

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)

Trung lập (duy trì)

Công nghiệp

Giá hiện tại	VND77.500
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND92,000/VND62,900
Giá mục tiêu	VND85.000
Giá mục tiêu trước đó	VND95.100
Consensus	-13,0%
Tiềm năng tăng giá	9,6%
Tỷ suất cổ tức	5,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	14,6%

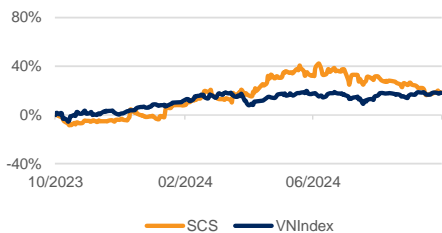
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Kém khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	312
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	0,47
Sở hữu NN (tr USD)	23,3
Số CP lưu hành (tr)	102,1
Số CP sau pha loãng (tr)	102,1

	SCS	Ngành	VNI
P/E trượt	16,0x	12,1x	14,3x
P/B hiện tại	4,8x	2,7x	1,8x
ROA	33,7%	17,7%	6,3%
ROE	43,7%	22,0%	11,3%

* dữ liệu ngày 22/10/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
SCS	-6,6	-14,2	19,5
Tương quan VNIndex	1,6	0,9	16,5

Cơ cấu sở hữu

CTCP Gemadept	33,6%
ACV	13,7%
Khác	52,7%

Tổng quan doanh nghiệp

SCS là công ty khai thác nhà ga hàng hóa hàng không tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (SGN). SCS hoạt động trong thị trường độc quyền chỉ có một đối thủ duy nhất là CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TSC), công ty con của Vietnam Airlines. Tính đến năm 2022, công ty nắm giữ 45% thị phần sản lượng hàng hóa quốc tế tại SGN.

Chuyên viên phân tích:



Đặng Huy Hoàng

hoang.danhuy2@vndirect.com.vn

Triển vọng dài hạn thiếu ổn định nếu không đạt được gói thầu tại Sân bay Long Thành

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập, với tiềm năng tăng trưởng 9,6% và tỷ suất cổ tức 5,0%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 10,6% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 3,5% kể từ báo cáo trước của chúng tôi.
- Chúng tôi giảm 35% khối lượng hàng hóa quốc tế trong 2027-28 của SCS tại Tân Sơn Nhất (TIA). Thêm vào đó, do giá mục tiêu của chúng tôi không bao gồm bất kỳ khả năng tham gia nào cho SCS tại Sân bay Long Thành (LTIA).
- P/E trượt ở mức 16,0x, cao hơn mức trung bình ngành ở mức 12,6x, với tăng trưởng EPS 2024-25 là 21,0%/13,7%.

Tiêu điểm tài chính

- Khối lượng hàng hoá 9T24 tăng 42% svck, cao hơn dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh nhẹ dự phóng trong năm 2024 do HĐKD trong Q3/24 duy trì tích cực.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2024/25 đạt 653/742 tỷ đồng, lần lượt tăng 30,9%/13,7% svck.

Luận điểm đầu tư

Khối lượng Q4/24 có thể giảm xuống sau khi đạt kết quả tốt hơn mong đợi trong Q3/24

Vào T9/24, chỉ số PMI toàn cầu đơn đặt hàng xuất khẩu mới cho thấy một số dấu hiệu chậm lại trong nhu cầu toàn cầu. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán xuất khẩu sẽ tiếp tục là động lực chính trong những tháng tới của năm 2024 với sản lượng sản xuất mạnh trong các mặt hàng công nghệ cao và ngành công nghiệp ô tô. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng tổng khối lượng hàng hóa của SCS tăng 5,7%/7,9% cho 2024-25 so với dự phóng trước đó để phản ánh khối lượng tốt hơn mong đợi trong 9T24.

SCS có thể bị ảnh hưởng bởi việc dịch chuyển hàng hóa từ năm 2027

Chúng tôi ước tính SCS có thể mất 35% lượng hàng hóa tại TIA kể từ năm 2027, nhưng sẽ phục hồi dần khi tổng khối lượng hàng hóa ở miền Nam Việt Nam tăng lên. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng SCS có thể phục hồi đến 127% công suất hiện tại, tương đương với mức năm 2024, vào năm 2032.

Chúng tôi đặt kịch bản cơ sở rằng SCS sẽ không tham gia tại LTIA

Dựa trên thông tin hiện tại, có ít tiến triển về gói thầu số 7.8. Do đó, chúng tôi thận trọng không tính đến sự tham gia của SCS tại LTIA và bắt đầu phản ánh khả năng mất thị phần do kế hoạch dịch chuyển các chuyến bay quốc tế từ TIA sang LTIA. Do đó, bất kỳ khả năng tham gia nào của SCS tại LTIA sẽ được xem là rủi ro tăng giá so với giá mục tiêu của chúng tôi. Việc đạt được 20% gói thầu tại LTIA sẽ thay đổi khuyến nghị của chúng tôi thành Khả quan.

Giá hiện tại gần như phản ánh triển vọng hoạt động cốt lõi khi không có dự án mới

Mặc dù P/E hiện tại ở mức 12,8x cao hơn một chút so với mức trung bình của các DN cùng ngành (12,6x) và mức trung bình 3 năm của SCS (11,8x), chúng tôi tin rằng tăng trưởng EPS 2024 đạt 21,0%, phù hợp với mức P/E độ lệch chuẩn +1 (13,4x). Thêm vào đó, tỷ lệ EV/EBITDA của SCS phù hợp sv ngành, và ROE của SCS vượt trội hơn so với các đối thủ.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	(17,2%)	39,2%	11,6%	4,4%
Tăng trưởng EPS	(23,2%)	21,0%	13,7%	3,8%
Biên LN gộp	75,9%	77,3%	77,8%	77,7%
Biên LN ròng	70,8%	66,6%	67,8%	67,5%
P/E (x)	14,7	12,1	10,7	10,3
Rolling P/B (x)	5,5	4,8	4,1	3,7
ROAE	36,0%	43,7%	41,8%	38,3%
Nợ ròng trên VCSH	net cash	net cash	net cash	net cash

Tổng quan doanh nghiệp

Thành lập năm 2008, SCS (Công ty cổ phần Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn) đã trở thành doanh nghiệp nổi bật trong lĩnh vực dịch vụ hàng không tại Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA). Với số tiền đầu tư lên đến 50 triệu USD, nhà ga hàng hóa Hàng không SCSC được xây dựng năm 2010 trên diện tích rộng 143.000 mét vuông tại Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất. Nhà ga hàng hóa bao gồm ba khu vực:

- Khu vực sân đậu: 52.000 mét vuông, có sức chứa 3 máy bay B747F hoặc 5 máy bay A321 cùng lúc.
- Khu vực Nhà ga hàng hóa: 27.000 mét vuông, có khả năng xử lý hàng hóa lên đến 200,000 tấn/năm.
- Khu vực nhà kho, bãi đậu xe và tòa nhà văn phòng: 64.000 mét vuông.

SCS đã khẳng định vị thế là nhà cung cấp hàng đầu về dịch vụ hàng hóa cho nhiều hãng hàng không quốc tế uy tín, bao gồm Emirates, Qatar Airways, Cathay Pacific và Singapore Airlines. Bên cạnh đó, SCS còn duy trì hợp tác với các hãng hàng không nội địa danh tiếng như Vietjet Air, Bamboo Airways và Pacific Airlines.

Hình 1: Danh sách khách hàng của SCS trong những năm qua

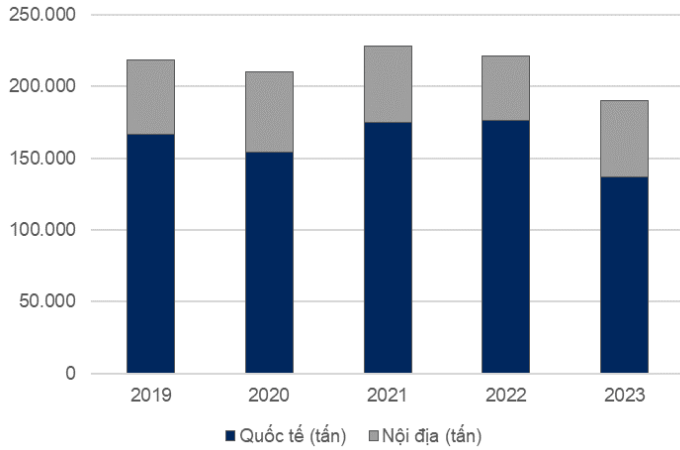
		
15 May 2020	01 Jul 2020	01 Jul 2020
		
15 Jul 2020	20 Jul 2020	01 Sep 2020
		
07 Jan 2021	07 Jul 2023	19 SEP 2023
		
08 Nov 2023	04 Feb 2024	undefined

Nguồn: SCSC

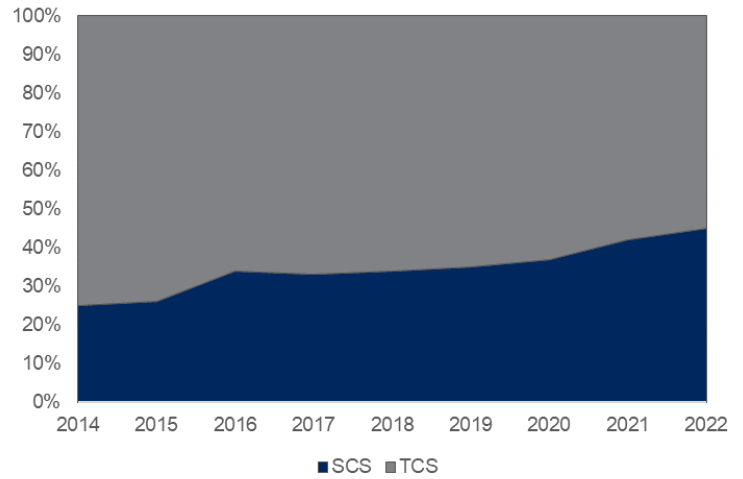
SCS hoạt động với chỉ một đối thủ duy nhất là CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TSC), công ty con của Vietnam Airlines. Tính đến năm 2022, SCS nắm giữ 15% thị phần cả nước và 45% thị phần tại sân bay Tân Sơn Nhất.

SCS chuyên cung cấp các dịch vụ phục vụ mặt đất cho hàng hoá vận chuyển bằng đường hàng không, bao gồm dịch vụ giao nhận, bốc xếp, dịch vụ mặt đất hàng hóa, dịch vụ đào tạo nghề và lưu giữ hàng hóa. Mảng kinh doanh này chiếm hơn 90% tổng doanh thu mỗi năm. Ngoài ra, SCS còn cung cấp dịch vụ môi giới, kinh doanh xăng dầu và đại lý làm thủ tục hải quan.

Hình 2: Sản lượng hàng hóa quốc tế và nội địa năm 2019-23 của SCS Hình 3: SCS nắm giữ thị phần sản lượng ổn định tại TIA



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD Q3/24: Hoạt động cốt lõi duy trì ở mức nền cao

Hình 4: KQKD Q1/24 so với dự phóng của chúng tôi

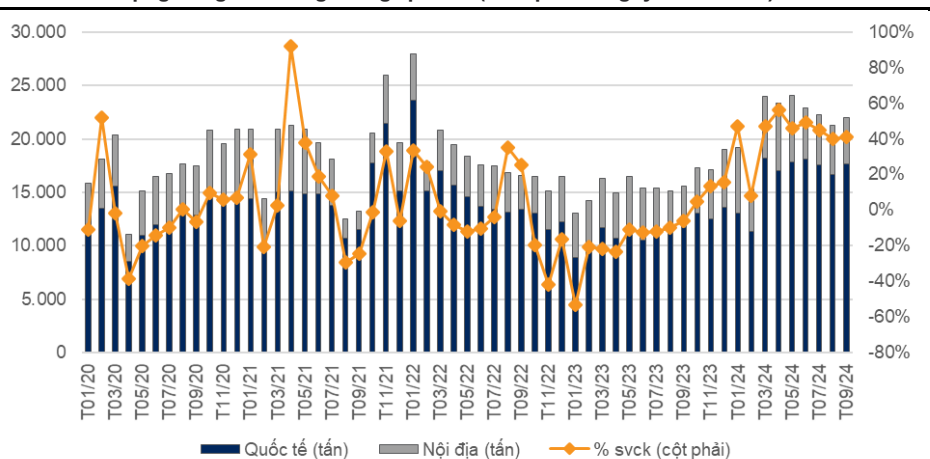
(tỷ đồng)	Q3/24	%sv quý trước	%svck	9T24	%svck	sv. dự phóng cả năm
Tổng sản lượng hàng hóa (tấn)	65.568	-6,7%	13,2%	194.297	31,1%	81,1%
-Quốc tế	51.871	-2,1%	12,4%	147.507	34,5%	80,1%
-Nội địa	13.697	-20,8%	16,4%	46.790	21,6%	84,5%
Doanh thu thuần	266	0,7%	55,0%	743	34,8%	79,9%
LN gộp	213	0,0%	59,0%	594	51,9%	83,0%
LN TT	209	-1,9%	43,5%	591	39,8%	81,5%
LN ST	186	-2,0%	45,6%	523	29,8%	84,8%
Biên LN gộp	80,0%	-0,5đ %	2,0đ %	79,9%	9,0đ %	
Biên LN ròng	69,9%	-1,9đ %	-4,5đ %	70,4%	-2,7đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HĐKD Q3/24 tiếp tục neo ở mức nền cao, dẫn tới KQKD cao hơn sv dự phóng của chúng tôi

Trong Q3/24, SCS tiếp tục ghi nhận HĐKD vượt sv dự phóng của chúng tôi. DN đã đạt 65.568 tấn hàng hóa, mức giảm nhẹ 6,7% sv quý trước nhưng duy trì mức tăng 13,2% svck. Hàng hóa quốc tế đóng góp phần lớn với tỷ trọng 79%, đạt 51.871 tấn. Điều này giúp doanh thu tăng 1,5 lần svck, đạt 266 tỷ đồng.

Hình 5: Sản lượng hàng hóa hàng tháng tại SCS (dữ liệu vào ngày 14/10/2024)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên LN tiếp tục ở mức nền cao

Biên LN SCS trong Q3/24 duy trì ở mức nền cao, với biên LN gộp đạt 80%, tăng 2,0đ % svck. LN gộp đạt 213 tỷ đồng, tăng 59% svck, nhờ DT thuần tăng và giá bán trung bình (ASP) cho dịch vụ hàng hóa được cải thiện lên 3,7 triệu đồng mỗi tấn, tăng 2,7% so với quý trước và 11,2% svck.

LN ròng tăng 45,6% svck lên 186 tỷ đồng, duy trì mức biên LN ròng đạt gần 70%.

9T24 ghi nhận HĐKD cốt lõi phục hồi mạnh mẽ

Trong 9T24, SCS cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ trong hoạt động cốt lõi. Tổng khối lượng hàng hóa đạt 194,297 tấn, tăng 31% svck, đạt 81% dự phóng của chúng tôi. SCS ghi nhận LN ròng 523 tỷ đồng, hoàn thành 84,8% dự phóng cả năm.

Tuy nhiên, sự chậm trễ trong quá trình đấu thầu LTIA, với khả năng SCS có thể không giành được gói thầu, có thể đặt áp lực đáng kể lên HĐKD của SCS từ năm 2027 trở đi.

Bảng cân đối kế toán lành mạnh

Hình 6: Bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Tiền và tương đương tiền	73,6	163,0	73,4	100,4	50,9
Đầu tư ngắn hạn	889,0	899,0	937,0	797,0	1.084,0
Thu nhập tài chính	24,3	19,0	14,6	14,4	12,2
Các khoản phải thu	112,5	96,2	103,9	105,2	93,0
Tài sản cố định	363,8	356,1	347,4	385,8	379,2
Khấu hao	11,0	10,9	10,6	11,1	11,5
Nợ phải trả ngắn hnn	179,1	359,0	145,5	173,5	203,3
Nợ ròng/VCSH	-5,2%	-12,2%	-4,9%	-7,4%	-3,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

SCS duy trì một lượng đáng kể danh mục đầu tư ngắn hạn, đạt 1.084 tỷ đồng (khoảng 62% tổng tài sản). Khoản đầu tư chiến lược này tạo ra doanh thu tài chính ổn định, trung bình 16,9 tỷ đồng mỗi quý.

Hơn nữa, SCS liên tục giữ vị thế tiền ròng không có nợ từ năm 2018. Sức khỏe tài chính mạnh mẽ này cho thấy công ty đang ở vị trí tốt để huy động vốn cần thiết cho các sáng kiến mở rộng công suất sắp tới mà không gặp nhiều khó khăn.

Trong 6T24, SCS đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 5.000 đồng/cp, tổng số tiền chi trả lên đến 491,6 tỷ đồng.

Triển vọng 2024-25: Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự phóng trong năm 2024

Hình 7: Dự phóng KQKD năm 2024-25

Tỷ đồng (còn lại theo ghi chú)	Dự phóng cũ		Dự phóng mới			% svck			% thay đổi	
	2024	2025	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025
Tổng sản lượng hàng hóa (tấn)	239.617	256.843	253.373	277.032	285.817	33,5%	9,3%	3,2%	5,7%	7,9%
- Sản lượng nội địa	55.355	56.739	57.991	60.890	63.935	10,0%	5,0%	5,0%	4,8%	7,3%
- Sản lượng quốc tế	184.262	200.104	195.382	216.141	221.882	42,5%	10,6%	2,7%	6,0%	8,0%
Doanh thu thuần	955	1.056	981	1.095	1.143	39,2%	11,6%	4,4%	2,8%	3,7%
- Dịch vụ hàng hóa	870	957	921	1.034	1.081	42,6%	12,2%	4,5%	6,0%	8,0%
- Khác	60	61	60	61	62	1,7%	1,7%	1,7%	0,0%	0,0%
LN gộp	736	819	758	851	888	41,6%	12,3%	4,3%	2,9%	3,9%
% Biên LN gộp	77,1%	77,6%	77,3%	77,8%	77,7%	1,3đ %	0,5đ %	-0,1đ %	0,1đ %	0,1đ %
ASP (VND/tấn)	3.628.921	3.727.786	3.636.536	3.731.816	3.781.486	6,8%	2,6%	1,3%	0,2%	0,1%
Chi phí BH&QLDN	(70)	(77)	(71)	(79)	(82)	38,3%	10,7%	4,1%	2,5%	3,4%
Doanh thu tài chính	84	103	85	105	105	-3,8%	23,9%	0,0%	0,8%	2,2%
Chi phí tài chính	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	-4,2%	11,6%	4,4%	2,8%	3,7%
LN ròng	636	716	653	742	770	30,9%	13,7%	3,8%	2,7%	3,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sản lượng Q4/24 có thể giảm xuống sau khi đạt kết quả tốt hơn kỳ vọng trong Q3/24

Chỉ số PMI đơn hàng xuất khẩu mới toàn cầu giảm xuống 48,4 vào T9/24, từ 48,9 trong tháng 8, cho thấy tình hình thương mại xấu đi trong bốn tháng liên tiếp và đây là mức giảm mạnh nhất kể từ T12/23. Sự suy giảm này chủ yếu do lĩnh vực sản xuất suy yếu, mặc dù hoạt động xuất khẩu dịch vụ tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn.

Chúng tôi tin rằng xuất khẩu của Việt Nam vẫn sẽ duy trì ổn định, tiếp tục hỗ trợ sản lượng hàng hóa, trong khi nhu cầu nội địa sẽ có sự tăng nhẹ từ mức thấp hiện tại. Các nhà sản xuất vẫn lạc quan về sản xuất trong tương lai.

Hình 8: Chỉ số PMI toàn cầu

Global PMI new exports orders



Data compiled October 2024 using PMI data updated to September 2024.
PMI (Purchasing Managers' Index) value of 50 = no change on prior month
Source: S&P Global Market Intelligence, S&P Global PMI surveys with J.P. Morgan
© 2024 S&P Global.

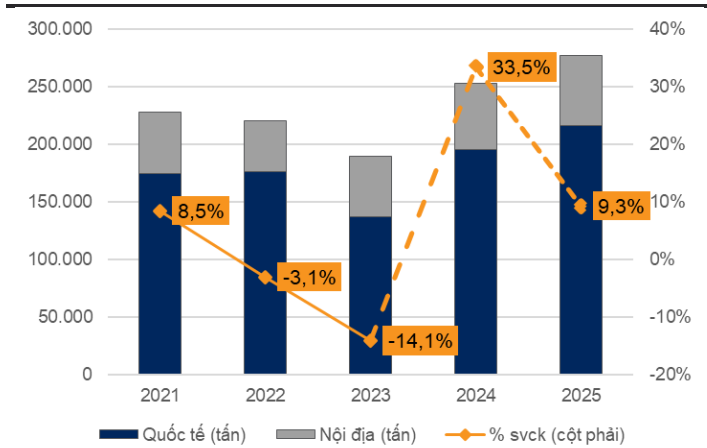
Nguồn: S&P Global Market Intelligence

Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận ròng sẽ tăng 30,9%/13,7% svck trong 2024-25.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng tổng khối lượng hàng hóa của SCS sẽ đạt 253.373/277.032 tấn trong 2024-25, tăng lần lượt 33,5%/9,3% svck, chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng quốc tế như đã đề cập trong Hình 7.

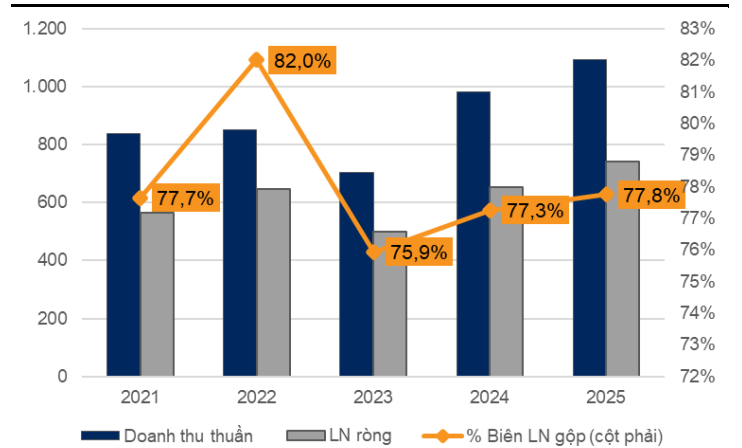
Do đó, chúng tôi ước tính DT 2024-25 của SCS sẽ đạt 981/1.100 tỷ đồng, tăng 39,2%/11,6% svck. Hơn nữa, chúng tôi ước tính biên LN gộp sẽ đạt 77,3%, tăng nhẹ 1,3 điểm % trong 2024 do sự tăng trưởng cao hơn của hàng hóa quốc tế dẫn đến tỷ lệ cao hơn. Chúng tôi dự đoán LN ròng 2024/25 sẽ đạt 653/742 tỷ đồng, tăng 30,9%/13,7% svck.

Hình 9: Sản lượng hàng hóa trong năm 2024-25 theo dự phóng của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Doanh thu, LN ròng và biên LN gộp theo dự phóng của chúng tôi (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

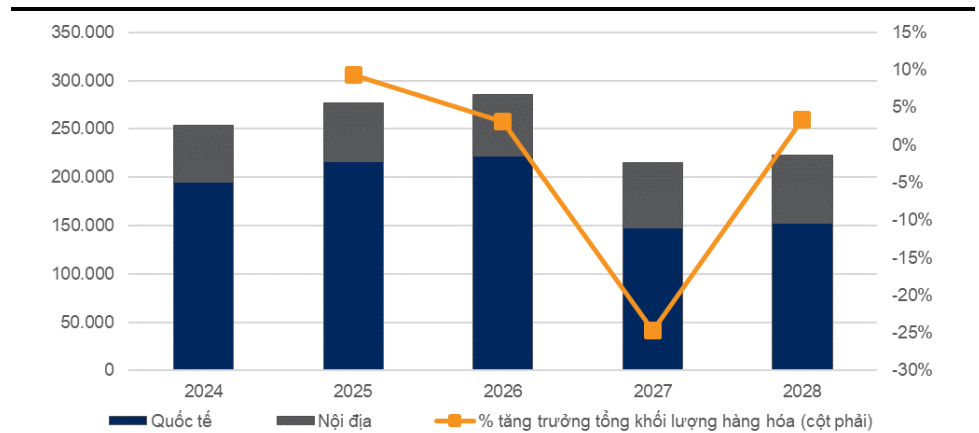
Triển vọng dài hạn trở nên thiếu ổn định hơn kể từ khi chưa đạt được gói thầu tại LTIA

HĐKD của SCS có thể bị ảnh hưởng bởi việc dịch chuyển hàng hóa hàng không từ năm 2027

Các cảng hàng hóa mới tại LTIA sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của SCS tại Sân bay TIA khi các hãng hàng không quốc tế dự kiến sẽ chuyển sang LTIA. Nếu SCS không giành được gói thầu, chúng tôi tin rằng thị phần của họ tại khu vực miền Nam sẽ bị ảnh hưởng, hạn chế tiềm năng tăng trưởng. Do chưa ghi nhận việc đạt gói thầu cảng hàng hóa LTIA vào mô hình của mình, nên chúng tôi thận trọng đặt kịch bản cơ sở là SCS sẽ không tham gia vào dự án này.

Chúng tôi giả định rằng SCS có thể mất 35% khối lượng tại các cảng hàng hóa của TIA vào năm 2027, nhưng sẽ phục hồi dần khi tổng khối lượng hàng hóa ở miền Nam Việt Nam tăng lên.

Hình 11: Tổng lượng hàng hóa tại SCS trong năm 2024-28, theo dự phóng của chúng tôi (Đơn vị: tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, SCS vẫn có những lợi thế cạnh tranh để duy trì một phần lớn khối lượng hàng hóa của mình bởi: 1) vị trí trung tâm tại Sài Gòn, gần các khu công nghiệp truyền thống và khu trung tâm thành phố Hồ Chí Minh; và 2) mức giá xếp dỡ hấp dẫn so với mức giá trong những năm đầu hoạt động của LTIA.

Ngoài ra, theo IMARC, thị trường hàng không Việt Nam dự kiến sẽ đạt mức CAGR 6,1% trong 2024-32. Chúng tôi dự đoán rằng tổng khối lượng hàng hóa trong cụm hàng không miền Nam sẽ tăng dần. Chúng tôi ước tính rằng khối lượng của SCS có thể phục hồi về mức dự báo 2024 vào năm 2032, khi thị trường hàng hóa ở miền Nam đủ lớn để lấp đầy cả TIA và LTIA.

Bất kỳ sự tham gia nào của SCS tại Long Thành sẽ là một yếu tố thúc đẩy tích cực

Dựa trên thông tin hiện tại, tiến độ gói thầu số 7.8 đã được hoãn đến T11/24. Do đó, chúng tôi thận trọng không tính đến sự tham gia của SCS tại LTIA và bắt đầu phản ánh khả năng đánh mất lượng hàng hóa quốc tế do việc chuyển hướng các chuyến bay từ TIA sang LTIA. Do đó, bất kỳ khả năng tham gia nào của SCS vào các dự án sân bay LTIA sẽ được xem là rủi ro tăng giá.

Hình 12: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi trong trường hợp SCS đạt được gói thầu tại LTIA

% Thị phần	Kịch bản cơ sở	HD với phí bản quyền			LDLK			DN vận hành chính		
	0%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	
Giá mục tiêu	85.469	90.562	96.655	108.841	121.028	133.214	145.400	157.586	169.773	
Tăng trưởng EPS 2027	-27,8%	-21,5%	-15,2%	-2,5%	40,6%	45,3%	50,0%	54,6%	59,3%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu là 85.000 đồng/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với SCS với giá mục tiêu thấp hơn là 85.000 đồng/cp bằng cách sử dụng các phương pháp định giá P/E và DCF.

Với phương pháp định giá P/E, chúng tôi tin rằng định giá của SCS hợp lý với mức P/E FY24 là 13,4x (độ lệch chuẩn +1) và tăng trưởng EPS là 21,0%. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng SCS vẫn nên được ghi nhận vì bảng cân đối tài chính lành mạnh như đã đề cập trong Hình 5 với ROE cao đạt 40%.

Hình 13: Phương pháp P/E

Phương pháp P/E	
LN ròng (tỷ đồng)	653
EPS (đồng)	6.396
P/E mục tiêu tăng trưởng EPS 11,6%	13,4
SLCP lưu hành (triệu cp)	102
Giá mục tiêu	85.525

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá mục tiêu tương ứng
P/E	85.525	50%	42.762
DCF	84.469	50%	42.234
Giá mục tiêu			84.997
Giá mục tiêu làm tròn			85.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

WACC giảm xuống 9,0% từ mức 9,6% bởi: 1) phần bù rủi ro thị trường không giảm từ 9,0% xuống 7,78% (dựa trên cập nhật của Damodaran [ERPs](#) vào T7/24); 2) tuy nhiên, chúng tôi tăng lãi suất phi rủi ro từ 2,67% lên 2,8% theo lãi suất trái phiếu 10 năm của VBMA vào T3/24.

Hình 15: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF) (Đơn vị: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	728	812	839	867	895
Trừ: Thuế	109	122	126	130	134
EBIAT	619	690	713	737	761
Cộng: Khấu hao	49	46	43	41	39
Trừ: Capex	131	10	10	11	11
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(60)	(21)	(13)	(15)	(17)
FCFF	597	748	759	782	805
Giá trị hiện tại của FCFF	597	682	632	593	557
Tổng hợp FCFF	3.061				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Chi phí vốn

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Beta	0,8
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Chi phí VCSH	9,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: WACC và tăng trưởng dài hạn

Các giả định	
Chi phí VCSH	9,0%
Chi phí nợ	5,0%
Tỷ lệ D/(D+E) mục tiêu	0,0%
Thuế TNDN	15,0%
WACC	9,0%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

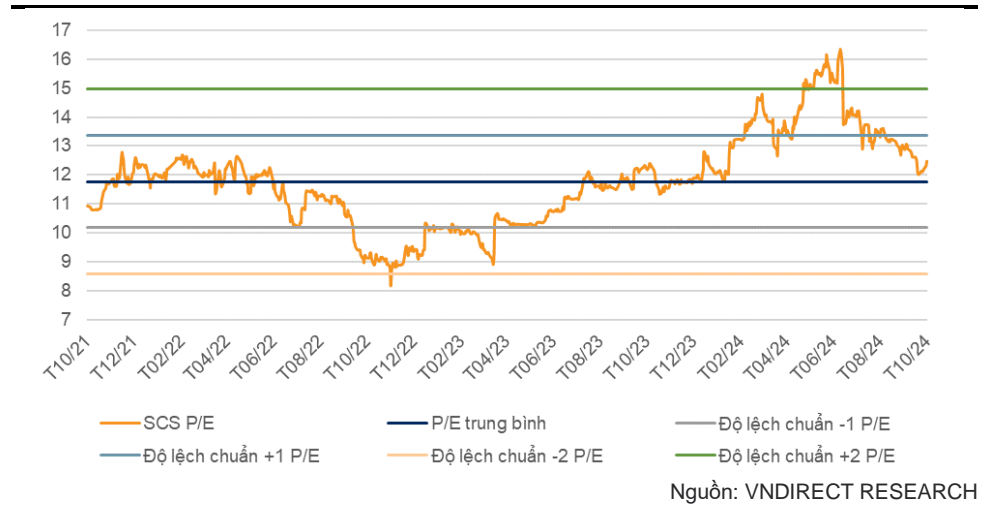
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Tổng dòng tiền FCFF	2.955	tỷ đồng
Giá trị tới hạn	7.820	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	5.539	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	8.494	tỷ đồng
Trừ: Nợ	-	tỷ đồng
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	113	tỷ đồng
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-	tỷ đồng
Cộng: Tiền và tương đương tiền	242	tỷ đồng
Giá trị VCSH	8.622	tỷ đồng
Số lượng cp lưu hành (cp)	102.076.982	cổ phiếu
Giá mục tiêu CP (VND/cp)	84.469	VND/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: P/E trượt



Hình 20: So sánh với các DN cùng ngành (Dữ liệu ngày 22/10/2024)

	Mã CP	Vốn hóa (tr USD)	P/E (lần)		Tăng trưởng EPS (%)		EV/EBITDA (lần)		ROA (%)		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)
			2023	Trượt	2023	Trượt	2023	Trượt	2023	Trượt			
MacroAsia Corp	MAC PM	205	9,2	9,4	52,2	10,7	7,9	7,0	10,0	14,6	20,1	13,5	
Xiamen International Airport C	600897 CH	838	14,7	13,7	35,8	4,3	NA	6,8	8,1	8,9	10,6	6,9	
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài	NCT VN	121	11,2	12,8	1,9	NA	7,1	41,1	37,4	47,6	44,3	6,7	
CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất	SAS VN	147	13,2	14,5	NA	NA	12,2	13,3	13,3	16,8	16,8	3,4	
<i>Trung bình</i>			12,1	12,6	30,0	7,5	9,0	17,1	17,2	22,0	23,0	7,6	
<i>Trung vị</i>			12,2	13,3	35,8	7,5	7,9	10,2	11,6	15,7	18,5	6,8	
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	SCS VN	312	15,5	16,0	14,7	7,6	11,3	30,6	33,7	33,3	43,1	5,0	

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro tăng giá và giảm giá:

- Tiềm năng tăng giá bao gồm việc SCS đạt được gói thầu hoạt động cảng hàng hóa tại LTIA. Vì chúng tôi chưa đưa thông tin này vào định giá của mình, chúng tôi coi đây là một rủi ro tăng giá.
- Mặt khác, rủi ro giảm giá bao gồm chi tiêu tiêu dùng toàn cầu thấp hơn dự kiến dẫn đến nhu cầu vận chuyển hàng hóa hàng không toàn cầu yếu hơn dự kiến.

Hình 21: Phân tích độ nhạy định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn	WACC						
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
0,8%	101.566	95.076	89.447	84.519	80.168	76.298	72.833
0,9%	101.542	95.051	89.423	84.495	80.144	76.274	72.809
1,0%	101.516	95.026	89.397	84.469	80.118	76.248	72.783
1,1%	101.489	94.998	89.369	84.441	80.090	76.220	72.756
1,2%	101.460	94.969	89.340	84.412	80.061	76.191	72.726

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Doanh thu thuần	748	693	839	851	705	981	1.095
Giá vốn hàng bán	(153)	(155)	(187)	(153)	(170)	(223)	(244)
Lợi nhuận gộp	595	538	652	698	535	758	851
Chi phí quản lý DN	(68)	(65)	(78)	(57)	(52)	(71)	(79)
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0	0	0
LN hoạt động	527	473	574	641	484	687	772
EBITDA thuần	582	527	628	685	527	736	818
Chi phí khấu hao	(55)	(53)	(54)	(44)	(44)	(49)	(46)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	527	473	574	641	484	687	772
Thu nhập tài chính	14	29	35	59	88	85	105
Chi phí tài chính	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Thu nhập ròng khác	(2)	(2)	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)
Thu nhập từ các công ty LDLC	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	538	499	605	697	569	768	873
Chi phí thuế	(35)	(35)	(42)	(50)	(70)	(115)	(131)
Lợi nhuận ròng	502	464	564	646	499	653	742
Lợi nhuận ròng sau điều chỉnh	502	464	564	646	499	653	742

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Tiền & Tương đương tiền	66	36	58	51	163	242	268
Đầu tư tài chính ngắn hạn	180	201	480	860	899	1.078	1.363
Các khoản phải thu ngắn hạn	60	61	90	65	61	85	95
Hàng tồn kho	0	-	-	-	-	-	-
Tài sản ngắn hạn khác	42	10	1	4	4	6	6
Tổng tài sản ngắn hạn	414	483	851	1.000	1.163	1.463	1.791
Tài sản cố định	496	452	412	391	356	439	404
Tổng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	69	67	67	85	107	149	166
Tổng tài sản	1.073	1.094	1.416	1.556	1.703	2.127	2.436
Nợ vay ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả người bán ngắn hạn	4	5	8	4	12	16	17
Phải trả ngắn hạn khác	45	64	128	108	331	437	479
Tổng nợ ngắn hạn	65	74	164	118	359	474	519
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	4	5	2	4	5	7	7
Vốn góp của chủ sở hữu	576	579	579	1.011	1.016	1.093	1.093
Lợi nhuận giữ lại	385	384	618	423	315	545	809
Vốn chủ sở hữu	1.004	1.016	1.249	1.434	1.339	1.646	1.910
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và VCSH	1.073	1.094	1.416	1.556	1.703	2.127	2.436

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Lợi nhuận trước thuế	538	499	605	697	569	768	873
Khấu hao	55	53	54	44	44	49	46
Thuế đã nộp	(21)	0	(23)	(53)	(59)	(115)	(131)
Các khoản điều chỉnh khác	(12)	(37)	(50)	(88)	(112)	0	0
Thay đổi vốn lưu động	2	(12)	5	(14)	14	73	28
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	562	504	591	586	456	775	817
Đầu tư TSCĐ	(14)	(4)	(6)	(34)	(22)	(131)	(10)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	0	0	0	0	0	0
Các khoản khác	(181)	(103)	(292)	(119)	32	(219)	(302)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(194)	(107)	(298)	(153)	10	(350)	(312)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	18	12	0	0	0	77	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	13	0	0
Tiền vay ròng nhận được	0	0	0	0	0	0	0
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	0	0
Cổ tức	(367)	(439)	(271)	(439)	(367)	(423)	(479)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(349)	(427)	(272)	(439)	(354)	(346)	(479)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	47	66	36	58	51	163	242
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	19	(30)	22	(7)	112	79	26
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	66	36	58	51	163	242	268

Chỉ số tài chính quan trọng

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
EPS (VND)	9.971	9.152	11.106	6.883	5.284	6.396	7.272
P/E	7,8	8,5	7,0	11,3	14,7	12,1	10,7
PEG 1 năm	(63,3)	(103,2)	32,7	(29,6)	(63,2)	57,6	77,9
EV/EBIT	7,4	8,3	6,9	11,4	15,1	11,5	10,3
EV/EBITDA	6,7	7,5	6,3	10,6	13,9	10,8	9,7
P/S	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,8	0,7
P/B	3,9	3,9	3,2	5,1	5,5	4,8	4,1
Tỷ suất cổ tức	9,4%	11,2%	6,9%	6,0%	5,0%	5,0%	6,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	73,0%	94,5%	48,1%	67,9%	73,5%	64,8%	64,5%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	10,8%	-7,4%	21,1%	1,4%	-17,2%	39,2%	11,6%
Tăng trưởng LN gộp	12,6%	-9,6%	21,2%	7,1%	-23,3%	41,6%	12,3%
Tăng trưởng LN ròng	14,9%	-7,5%	21,4%	14,6%	-22,8%	30,9%	13,7%
Tăng trưởng EPS	14,0%	-8,2%	21,4%	-38,0%	-23,2%	21,0%	13,7%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	79,5%	77,6%	77,7%	82,0%	75,9%	77,3%	77,8%
Biên EBITDA	77,8%	76,0%	74,8%	80,5%	74,8%	75,0%	74,7%
Biên LN hoạt động	70,4%	68,3%	68,4%	75,3%	68,6%	70,0%	70,5%
Biên LN ròng	67,1%	67,0%	67,2%	75,9%	70,8%	66,5%	67,8%
ROAA	46,8%	42,4%	39,8%	41,5%	29,3%	30,7%	30,5%
ROAE	50,0%	45,7%	45,1%	45,1%	37,2%	39,7%	38,9%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	540,9	NA	NA	NA	NA	NA	NA
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	39,2	36,8	43,0	48,5	35,4	49,6	54,6
Nợ vay/ Vốn	-	-	-	-	-	-	-
Nợ vay/ VCSH	-	-	-	-	-	-	-
Nợ vay ròng/ VCSH	-6,6%	-3,5%	-4,6%	-3,6%	-12,2%	-14,7%	-14,0%
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	0,7	0,6	0,7	0,6	0,4	0,5	0,5
Vòng quay khoản phải thu	11,3	12,3	9,1	10,8	13,5	9,7	10,9
Số ngày phải thu	32,4	29,7	39,9	33,8	27,0	37,8	33,4
Vòng quay khoản phải trả	160,1	155,8	134,1	153,7	89,9	69,8	65,6
Số ngày phải trả	2,3	2,3	2,7	2,4	4,1	5,2	5,6
Vòng quay hàng tồn kho	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Số ngày tồn kho	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Hệ số thanh toán hiện hành	6,4	6,5	5,2	8,5	3,2	3,1	3,5
Hệ số thanh toán nhanh	6,4	6,5	5,2	8,5	3,2	3,1	3,5

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 niêm yết, 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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên Phân tích

Email: hoang.danghuy2@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

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