

**MUA** (Báo cáo lần đầu)

**Công ty cổ phần dịch vụ hàng hoá Sài Gòn (HOSE: SCS)**

Ngày báo cáo	4/9/2020
Thị giá ngày báo cáo	119,200 VND
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>140,000 VND</b>
<b>Tăng / giảm (%)</b>	<b>16%</b>
Mã Bloomberg	SCS VN
Vốn hóa	6,115 tỷ VND 265 triệu USD
Biến động 52 tuần	VND 87,100 – VND 163,555
KLGD BQ	2 tỷ VND 0.1 triệu USD
Giới hạn sở hữu nước ngoài	56%
Sở hữu nước ngoài	29%

**Tăng trưởng 2 - chữ số trong giai đoạn 2021 – 2022**

**CP**

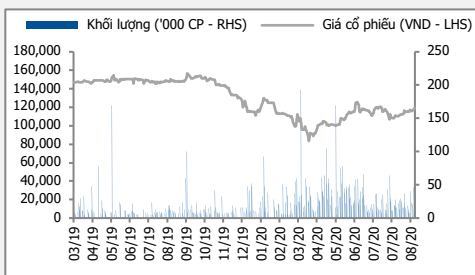
Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SCS với giá mục tiêu là 140,000 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 16% vì những yếu tố sau:

- Tiềm năng tăng trưởng xuất nhập khẩu đến từ những hiệp định thương mại mới được ký kết và sự dịch chuyển chuỗi cung ứng tới Việt Nam.
- SCS đầu tư mới tăng năng suất chứa hàng lên tới 350,000 tấn/năm trong khi các đối thủ cạnh tranh đã sử dụng hết công suất. Với tiềm năng tăng trưởng lượng hàng hoá qua cảng đến từ hoạt động XNK và khả năng tăng thêm công suất kho hàng, chúng tôi dự đoán tổng lượng hàng hoá xử lý của SCS trong giai đoạn 2021 – 2022 sẽ có mức tăng trưởng trung bình là 11%.

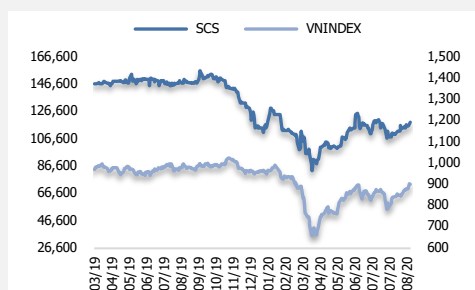
**Quan điểm đầu tư**

- **Vận tải hàng không sẽ hồi phục vào cuối năm 2020 và sẽ tăng trưởng kể từ năm 2021.** Hiệp định thương mại EVFTA được ký kết vào tháng 06/2020 là động lực giúp tăng trưởng vận tải hàng hoá hàng không giữa Việt Nam và Châu Âu. Kim ngạch XNK với Châu Âu ước tính tăng trưởng 42% trong 5 năm tới. Hàng hoá xuất khẩu tới khu vực EU đóng góp hơn 20% cho doanh thu của SCS, vì vậy chúng tôi ước tính doanh thu mảng vận tải hàng hoá của SCS tăng trưởng trung bình 13%/năm trong giai đoạn 2021 – 2024.
- **Mô hình kinh doanh của SCS có biên lợi nhuận gộp cao.** SCS là công ty có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong các doanh nghiệp ngành hàng không, ở mức 80% trong năm 2019 so với BLNG của NCT là 48%. Mô hình kinh doanh của SCS không yêu cầu Capex lớn để nâng công suất kho hàng, đồng thời SCS được ưu tiên về thuế suất (thuế suất thuần 6% - 10%/năm) đến năm 2024. Chúng tôi ước tính tăng trưởng LNST của SCS trong giai đoạn 2021 – 2024 sẽ duy trì ở mức tăng trưởng 2 con số với tốc độ tăng trưởng bình quân 13% /năm.

**Biểu đồ giá cổ phiếu**



**Diễn biến giá cổ phiếu so với VNINDEX**



<b>Diễn biến giá</b>	<b>1T</b>	<b>3T</b>	<b>12T</b>
SCS (%)	8%	-4%	-19%
VN-Index (%)	9%	2%	-9%

Source: Bloomberg

<b>Cơ cấu cổ đông</b>	
CTCP Gemadept	32.0%
TCT Cảng Hàng Không Việt Nam	13.0%
CT TNHH Sửa chữa máy bay A41	12.5%

**Phạm Thu Yến**  
(Yen.PhamThu@mbs.com.vn – Tel: 0376965910)

**Rủi ro**

- Nguy cơ lây lan Covid-19 trong cộng đồng có thể bùng phát bất cứ lúc nào dẫn đến cách ly khu vực làm giảm nhu cầu di chuyển trong nước cũng như quốc tế.
- Covid-19 ảnh hưởng nặng nề đến hoạt động kinh doanh của ngành hàng không nói chung các hãng hàng không nói riêng dẫn đến việc SCS giảm phí dịch vụ cho một số hãng hàng không đang gặp khó khăn.

**Định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết dòng tiền tự do (WACC 9.4%, g 2.0%) với mức giá mục tiêu là 140,00 đồng/cp. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt 13.3 cao hơn các công ty khác trong ngành (P/E trượt của NCT là 7.7, SGN là 7.8).

	Đơn vị	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu</b>	Tỷ đồng	<b>748</b>	<b>686</b>	<b>787</b>	<b>914</b>
EBIT	Tỷ đồng	527	462	550	622
<b>LNST</b>	Tỷ đồng	<b>502</b>	<b>439</b>	<b>529</b>	<b>591</b>
EPS	Đồng	9,971	8,657	10,424	11,651
Tăng trưởng EPS	%	14%	-13%	20%	12%
<b>P/E</b>	Lần	<b>11.9</b>	<b>13.8</b>	<b>11.6</b>	<b>10.3</b>
EV/EBITDA	Lần	10.1	11.4	9.3	8.0
Cổ tức trên mệnh giá	VND	7,283	8,711	3,749	8,749
Lợi suất cổ tức tiền mặt	%	6%	7%	3%	7%
P/B	Lần	6.0	6.0	4.6	4.1
<b>ROE</b>	%	<b>50%</b>	<b>44%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>
Nợ vay / Vốn CSH	%	0%	0%	0%	0%

Nguồn: MBS Research

## Cập nhật ngành

### Vận tải hàng không sẽ phục hồi trong đó vận chuyển hàng hoá quốc tế sẽ tăng trưởng trong giai đoạn 2021 - 2022

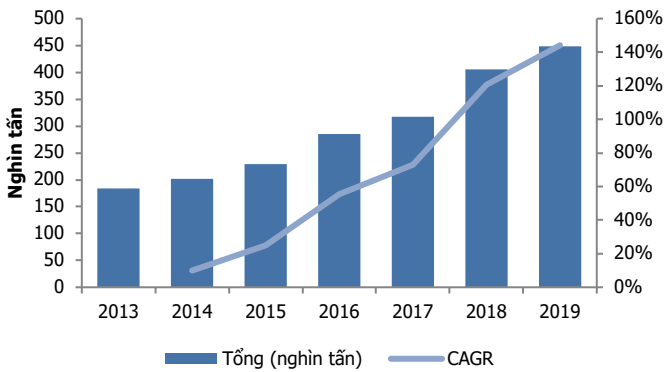
Vận tải hàng hóa toàn cầu được dự báo sẽ giảm 16.8% trong năm 2020 và tăng trưởng 24.5% trong năm 2021 đạt 63.5 triệu tấn, cao hơn sản lượng năm 2019 (IATA). Do nhu cầu duy trì chuỗi cung ứng, đặc biệt đối với thực phẩm, dược phẩm và các ngành thiết yếu khác, vận tải hàng hóa bằng đường hàng không không bị hạn chế như vận tải hành khách. Theo thống kê của IATA, nhu cầu vận chuyển hàng hóa qua đường hàng không được đo bằng tải luân chuyển (FTK) giảm 24.2% ck, trong khi nhu cầu vận chuyển hành khách được đo bằng khách luân chuyển (RPK) giảm 61.9%. IATA dự báo sản lượng hàng hóa vận chuyển qua hàng không trong năm 2020 sẽ giảm 16.8% ck trong khi vận chuyển hành khách bị ảnh hưởng nghiêm trọng hơn và giảm 54.7% ck. Chúng tôi đánh giá, tốc độ phục hồi của vận tải hàng không nhanh hơn so với phục hồi vận tải hành khách và có thể tăng trưởng trở lại trong giai đoạn 2021 – 2022 do: (i) nhu cầu tiêu dùng phục hồi và tiềm năng tăng trưởng của thương mại điện tử tại Việt Nam cũng như các hiệp định thương mại mới được ký kết và (ii) khả năng lây nhiễm của vi rút Corona qua đường hàng hóa thấp hơn so với con người và vận tải hàng hoá quốc tế không bị hạn chế và cách ly như vận tải hành khách.

Tổng lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không ở Việt Nam trong 8T2020 cũng giảm 36.13% so với cùng kỳ. SCS trong 8T2020 đã có kết quả tốt hơn so với toàn ngành khi tổng lượng hàng hóa vận chuyển chỉ giảm 7.9% ck.

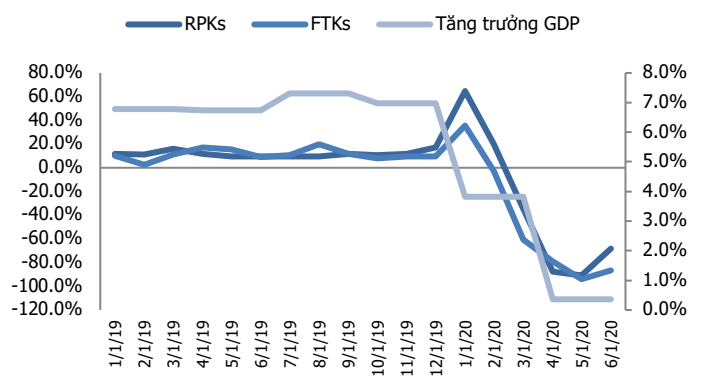
Trong số các phương thức vận chuyển hàng hóa khác trong thương mại quốc tế, vận tải hàng hoá hàng không có mức giảm ít hơn so với vận tải đường thủy (-17.5% ck và -19.4% ck). Tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không của Việt Nam hiện chỉ chiếm chưa đến 1% tổng lượng hàng xuất khẩu (khoảng 1.1 triệu tấn) nhưng lại đóng góp 25% tổng giá trị xuất khẩu do đặc thù hàng hoá vận chuyển qua đường hàng không là những mặt hàng có giá trị cao như máy tính xách tay, điện thoại thông minh và gần đây là có sự gia tăng nhu cầu xuất khẩu các Thiết bị Bảo vệ Cá nhân (PPE).

Việt Nam được kỳ vọng là thị trường tiềm năng cho sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang các nước trong khu vực Đông Nam Á (ĐNA). Tháng 6/2020, hiệp định EVFTA được ký kết được kỳ vọng sẽ giúp tăng trưởng XNK cho các mặt hàng máy tính xách tay, máy móc và thiết bị điện tử. Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và dịch bệnh Covid-19 đã rầy lên sự chuyển dịch của các nhà sản xuất Nhật Bản và Mỹ từ Trung Quốc sang các nước trong khu vực ĐNA trong đó có Việt Nam. Một số công ty sản xuất lớn đã tuyên bố di chuyển chuỗi sản xuất của họ sang Việt Nam như Google (chuỗi sản xuất điện thoại Pixel 4A và Pixel 5), Microsoft (chuỗi sản xuất máy tính Surface), Nintendo (sản xuất máy chơi game Switch Lite), Komatsu (sản xuất linh kiện cho các phương tiện vận tải)... Theo Jetro (tổ chức xúc tiến thương mại Nhật Bản), 15 hãng sản xuất thiết bị y tế, dược phẩm lựa chọn Việt Nam là nơi chuyển dịch nhà máy của họ.

**Hình 1: Tốc độ tăng trưởng vận tải hàng hóa hàng không Việt Nam**



**Hình 2: Tương quan giữa tăng trưởng GDP và tăng trưởng vận tải hàng hóa hàng không ở Việt Nam**



Nguồn: GSO, MBS research

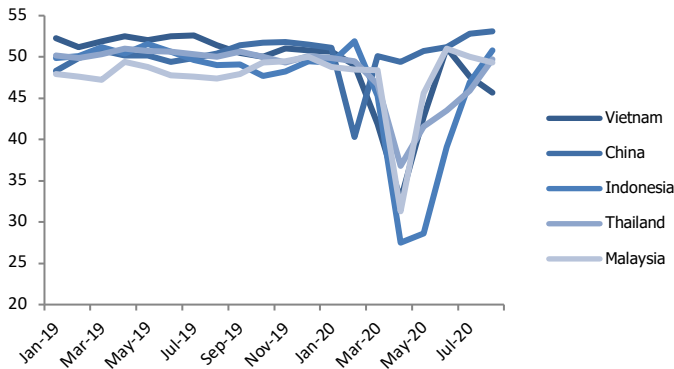
**Kinh tế vĩ mô phục hồi là tiền đề cho sự tăng trưởng của vận tải hàng không trong dài hạn**

Ngành hàng không có mối tương quan cao với tốc độ tăng trưởng GDP (Hình 2). Trong vòng 10 năm trở lại đây, vận tải hàng không (hành khách và hàng hóa) có tốc độ tăng trưởng đồng đều với tốc độ tăng trưởng của GDP. Việt Nam được coi là đất nước có nền kinh tế phát triển nhanh nhất ĐNA. IMF và ADB đều dự báo rằng tăng trưởng GDP của Việt Nam vào năm 2020 sẽ ở mức 2.7% - 4.8% và tốc độ tăng trưởng sẽ phục hồi về mức trước Covid – 19 là 7% vào năm 2021. Việt Nam báo cáo tăng trưởng GDP trong nửa đầu năm 2020 ở mức 1.8% - thấp nhất kể từ năm 2011. Covid-19 đang được kiểm soát tốt ở Việt Nam từ cuối tháng 4. Tuy nhiên, vì không có vắc-xin phòng ngừa loại vi-rút này, nên luôn có khả năng dịch bệnh bùng phát khiến hoạt động kinh doanh của một khu vực bị tạm dừng trong một thời gian. Trong nửa cuối năm 2020, nền kinh tế sẽ tiếp tục tăng trưởng với 2 động lực chính là (i) nhu cầu tiêu dùng trong nước phục hồi, (ii) thu hút FDI.

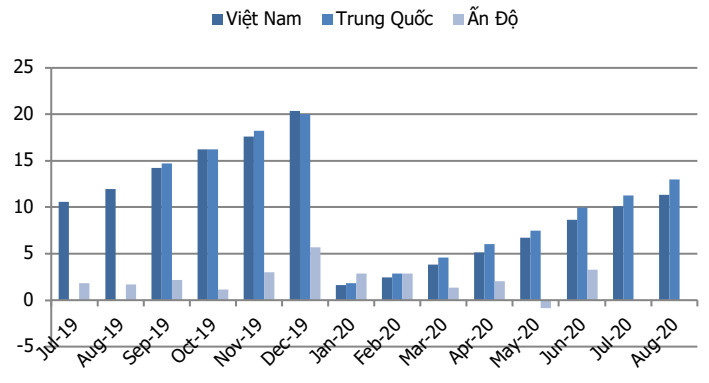
Sự phục hồi của ngành sản xuất và nhu cầu tiêu dùng trong nước sẽ hỗ trợ nhiều hơn cho hoạt động vận tải hàng không trong nửa cuối năm 2020. Hoạt động sản xuất công nghiệp toàn cầu bắt đầu hồi phục từ tháng 5 và tháng 6. Chỉ số PMI của hầu hết các quốc gia ở Châu Á đã dần quay trở lại sức sản xuất trước dịch Covid 19 (trên 50 điểm). PMI ngành sản xuất Việt Nam đã phục hồi với chỉ số PMI đạt 51.1 vào tháng 6 năm 2020. Đây là mức tăng trưởng đầu tiên của PMI kể từ tháng 1 năm 2020 do Việt Nam đã kiểm soát tốt đại dịch, từ đó giúp cải thiện niềm tin kinh doanh, tăng sản lượng và tăng số lượng đơn đặt hàng mới (Hình 3). Chỉ số sản xuất PMI của Việt nam phục hồi và cao hơn so với các nước khác trong khu vực như Indonesia, Malaysia hay Thái Lan. Đây có thể là một lợi thế để Việt Nam trở thành quốc gia đầu tiên nhận được đơn hàng sản xuất, cụ thể là nhận được các lô hàng sản xuất Trang thiết bị bảo vệ cá nhân (PPE).

Dòng vốn FDI tăng trực tiếp thúc đẩy nhu cầu đi lại trong nước và quốc tế vì mục đích kinh doanh. Trong 8T2020, giải ngân vốn FDI đạt 11.4 tỷ đô, giảm 5.1% ck.. Lĩnh vực chế biến chế tạo là lĩnh vực nhận được dòng vốn FDI lớn nhất trong giai đoạn này, tiếp theo là phân phối khí, nước và điện (Hình 4). Singapore là nước nhận được nhiều dòng vốn FDI trong 6T2020, tiếp theo là Thái Lan và Trung Quốc. Dòng vốn FDI tập trung vào các lĩnh vực sản xuất, chế biến, chế tạo đặc biệt là các thiết bị điện có giá trị cao và chủ yếu được vận chuyển bằng máy bay. Do đó, dòng vốn FDI đặc biệt đầu tư vào lĩnh vực sản xuất máy móc thiết bị điện sẽ giúp thúc đẩy ngành vận tải hàng không.

**Hình 3: Chỉ số sản xuất PMI của một số nước Châu Á**



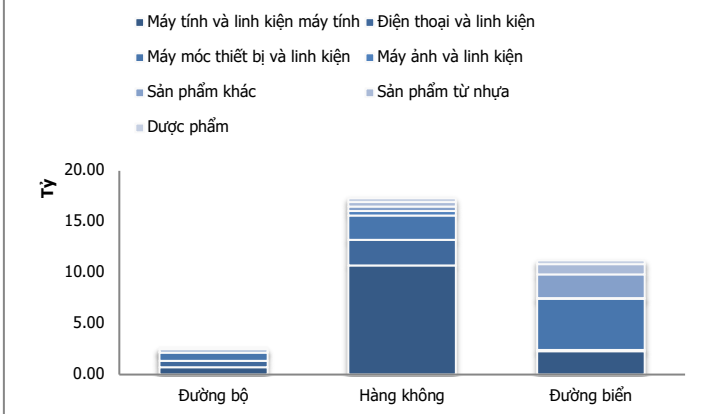
**Hình 4: FDI thực hiện của Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ**



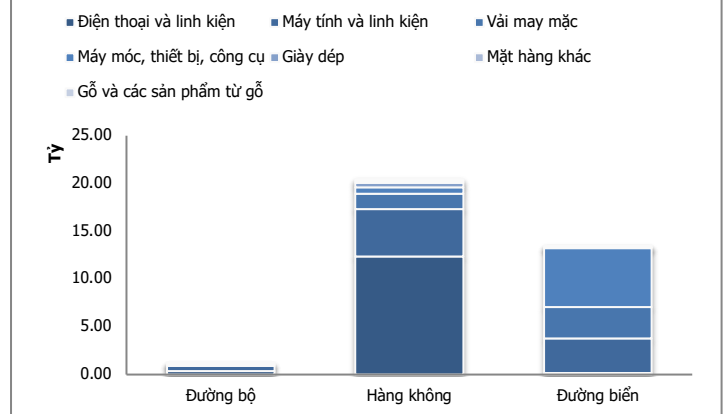
Tổng giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm là 11.7%. Trong 8T2020, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 174.11 tỷ USD (+1.6%), kim ngạch nhập khẩu hàng hóa đạt 162.21 tỷ USD (-2.2%). Tiềm năng tăng trưởng sản lượng hàng hóa bằng đường hàng không sẽ đến từ 2 mảng chính là các mặt hàng điện tử và dược phẩm.

- Giá trị xuất khẩu các mặt hàng điện tử chiếm 36% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam. Giá trị xuất khẩu các mặt hàng điện tử, thiết bị điện tử đã vượt lên giá trị xuất khẩu của các mặt hàng cà phê, vải và gạo vốn là mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam. Samsung là nhà xuất khẩu mặt hàng thiết bị điện tử lớn nhất của Việt Nam và giúp cho Việt Nam đạt thặng dư thương mại lần đầu tiên trong nhiều năm, vươn lên trong chuỗi giá trị toàn cầu bằng cách xuất khẩu thiết bị điện tử. Tổng kim ngạch xuất khẩu thiết bị điện, điện tử của Việt Nam đã tăng từ 0.4 tỷ USD lên 86.8 USD từ năm 2009 - 2018 (Comtrade).
- Hoạt động XNK của Việt Nam có tiềm năng phát triển từ việc tận dụng mạng lưới kết nối quốc tế rộng khắp tới các cảng hàng không quốc tế với hơn 60.000 chuyến bay đến hơn 65 điểm đến. Việt Nam có thể trở thành một trung tâm vận tải hàng không của khu vực.
- Ngành dược phẩm Việt Nam đang trên đà tăng trưởng. Thị trường dược phẩm Việt Nam ước tính tăng trưởng giá trị từ 6.7 tỷ USD năm 2019 lên 7.3 tỷ USD trong năm 2020 (tăng trưởng 27%). Trong một tin tức gần đây nhất liên quan đến việc chuyển dịch ngành sản xuất, Jetro đã thông báo rằng 15 công ty tại Nhật Bản chọn Việt Nam là điểm đến di chuyển trong đó có 7 công ty là công ty sản xuất Dược phẩm và Sản phẩm chăm sóc sức khỏe.

**Hình 5: Mặt hàng nhập khẩu có giá trị cao nhất Q1/2020**



**Hình 6: Mặt hàng xuất khẩu có giá trị cao nhất Q1/2020**



**Bảng 1: Tăng trưởng GDP dự kiến của các nước trong khu vực Đông Nam Á**

Tăng trưởng GDP	2018A	2019A	2020F	2021F
Việt Nam	7.1%	7.0%	2.7%	7.0%
Trung Quốc	6.7%	6.1%	1.2%	9.2%
CHND Lào	6.3%	4.7%	0.7%	5.6%
Indonesia	5.2%	5.0%	0.5%	8.2%
Cam-pu-chia	7.5%	7.0%	-1.6%	6.1%
Malaysia	4.7%	4.3%	-1.7%	9.0%
Thailand	4.2%	2.4%	-6.7%	6.1%

Nguồn: IMF, Hải quan Việt nam, IHS Markit, Tổng cục thống kê, MBS research

## Điểm nhấn đầu tư

### Đầu tư nâng suất để xử lý sản lượng hơn 300,000 tấn/năm vào năm 2025

Công suất thiết kế của kho SCS hiện tại là 350,000 tấn/năm. Công suất hiện tại của kho SCS là 200,000 tấn/năm. Công ty cho biết sẽ từng bước đầu tư thêm pallet, giá kệ để nâng công suất lên 350,000 tấn/năm nhằm đáp ứng nhu cầu khi cần. Hiện tại sân bay Tân Sơn Nhất có 3 công ty tham gia khai thác mảng dịch vụ bốc xếp hàng hóa, trong đó TESC và TCS đã đạt công suất tối đa, tổng lượng hàng hóa của cả hai công ty vào khoảng 500,000 tấn/năm trong khi kho của SCS có thể xử lý đến tối đa 350,000 nghìn tấn/năm và hiện đang xử lý tổng lượng hàng hóa là 218,426 tấn/năm (109% công suất hiện tại). Với triển vọng tăng sản lượng hàng hóa thông qua sân bay Tân Sơn Nhất và khả năng nâng công suất của SCS, chúng tôi dự báo SCS có thể đạt tổng lượng hàng hóa xếp dỡ là 307,000 nghìn tấn /năm vào năm 2025.

**Bảng 2: So sánh các công ty tương tự tại sân bay Tân Sơn Nhất**

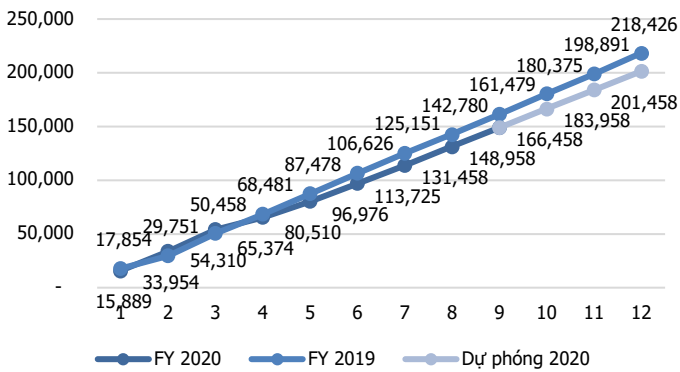
	SCS	TECS	TSC
<b>Quy đất</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kho hàng: 27,000 m<sup>2</sup></li> <li>Văn phòng cho thuê: 64,000 m<sup>2</sup></li> <li>Sân đậu máy bay: 52,000 m<sup>2</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kho hàng: 21,146 m<sup>2</sup></li> <li>Văn phòng cho thuê: 24,042 m<sup>2</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà kho và khu văn phòng: 35,000 m<sup>2</sup></li> </ul>
<b>Công suất kho hàng tối đa (tấn/năm)</b>	350,000	N/A	400,000
<b>Số lượng khách hàng (Cập nhật 08/2020)</b>	41	24	36
<b>Chủ sở hữu</b>	Gemadep, CT TNHH sửa chữa máy bay A41, ACV	Vietnam Airlines, CT TNHH sửa chữa máy bay A41	Vietnam Airlines, SASCO, CT TNHH SATS
<b>Cargo handling in 2019</b>	218,426	N/A	N/A

Dù dịch Covid-19 vẫn đang tiếp diễn phức tạp, ban lãnh đạo SCS tin tưởng rằng lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2020. SCS chuyên phục vụ các mặt hàng xuất khẩu qua đường hàng không, và theo thông tin từ SCS trong đầu năm 2020 ghi nhận sự gia tăng nhu cầu xuất khẩu các sản phẩm Thủy sản và Dược phẩm tới/từ Trung Quốc và Châu Âu, đây là nguyên nhân chính khiến lượng hàng hóa quốc tế xử lý của SCS tăng trở lại về mức của năm 2019 trong tháng 7 - 8. Trong tháng 8/2020, sản lượng hàng hóa xếp dỡ của SCS đã phục hồi về mức của năm 2019 và tổng lượng hàng hóa vận chuyển trong tháng 8/2020 thậm chí còn tăng nhẹ 1% so với cùng kỳ. Lượng hàng hóa qua đường hàng không có mối tương quan cao với hoạt động XNK, với triển vọng từ thương mại EVFTA, giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam dự kiến sẽ tăng 42.7% và 33.1% đến năm 2025 (Bộ Kế hoạch

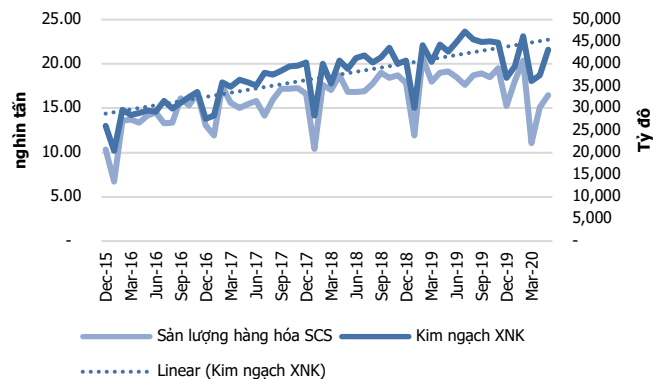
và Đầu tư). Khoảng 24% hàng hóa quốc tế của SCS đến/đi từ khu vực EU; với hiệp định thương mại mới, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa quốc tế sẽ tăng 2 con số trong 2 năm tới ở mức 14% và 11% (2021 – 2022).

Sản lượng hàng hóa xử lý của SCS cũng đã bị ảnh hưởng trong làn sóng Covid-19 đầu tiên, trong 6T2020 sản lượng hàng hóa giảm 9% ck. Tuy nhiên, nhờ nhu cầu về các chuyến bay nội địa và nhu cầu xuất khẩu PPE ngày càng tăng, lượng hàng hóa vận chuyển trong tháng 7 và tháng 8 đã phục hồi về mức của năm 2019 và tổng lượng hàng hóa vận chuyển trong 8H2020 chỉ kém 7.9% so với năm ngoái. Sản lượng hàng hóa nội địa trong 8T2020 ghi nhận mức tăng trưởng 1% ck. Theo SCS, hàng hóa nội địa tăng do (1) số lượng chuyến bay hành khách tăng so với cùng kỳ trong tháng 7 và (2) sự tham gia của Bamboo airways với máy bay cỡ lớn cho phép chở nhiều hàng hơn. VNA VJC và Bamboo airways đã sử dụng máy bay chở khách để chở hàng với hy vọng có thể tạo ra một phần doanh thu bù đắp cho sự sụt giảm từ vận tải hành khách. Với triển vọng nhu cầu nội địa cao hơn, vận chuyển hàng hóa ngày càng tăng nhờ thương mại điện tử và sự tham gia của các hãng hàng không mới (Bamboo airways và Viettravel airlines), chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa nội địa sẽ tăng trung bình 9% trong giai đoạn này từ năm 2021 - 2026.

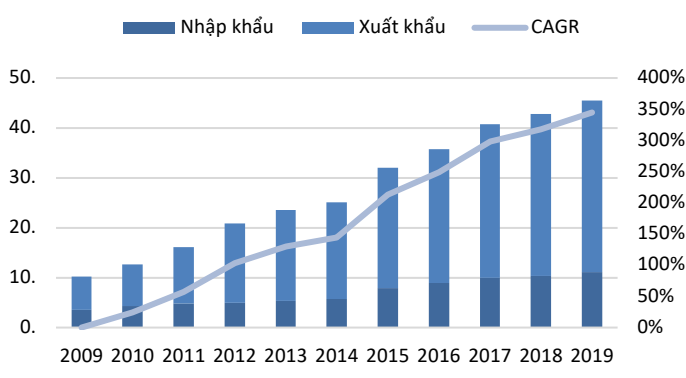
**Hình 7: Dự phóng sản lượng hàng hóa phục vụ của SCS trong 2020**



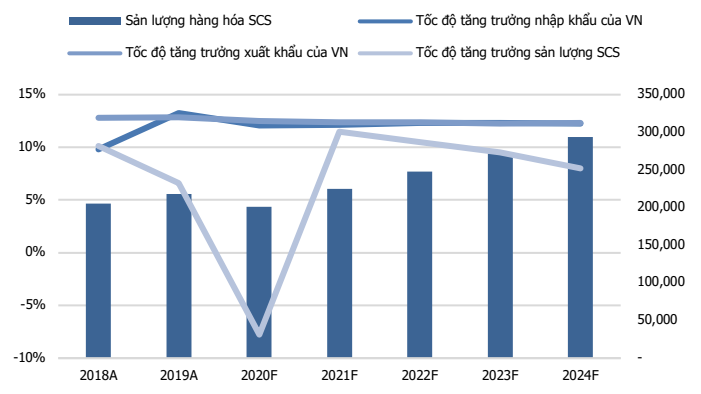
**Hình 8: Môi trường quan giữa kim ngạch XNK và sản lượng hàng hóa xử lý của SCS**



**Hình 9: Tổng giá trị XNK giữa Việt nam và EU trong giai đoạn 2009 - 2019**



**Hình 10: Dự phóng tăng trưởng kim ngạch XNK và sản lượng hàng hóa của SCS**



Nguồn: IMF, Euromonitor, Tổng cục thống kê, Statista, MBS Research

**Mô hình kinh doanh có biên lợi nhuận cao**

So với các công ty khác trong ngành hàng không, các doanh nghiệp dịch vụ hàng không có tỷ suất biên lợi nhuận gộp cao nhất. NCT và SCS có cùng mô hình kinh doanh, tuy nhiên do lợi thế sở hữu đất thay vì đi thuê nên biên lợi nhuận của SCS cao hơn nhiều so với NCT (tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2019 là 78% so với 56% của NCT). SCS duy trì tỷ suất lợi nhuận cao nhờ cơ cấu chi phí linh hoạt. Hầu hết lao động xử lý hàng hóa là thuê ngoài và có thể điều chỉnh dựa trên nhu cầu hàng hóa. SCS có thể tăng công suất bằng cách đầu tư vào giá

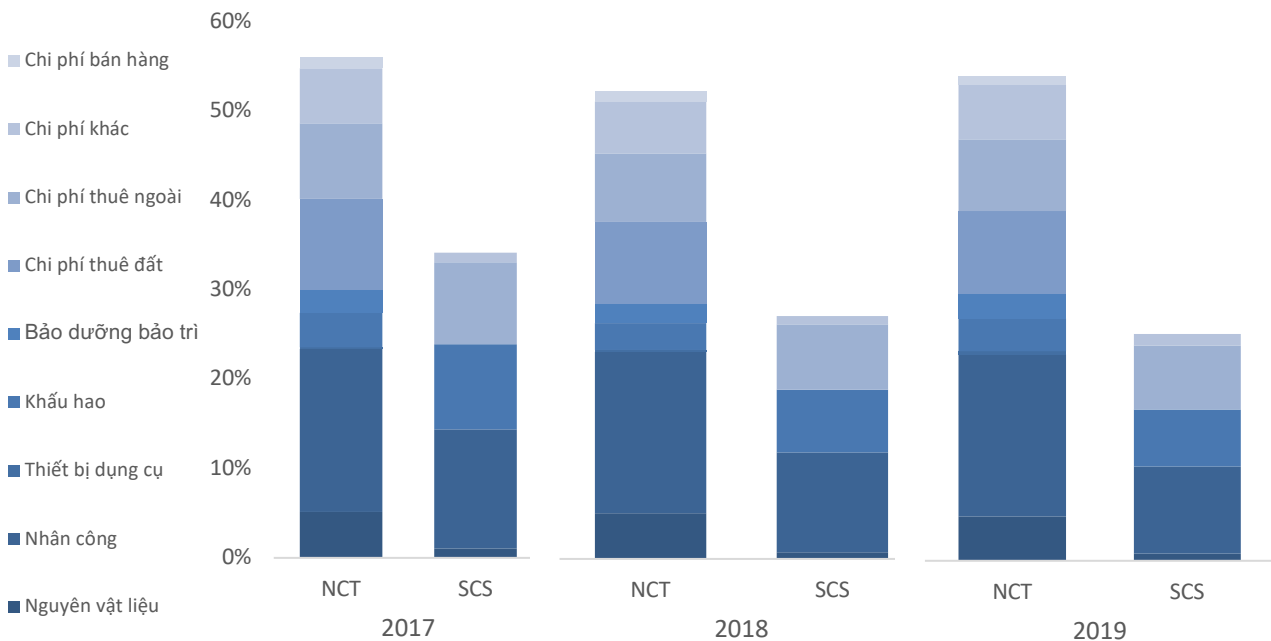


đỡ và pallet mới cũng có thể điều chỉnh tùy theo nhu cầu do đó nhu cầu Capex hàng năm thấp (dưới 10 tỷ đồng). Khu vực kho bãi mà SCS đang khai thác được góp vốn từ công ty sửa chữa máy bay A41 và SCS phải trả cho công ty A41 cổ tức ưu đãi hàng năm vào khoảng 38 tỷ đồng. Nếu coi cổ tức ưu đãi là chi phí sử dụng đánh thì BLNG của SCS vẫn ở mức cao là 74% (2019).

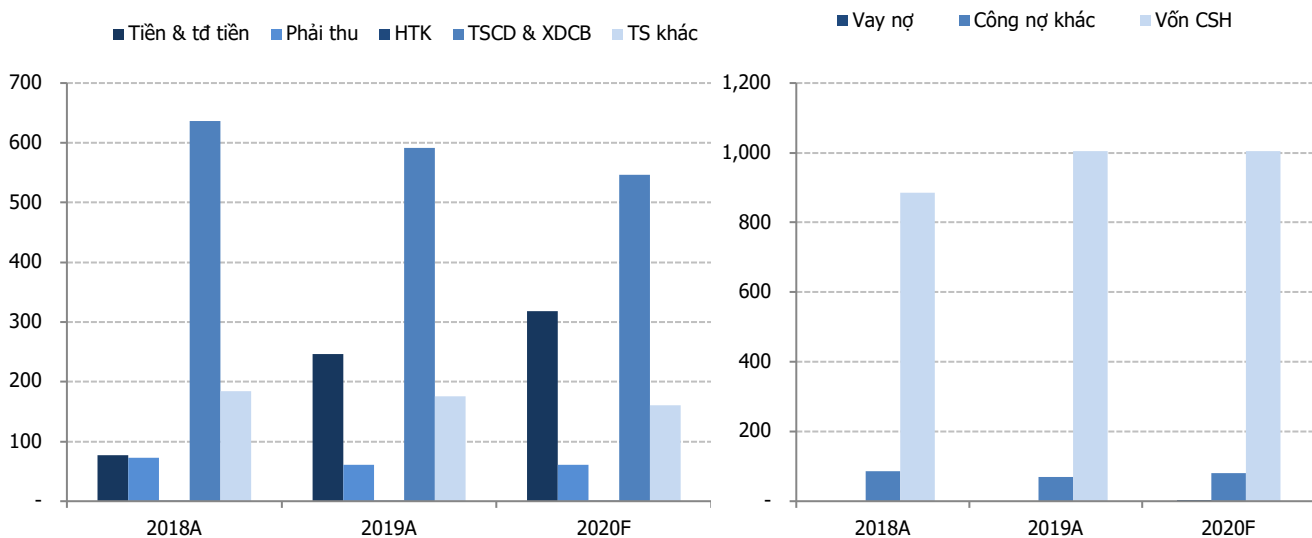
Với thành tích duy trì lượng tiền mặt cao trong bảng cân đối kế toán hàng năm, HĐQT của SCS đang có kế hoạch đầu tư vào năm 2021:

- SCS có kế hoạch mua 10% - 20% cổ phần của một công ty logistic hàng không tại sân bay Nội Bài, với quy mô đầu tư khoảng 200 - 300 tỷ đồng, dự kiến thực hiện vào quý 2/2021.
- Do nhu cầu thuê văn phòng tại khu vực Tân Sơn Nhất tăng cao, SCS sẽ sử dụng khu đất 14.000 m2 để xây dựng tòa nhà văn phòng. Theo kế hoạch, tòa nhà SCS -2 có thể khởi công xây dựng vào quý 2/2021 với tổng mức đầu tư là 10 triệu USD và dự kiến sẽ hoàn thành trong 12 tháng.

**Hình 11: Cơ cấu chi phí của NCT và SCS**



**Hình 12: Một số chỉ tiêu cân đối kế toán của SCS**



## Định giá

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2020 của SCS đạt 686 tỷ đồng (-8.3% ck), cao hơn so với kế hoạch của SCS đặt ra do chúng tôi đặt kỳ vọng về sự hồi phục của sản lượng vận tải hàng không trong 4 tháng cuối năm 2020. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ thấp hơn vào năm 2020 ở mức 77% do:

- Giá xếp dỡ hàng hóa không thay đổi, tuy giảm khối lượng xếp dỡ nhưng chi phí nhân công và chi phí khấu hao vẫn cố định.
- Giảm giá thuê văn phòng 5% để hỗ trợ khách hàng

Do không có thông tin rõ ràng về thương vụ M&A, chúng tôi không đưa thương vụ này vào mô hình định giá. Dự án tòa nhà SCS - 2 đã được đưa vào mô hình từ năm 2022, chúng tôi giả định rằng sẽ mất 4 năm sau khi hoàn thành tòa nhà để đạt được tỷ lệ lấp đầy trên 80% (vào năm 2026).

Chúng tôi áp dụng FCFF (WACC 9,4%, g 2,0%) để đánh giá dòng tiền trong tương lai của SCS và đưa ra giá mục tiêu 140.000 đồng / cổ phiếu. Cổ phiếu hiện đang giao dịch với P / E trượt là 13.31 cao hơn so với các công ty cùng ngành (NCT P/E là 7.7 và SGN P/E là 7.81).

Dự phóng KQKD							
Tỷ VND	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Sản lượng hàng hoá	204,943	218,426	201,458	224,594	248,155	271,725	293,488
<i>Tăng trưởng</i>	10%	7%	-8%	11%	10%	9%	8%
Doanh thu	675	748	686	787	914	1,038	1,171
<i>Tăng trưởng</i>	15%	11%	-8%	15%	16%	14%	13%
Giá vốn	147	153	156	161	206	211	263
Lợi nhuận gộp	528	595	530	626	708	827	908
<i>Tăng trưởng</i>	17%	13%	-11%	18%	13%	17%	10%
LNST	437	502	439	529	591	705	791
<i>Tăng trưởng</i>	27%	15%	-13%	20%	12%	19%	12%
EPS	8,745	9,971	8,657	10,424	11,651	13,892	15,579
<i>Tăng trưởng</i>	27%	14%	-13%	20%	12%	19%	12%
BVPS	17,704	20,091	19,939	26,376	29,217	34,249	40,994
ROE	49.4%	50.0%	43.7%	39.5%	39.9%	40.6%	38.0%
ROA	45.0%	46.8%	40.4%	37.0%	37.1%	38.0%	35.6%



**Dự phóng báo cáo tài chính**

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>748</b>	<b>686</b>	<b>787</b>	<b>914</b>
Giá vốn hàng bán	153	156	161	206
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>595</b>	<b>530</b>	<b>626</b>	<b>708</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	14	12	30	41
Chi phí tài chính	1	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	68	68	76	86
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>538</b>	<b>470</b>	<b>575</b>	<b>657</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>502</b>	<b>439</b>	<b>529</b>	<b>591</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>502</b>	<b>439</b>	<b>529</b>	<b>591</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>414</b>	<b>477</b>	<b>607</b>	<b>811</b>
I. Tiền & tương đương tiền	66	82	185	360
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	180	236	236	236
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	58	59	70	81
IV. Hàng tồn kho	0	0	0	0
V. Tài sản ngắn hạn khác	110	101	116	134
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>659</b>	<b>609</b>	<b>821</b>	<b>780</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	496	452	660	613
1. Tài sản cố định hữu hình	493	449	657	611
2. Tài sản cố định vô hình	3	3	2	2
III. Bất động sản đầu tư	94	94	89	84
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1	1	1	1
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	68	62	71	83
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,073</b>	<b>1,086</b>	<b>1,428</b>	<b>1,592</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>69</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>109</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>65</b>	<b>78</b>	<b>85</b>	<b>103</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	65	76	82	100
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	0	2	3	3
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	4	5	5	6
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,004</b>	<b>1,004</b>	<b>1,338</b>	<b>1,483</b>
1. Vốn điều lệ	504	507	507	507
2. Thặng dư vốn cổ phần	35	44	44	44
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	385	373	707	851
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
5. Vốn khác	81	81	81	81
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1,073</b>	<b>1,086</b>	<b>1,428</b>	<b>1,592</b>

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Định giá</b>				
EPS	10,046	8,722	10,424	11,651
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	20,091	19,939	26,376	29,217
P/E	11.9	13.8	11.6	10.3
P/B	6.0	6.0	4.6	4.1
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên lợi nhuận gộp	80%	77%	80%	77%
Biên EBITDA	78%	76%	79%	76%
Biên lợi nhuận sau thuế	67%	64%	67%	65%
ROE	50%	44%	40%	40%
ROA	47%	40%	37%	37%
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	11%	-8%	15%	16%
Lợi nhuận trước thuế	15%	-13%	22%	14%
Lợi nhuận sau thuế	15%	-13%	20%	12%
EPS	15%	-13%	20%	12%
Tổng tài sản	11%	1%	31%	11%
Vốn chủ sở hữu	13%	0%	33%	11%
<b>Thanh khoản</b>				
Thanh toán hiện hành	6.41	6.15	7.17	7.88
Thanh toán nhanh	3.81	4.10	4.98	5.79
Nợ/tài sản	0%	0%	0%	0%
Nợ/vốn chủ sở hữu	0%	0%	0%	0%
Khả năng thanh toán lãi vay	540.9	14,675.8	7,819.7	7,577.3
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay phải thu khách hàng	11.3	11.3	12.0	12.1
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	32 days	32 days	30 days	30 days
Vòng quay hàng tồn kho	58,536.3	57,047.4	59,563.1	65,692.3
Thời gian tồn kho bình quân	0 days	0 days	0 days	0 days
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	32.8	36.0	33.3	36.8
Thời gian trả tiền bình quân	11 days	10 days	11 days	10 days

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
LCTT từ HĐ kinh doanh	562	461	565	642
LCTT từ HĐ đầu tư	-194	-17	-272	-24
LCTT từ HĐ tài chính	-349	-428	-190	-444
<b>LCTT trong kỳ</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>103</b>	<b>175</b>
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	47	66	82	185
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	66	82	185	360

Nguồn: SCS, MBS Research

Liên hệ: Trung tâm nghiên cứu

**Trưởng nhóm bộ phận nghiên cứu ngành và cổ phiếu**

**Trương Thùy Dương**

([Duong.TruongThuy@mbs.com.vn](mailto:Duong.TruongThuy@mbs.com.vn) – Tel: 0942434432)

**Hoá chất, dầu khí**

**Chu Thế Huỳnh**

([Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn) – Tel: 0919336595)

**Vật liệu xây dựng, bất động sản**

**Nguyễn Bảo Trung**

([Trung.NguyenBao@mbs.com.vn](mailto:Trung.NguyenBao@mbs.com.vn) – Tel: 0988739505)

**Đệt may**

**Phạm Thị Phương Anh**

([Anh1.PhamThiPhuong@mbs.com.vn](mailto:Anh1.PhamThiPhuong@mbs.com.vn) – Tel: 0886721196)

**Nhựa, Tiêu dùng bán lẻ**

**Đình Công Luyện**

([Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn) – Tel: 0978877784)

**Ngân hàng**

**Le Khánh Tùng**

([Tung.LeKhanh@mbs.com.vn](mailto:Tung.LeKhanh@mbs.com.vn) – Tel: 0335699989)

**Tiêu dùng, Bán lẻ, Công nghệ**

**Phạm Việt Duy**

([Duy.PhamViet@mbs.com.vn](mailto:Duy.PhamViet@mbs.com.vn) – Tel: 0986696617)

**Hàng không**

**Phạm Thu Yến**

([Yen.PhamThu@mbs.com.vn](mailto:Yen.PhamThu@mbs.com.vn) – Tel: 0376965910)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
THEO DÕI	Từ -15% đến 15%
BÁN	<= -15%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.