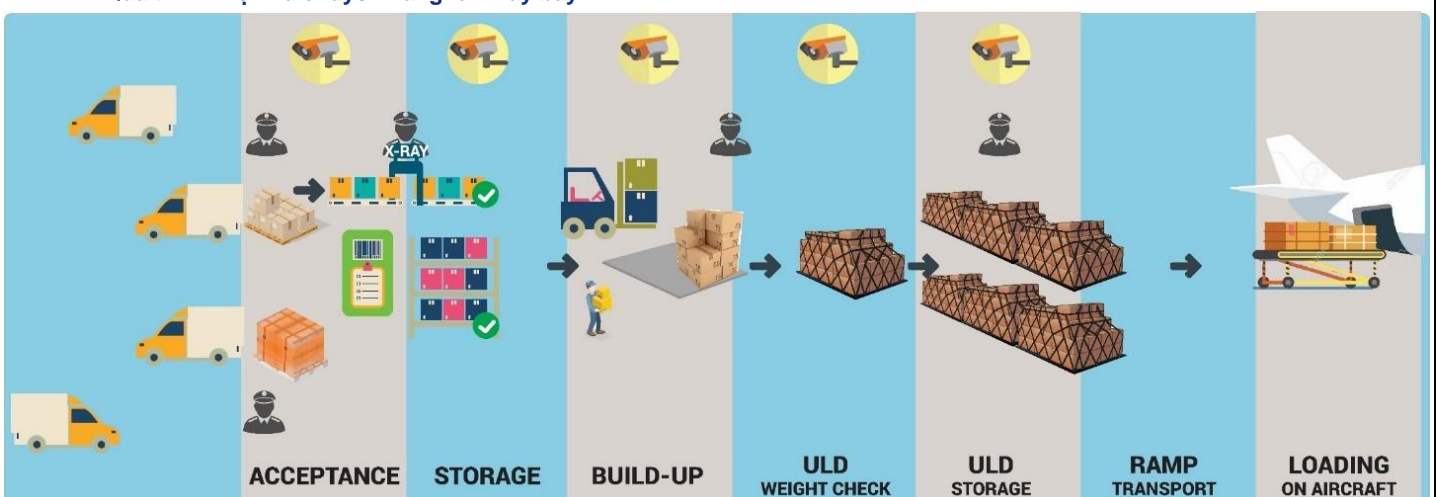
Hình 26: Ban giám đốc của SCS tại ngày 20/10/2020

| Vị trí            | Tên               | Bằng cấp                             | Kinh nghiệm  |
|-------------------|-------------------|--------------------------------------|--|
| Tổng giám đốc     | Nguyễn Quốc Khánh | Kỹ sư kinh tế vận tải biển           | 1989-1993: Nhân viên phòng kinh doanh - Công ty LD Gemadept<br>1993-1997: Phó phòng Đại lý Container - Công ty CP Gemadept<br>1997-2003: Trưởng phòng Đại lý Container - CTCP Gemadept<br>2003-2008: Giám đốc Điều hành Công ty LD MBN-GMD Việt Nam<br>2008-hiện tại: Thành viên HĐQT kiêm TGD CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn |
| Phó tổng giám đốc | Nguyễn Thái Sơn   | Quản trị hàng hóa hàng không quốc tế | 1991-1996: Nhân viên hàng hóa tại hãng hàng không Đức Lufthansa<br>1996-2010: Phó giám đốc phụ trách bộ phận hàng hóa - Lufthansa Cargo AG<br>2010-hiện tại: Phó tổng giám đốc phụ trách khai thác CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn   |
| Phó tổng giám đốc | Tô Hiến Phương    | Cử nhân kinh tế                      | 1990-1992: Nhân viên kế hoạch kinh doanh Công ty Bạch Đằng, Quận 1<br>1992-1997: Phó phòng kế hoạch - Ban QLDA nhà máy lọc dầu, Petrovietnam<br>1997-2007: Phó giám đốc, CTCP Vinh Nam, Tp. HCM<br>2007-2009: Giám đốc CTCP Nam Liên, Bình Dương<br>2009-hiện tại: Phó tổng giám đốc CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn           |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

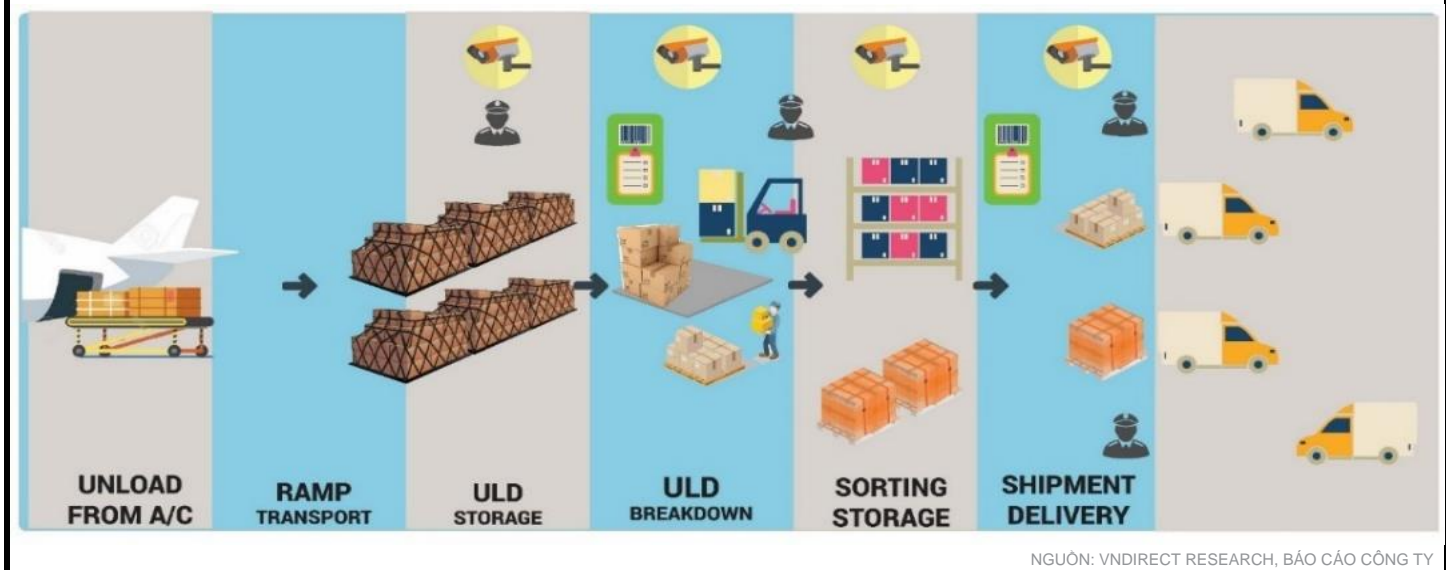
### Ghi nhận doanh thu ➤

Hình 27: Quá trình nhận và chuyển hàng lên máy bay



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 28: Quá trình dỡ hàng từ máy bay và gửi trả hàng hóa



Doanh thu từ dịch vụ hàng hóa chiếm 93% tổng doanh thu 2019. SCS ghi nhận doanh thu dịch vụ hàng hóa từ việc cung cấp những dịch vụ sau:

- Phí lưu kho: đơn giá dựa trên trọng lượng, thời gian lưu kho và loại hàng hóa. Đơn giá tăng lên với loại hàng hóa theo thứ tự như sau: hàng xuất khẩu, hàng nhập khẩu, hàng đặc biệt (thi thể, gia súc, hàng dễ hỏng, hàng lạnh, hàng nguy hiểm, vũ khí và chất gây nổ, hàng có giá trị cao).
- Phí xếp dỡ: đơn giá dựa trên trọng lượng, thời gian lưu kho và loại hàng hóa. Đơn giá tăng lên với loại hàng hóa theo thứ tự như sau: hàng xuất khẩu, hàng nhập khẩu, hàng đặc biệt (hàng dễ vỡ, gia súc, hàng nguy hiểm, hàng có giá trị, hàng nhanh hỏng, giao nhận theo yêu cầu cụ thể, hàng giao nhanh, thi thể).
- Phí khác: bao gồm phí liên quan đến kê khai hải quan, các dịch vụ đặc biệt khác.
- Phí nguyên vật liệu: gồm chi phí nguyên vật liệu để đóng gói hàng, chuyển hàng lên máy bay và dỡ hàng xuống.

### Khách hàng ►

Phần lớn khách hàng của SCS là các hãng hàng không quốc tế. Đối với các hãng nội địa, Vietjet Air và Bamboo Airways là khách hàng của SCS. SCS và TCS không chia sẻ khách hàng chung.

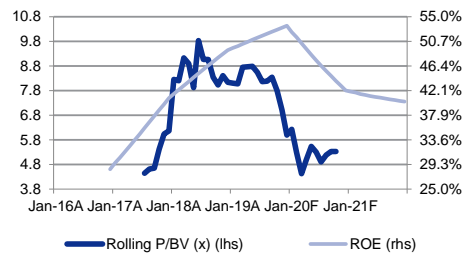
**Hình 29: Khách hàng của SCS đến ngày 20/10/2020**

| STT | Ngày bắt đầu | Khách hàng               |
|-----|--------------|--------------------------|
| 1   | 16/12/2010   | Lufthansa Cargo          |
| 2   | 30/12/2010   | Turkish Airlines         |
| 3   | 01/04/2011   | Cargolux                 |
| 4   | 08/08/2011   | Singapore Airlines Cargo |
| 5   | 15/11/2011   | Vladivostok Air          |
| 6   | 21/12/2011   | Scoot                    |
| 7   | 09/02/2012   | Sichuan Airlines         |
| 8   | 28/03/2012   | Saudi Airlines Cargo     |
| 9   | 04/06/2012   | Emirates                 |
| 10  | 01/11/2012   | Thai Airways             |
| 11  | 01/01/2013   | Hongkong Airlines        |
| 12  | 10/02/2013   | Vietjet Air              |
| 13  | 21/08/2014   | Raya Airways             |
| 14  | 17/10/2014   | Royal Brunei Airlines    |
| 15  | 17/06/2015   | Fits Air                 |
| 16  | 24/12/2015   | Tway Air                 |
| 17  | 01/01/2016   | Hongkong Air Cargo       |
| 18  | 29/01/2016   | Malindo Air              |
| 19  | 01/03/2016   | Air Hongkong             |
| 20  | 01/03/2016   | Cathay Pacific           |
| 21  | 04/06/2016   | Air New Zealand          |
| 22  | 18/10/2016   | Thai Lion Air            |
| 23  | 28/11/2016   | Xiamen Air               |
| 24  | 02/12/2017   | SF Airlines              |
| 25  | 15/12/2017   | Lanmei Airlines          |
| 26  | 01/01/2018   | Jeju Air                 |
| 27  | 01/05/2018   | Japan Airlines           |
| 28  | 01/07/2018   | AirBridge Cargo          |
| 29  | 01/10/2018   | Thai Express Air         |
| 30  | 15/11/2018   | YT Airlines              |
| 31  | 01/08/2018   | Pos Malaysia             |
| 32  | 16/11/2018   | Swiss World Cargo        |
| 33  | 05/05/2019   | Air Incheon              |
| 34  | 15/09/2019   | Nok Air                  |
| 35  | 14/05/2019   | Bamboo Airways           |
| 36  | 18/10/2019   | Indi Go                  |
| 37  | 15/05/2020   | Total Cargo Expertise    |
| 38  | 01/07/2020   | Aerotrans Cargo          |
| 39  | 01/07/2020   | Neos                     |
| 40  | 15/07/2020   | My Indo Airlines         |
| 41  | 20/07/2020   | My Jet Xpress Airlines   |
| 42  | 01/09/2020   | Ups                      |

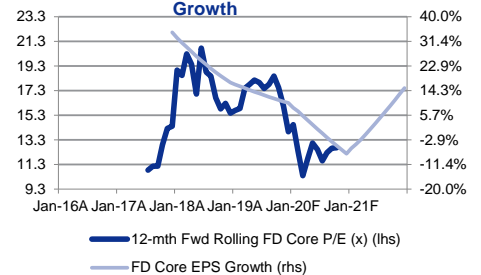
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

**P/BV vs ROE**



**12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth**



**Báo cáo KQ HĐKD**

| (tỷ đồng)                                    | 12/18A       | 12/19A       | 12/20F       | 12/21F       | 12/22F       |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                       | <b>675,4</b> | <b>748,0</b> | <b>701,3</b> | <b>796,1</b> | <b>922,7</b> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                         | <b>528,4</b> | <b>594,9</b> | <b>552,6</b> | <b>634,3</b> | <b>724,2</b> |
| <b>LN hoạt động thuần</b>                    | <b>515,9</b> | <b>582,0</b> | <b>543,9</b> | <b>616,0</b> | <b>715,2</b> |
| Chi phí khấu hao                             | (54,7)       | (55,2)       | (55,5)       | (53,7)       | (73,5)       |
| <b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>461,2</b> | <b>526,8</b> | <b>488,3</b> | <b>562,3</b> | <b>641,8</b> |
| TN từ hoạt động tài chính                    | 7,6          | 13,2         | 21,4         | 28,3         | 31,3         |
| TN từ các Cty LK & LD                        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Chi phí/lãi ngoài HĐKD                       | (2,1)        | (2,3)        | (4,0)        | (4,5)        | (5,3)        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                  | <b>466,7</b> | <b>537,7</b> | <b>505,8</b> | <b>586,0</b> | <b>667,9</b> |
| Thuế   | (29,6)       | (35,5)       | (32,7)       | (37,9)       | (43,2)       |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                    | <b>437,1</b> | <b>502,2</b> | <b>473,0</b> | <b>548,1</b> | <b>624,7</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                 | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Cổ tức ưu đãi                                | (30,0)       | (36,0)       | (39,4)       | (45,7)       | (52,1)       |
| Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                        | <b>407,1</b> | <b>466,2</b> | <b>433,6</b> | <b>502,4</b> | <b>572,6</b> |
| Lợi nhuận thường xuyên                       | 407,1        | 466,2        | 433,6        | 502,4        | 572,6        |

**Dòng tiền**

| (tỷ đồng)   | 12/18A         | 12/19A         | 12/20F         | 12/21F         | 12/22F         |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>EBITDA</b>                                     | <b>515,9</b>   | <b>582,0</b>   | <b>543,9</b>   | <b>616,0</b>   | <b>715,2</b>   |
| Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Tăng/(Giảm) vốn lưu động                          | (28,1)         | 1,6            | (3,4)          | (16,9)         | (15,9)         |
| (Tăng)/Giảm các khoản dự phòng                    | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Chi/(Thu) bằng tiền khác                          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Dòng tiền hoạt động khác                          | (17,3)         | (14,7)         | (4,9)          | (5,5)          | (6,4)          |
| (Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi           | 7,8            | 13,5           | 22,3           | 29,3           | 32,5           |
| Thuế đã trả                                       | (54,1)         | (20,5)         | (32,7)         | (37,9)         | (43,2)         |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>          | <b>424,3</b>   | <b>561,9</b>   | <b>525,2</b>   | <b>585,0</b>   | <b>682,2</b>   |
| Tiền chi mua sắm tài sản cố định                  | (3,1)          | (13,6)         | (33,4)         | (268,0)        | (273,4)        |
| Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu | 0,2            | 0,2            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Tiền chi đầu tư góp vốn                           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Tiền khác từ hoạt động đầu tư                     | (15,1)         | (181,0)        | (190,1)        | 4,7            | (68,1)         |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>              | <b>(18,0)</b>  | <b>(194,4)</b> | <b>(223,6)</b> | <b>(263,3)</b> | <b>(341,4)</b> |
| Tiền vay nhận được/(đã trả)                       | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn               | 0,0            | 18,2           | 12,2           | 0,0            | 0,0            |
| Tiền mua lại CP đã phát hành                      | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu                   | (366,1)        | (330,8)        | (253,7)        | (253,7)        | (253,7)        |
| Cổ tức ưu đãi đã trả                              | (30,0)         | (36,0)         | (39,4)         | (45,7)         | (52,1)         |
| Tiền khác từ hoạt động tài chính                  | (10,1)         | (0,0)          | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>           | <b>(406,2)</b> | <b>(348,6)</b> | <b>(281,0)</b> | <b>(299,4)</b> | <b>(305,8)</b> |
| Tổng tiền trong năm                               | 0,1            | 18,9           | 20,6           | 22,3           | 35,0           |
| <b>Dòng tiền tự do cho cổ đông</b>                | <b>406,3</b>   | <b>367,5</b>   | <b>301,6</b>   | <b>321,7</b>   | <b>340,8</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp</b>           | <b>406,4</b>   | <b>368,5</b>   | <b>301,6</b>   | <b>321,7</b>   | <b>340,8</b>   |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

| <b>Bảng cân đối Kế toán</b>      |               |                |                |                |                |
|----------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>(tỷ đồng)</b>                 | <b>12/18A</b> | <b>12/19A</b>  | <b>12/20F</b>  | <b>12/21F</b>  | <b>12/22F</b>  |
| Tiền và tương đương tiền         | 47,3          | 66,1           | 86,7           | 109,0          | 144,0          |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 132,7         | 126,5          | 128,6          | 145,7          | 169,3          |
| Hàng tồn kho                     | 0,0           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Tài sản ngắn hạn khác            | 87,6          | 221,6          | 421,1          | 414,2          | 480,3          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>267,6</b>  | <b>414,2</b>   | <b>636,4</b>   | <b>668,9</b>   | <b>793,6</b>   |
| Tài sản cố định                  | 630,6         | 587,0          | 564,9          | 779,2          | 979,1          |
| Tổng đầu tư                      | 0,0           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Tài sản vô hình                  | 5,4           | 3,2            | 3,2            | 3,2            | 3,2            |
| Tài sản dài hạn khác             | 67,2          | 68,9           | 67,2           | 76,3           | 88,4           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>      | <b>703,2</b>  | <b>659,0</b>   | <b>635,3</b>   | <b>858,6</b>   | <b>1.070,6</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 0,0           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Phải trả người bán               | 62,9          | 47,9           | 47,4           | 51,6           | 63,2           |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 10,9          | 16,7           | 23,7           | 26,3           | 31,4           |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>73,8</b>   | <b>64,6</b>    | <b>71,0</b>    | <b>77,9</b>    | <b>94,6</b>    |
| Vay & nợ dài hạn                 | 0,0           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Nợ dài hạn khác                  | 12,0          | 4,4            | 4,3            | 4,7            | 5,8            |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>           | <b>12,0</b>   | <b>4,4</b>     | <b>4,3</b>     | <b>4,7</b>     | <b>5,8</b>     |
| Dự phòng                         | 0,0           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Tổng nợ</b>                   | <b>85,8</b>   | <b>69,0</b>    | <b>75,3</b>    | <b>82,6</b>    | <b>100,4</b>   |
| Vốn chủ sở hữu                   | 885,0         | 1.004,2        | 1.196,3        | 1.445,0        | 1.763,8        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 0,0           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>885,0</b>  | <b>1.004,2</b> | <b>1.196,3</b> | <b>1.445,0</b> | <b>1.763,8</b> |

| <b>Các chỉ tiêu chính</b>      |               |               |               |               |               |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                | <b>12/18A</b> | <b>12/19A</b> | <b>12/20F</b> | <b>12/21F</b> | <b>12/22F</b> |
| Tăng trưởng doanh thu          | 14,8%         | 10,8%         | (6,2%)        | 13,5%         | 15,9%         |
| Tăng trưởng LNHHĐKD            | 16,4%         | 12,8%         | (6,6%)        | 13,3%         | 16,1%         |
| Biên LNHHĐKD                   | 76,4%         | 77,8%         | 77,6%         | 77,4%         | 77,5%         |
| Tiền ròng/cp                   | 947           | 1.318         | 1.709         | 2.148         | 2.838         |
| Giá trị sổ sách/cp             | 17.704        | 20.023        | 23.574        | 28.475        | 34.758        |
| Khả năng thanh toán lãi vay    | 3.167,0       | 541,0         | N/A           | N/A           | N/A           |
| Thuế suất hiệu dụng            | 6,3%          | 6,6%          | 6,5%          | 6,5%          | 6,5%          |
| Tỷ lệ chia cổ tức              | 73,7%         | 72,1%         | 58,5%         | 50,5%         | 44,3%         |
| Số ngày phải thu               | 53,0          | 63,3          | 66,6          | 62,9          | 62,3          |
| Số ngày tồn kho                | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Số ngày phải trả               | 11,1          | 11,1          | 10,2          | 10,3          | 9,8           |
| ROIC                           | 41,2%         | 49,6%         | 41,4%         | 40,4%         | 38,3%         |
| ROCE                           | 51,9%         | 57,3%         | 46,4%         | 44,8%         | 42,0%         |
| Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản | 44,0%         | 48,1%         | 38,9%         | 37,5%         | 35,4%         |

| <b>Các nhân tố chính</b>                      |               |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|   | <b>12/18A</b> | <b>12/19A</b> | <b>12/20F</b> | <b>12/21F</b> | <b>12/22F</b> |
| Tăng trưởng doanh thu (%), hoạt động cốt lõi) | 15,7%         | 10,9%         | -7,8%         | 14,4%         | 12,2%         |
| Tăng trưởng doanh thu (%), hoạt động khác)    | 4,5%          | 8,4%          | 14,0%         | 3,5%          | 59,4%         |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

|              |   |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%                    |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

|            |  |
|------------|--|
| TÍCH CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích nghiêm ngặt, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp**

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>