

## SCS (HOSE) Ảnh hưởng từ “chiến tranh thương mại”

### Đánh giá

### TRUNG LẬP

#### Dịch vụ hàng không

Giá thị trường (VND)	142,000
Giá mục tiêu (VND)	146,400
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	3%
Suất sinh lợi cổ tức	4%
Suất sinh lợi bình quân năm	7%



### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-1%	-1%	0%	-4%
Tương đối	-4%	-4%	-3%	12%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

### Thông kê

31/01/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	132.8k-190.2k
SL lưu hành (triệu cp)	50
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,123
Vốn hóa (triệu USD)	307
% khối ngoại sở hữu	23%
SL cp tự do (triệu cp)	50
KLGD TB 3 tháng (cp)	8,157
VND/USD	23,201
Index: VNIndex/HNX	916/102

Nguồn: Bloomberg

### Cơ cấu sở hữu

31/01/2019

GMD	32.25%
ACV	13.12%
A41	12.61%

Nguồn: Stoxplus

### Võ Hoàng Bảo

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

Bao.vh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

### Sản lượng hàng hoá hàng không:

Tính đến cuối năm 2018, sản lượng hàng hóa hàng không của SCS đã đạt 204,943 tấn (+10.1%/n/n). Trong đó, 76% là hàng quốc tế - đạt 156,127 tấn (+8%/n/n). Hàng nội địa tăng trưởng +16%/n/n, đạt 46,816 tấn. Đây là mức tăng trưởng thấp nhất của SCS về hàng quốc tế trong những năm gần đây. Theo ban lãnh đạo của SCS, tổng sản lượng hàng hóa hàng không của Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (TSN) cũng có tốc độ tăng trưởng khá thấp, vào khoảng 6.5% trong năm 2018 do (1) sự thay đổi về luồng hàng hóa của các hãng hàng không trên các tuyến châu Á - Hoa Kỳ do căng thẳng Chiến tranh Thương mại Mỹ-Trung; (2) việc xây dựng bãi đáp mới và bảo trì đường băng tại sân bay TSN.

### Kết quả kinh doanh 2018 đạt kỳ vọng

**Nhà ga hàng hóa hàng không:** đóng góp 93% doanh thu thuần của SCS trong năm 2018, doanh thu từ nhà ga hàng hóa hàng không đạt 676 tỷ đồng (+15%/n/n). Trong khi sản lượng hàng hóa của SCS chỉ tăng 10.1%/n/n, giá dịch vụ của mảng này đã tăng 5% trong năm 2018 - phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi - khi SCS gia hạn hợp đồng thành công với khách hàng (các hãng hàng không). Vì thị trường vẫn trong thế độc quyền lưỡng cực và TCS - đối thủ cạnh tranh của SCS - hiện chưa thể tăng thêm công suất, ban lãnh đạo SCS tin rằng xu hướng tăng giá dịch vụ có thể sẽ tiếp tục trong những năm tới.

**Cho thuê văn phòng:** Với tỷ lệ lấp đầy tòa nhà SCSC duy trì ở mức 100% từ năm 2017, doanh thu từ mảng này đã đạt 40 tỷ đồng (+5%/n/n) với giá cho thuê tăng +5%/n/n, khá ổn định qua các năm.

**Cho thuê bãi đáp:** phân khúc này tiếp tục đóng góp một khoản doanh thu cố định 7 tỷ đồng và sẽ không đổi vào năm 2019 và 2020, khi hợp đồng giữa SCS với ACV vẫn còn hiệu lực. Sau đó, hợp đồng có thể được đàm phán lại.

Mặc dù tăng trưởng sản lượng hàng hóa thấp hơn dự kiến, tuy nhiên, với khả năng quản lý chi phí hiệu quả và thị trường độc quyền lưỡng cực, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của SCS tăng lần lượt 78% và 61.5% (từ mức 77% và 58.5% vào năm ngoái). Nhờ đó, LNST của SCS đã có mức tăng trưởng mạnh mẽ 21% n/n. EPS điều chỉnh của SCS ở mức 7,530 đồng (+23% n/n).

### Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với SCS. Sử dụng mức P/E trung bình hiệu chỉnh của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực và EPS forward 2019, chúng tôi định giá lại cổ phiếu SCS là **146.4k đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019.

Mặc dù sự tăng trưởng sản lượng hàng hóa hàng không chưa thể phục hồi nhanh chóng trong năm 2019 do sự chậm lại của ngành vận tải hàng không, chúng tôi vẫn tiếp tục kỳ vọng rằng SCS có thể tận dụng lợi thế của mình từ thị trường độc quyền lưỡng cực trong sân bay TSN với khả năng sinh lời cao và tạo dòng tiền mạnh. Với việc không có dự án mới đáng kể nào trong năm 2019, cổ tức tiền mặt hàng năm của SCS có thể sẽ gia tăng. Tuy nhiên, mức định giá cao (2018 P/E = 18.9x) và mức tăng trưởng thấp hơn dự kiến của sản lượng hàng hóa làm giảm sức hấp dẫn của cổ phiếu SCS.

## Dự phóng

Đơn vị: tỷ đồng	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018U	2019F	2020F
<b>Doanh thu</b>	<b>131</b>	<b>144</b>	<b>147</b>	<b>167</b>	<b>147</b>	<b>167</b>	<b>174</b>	<b>188</b>	<b>588</b>	<b>676</b>	<b>783</b>	<b>908</b>
Nhà ga hàng hoá hàng không	119	132	135	155	136	155	161	175	542	627	733	857
Cho thuê bãi đáp	2	2	2	2	2	2	2	2	7	7	7	7
Cho thuê văn phòng	10	10	10	9	10	10	10	10	38	40	41	42
Khác	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	2
<b>Tăng trưởng DT năm (%)</b>					<b>12%</b>	<b>16%</b>	<b>18%</b>	<b>12%</b>	<b>19%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
Nhà ga hàng hoá hàng không					14%	17%	19%	13%	19%	16%	17%	17%
Cho thuê bãi đáp					0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%
Cho thuê văn phòng					-1%	4%	6%	11%	14%	5%	2%	2%
Khác					25%	110%	87%	-34%	355%	32%	0%	0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>101</b>	<b>113</b>	<b>114</b>	<b>124</b>	<b>117</b>	<b>133</b>	<b>137</b>	<b>142</b>	<b>453</b>	<b>529</b>	<b>624</b>	<b>736</b>
Nhà ga hàng hoá hàng không	93	105	106	115	108	124	128	133	419	493	587	698
Cho thuê bãi đáp	8	8	8	8	8	9	9	9	32	35	36	36
Cho thuê văn phòng	0	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>77%</b>	<b>79%</b>	<b>78%</b>	<b>74%</b>	<b>79%</b>	<b>80%</b>	<b>79%</b>	<b>76%</b>	<b>77%</b>	<b>78%</b>	<b>80%</b>	<b>81%</b>
Nhà ga hàng hoá hàng không	78%	79%	78%	74%	80%	80%	79%	76%	77%	79%	80%	81%
Cho thuê bãi đáp	83%	82%	82%	84%	86%	86%	87%	87%	83%	86%	87%	87%
Cho thuê văn phòng	11%	11%	11%	56%	0%	4%	1%	3%	22%	2%	2%	2%
Khác	82%	77%	80%	88%	84%	87%	88%	76%	83%	84%	84%	84%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>88</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>118</b>	<b>121</b>	<b>120</b>	<b>387</b>	<b>461</b>	<b>555</b>	<b>653</b>
Tăng trưởng (%)	60%	19%	23%	45%	16%	19%	22%	18%	34%	19%	20%	18%
Biên LN (%)	67%	69%	67%	61%	70%	71%	70%	64%	66%	68%	71%	72%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>77</b>	<b>91</b>	<b>86</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>107</b>	<b>108</b>	<b>109</b>	<b>344</b>	<b>416</b>	<b>497</b>	<b>595</b>
Tăng trưởng (%)	49%	40%	25%	52%	19%	17%	26%	19%	40%	21%	20%	20%
Biên LN (%)	59%	64%	58%	55%	62%	64%	62%	58%	59%	62%	64%	66%

Nguồn: KIS dự phóng

## Ghi chú:

- Tốc độ tăng trưởng dự kiến sản lượng hàng quốc tế của SCS trong năm 2019 và 2020 đã giảm từ 15% n/n xuống còn 10% n/n do tác động của Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và các công trình bảo trì sân bay.
- Chúng tôi giả định rằng giá dịch vụ sẽ tiếp tục tăng 5% trong năm 2019 và 2020 nhờ trạng thái thị trường độc quyền lưỡng cực và các hợp đồng gia hạn.
- Theo ban lãnh đạo của SCS, công suất của nhà ga hàng hóa hàng không vẫn đủ để phục vụ nhu cầu thị trường trong năm 2019 và 2020 mặc dù chỉ thực hiện các nâng cấp nhỏ (chưa tiến hành xây mới nhà ga thứ hai)

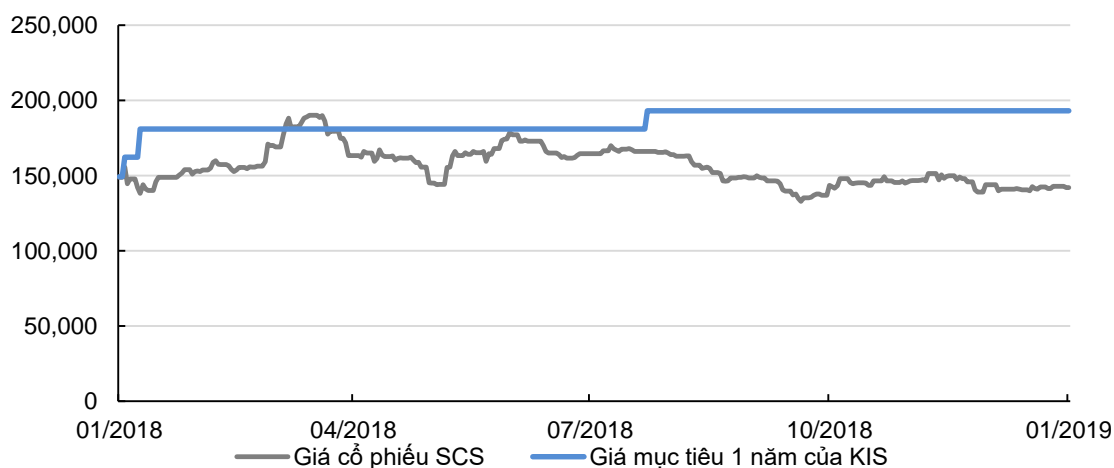
## Định giá

Tỷ đồng	2019F	2020F	Ghi chú
Bội số PE (x)	16.2	16.2	Trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực
EPS hiệu chỉnh	9,039	10,964	
<b>Giá hợp lý</b>	<b>146,400</b>	<b>177,600</b>	
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>146,400</b>		<b>2019</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	3%		
Suất sinh lợi cổ tức	4%		
<b>Tổng suất sinh lợi kỳ vọng</b>	<b>7%</b>		<b>2019</b>

## Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

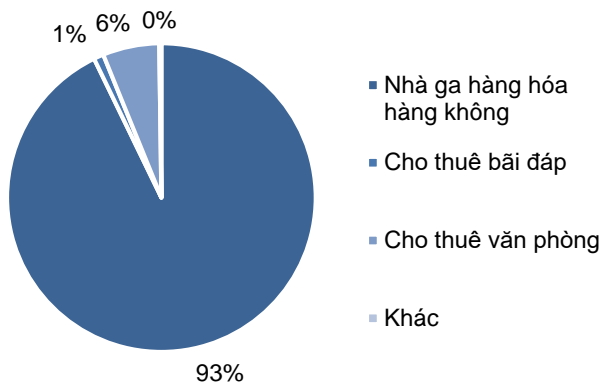
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus (VND)
SCS	20/08/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	193,200	190,100
	19/03/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	181,000	184,750
	06/02/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	181,000	184,750
	31/01/2018	TRUNG LẬP	162,300	175,400

## Lịch sử giá mục tiêu 1 năm của KIS (VNđ)



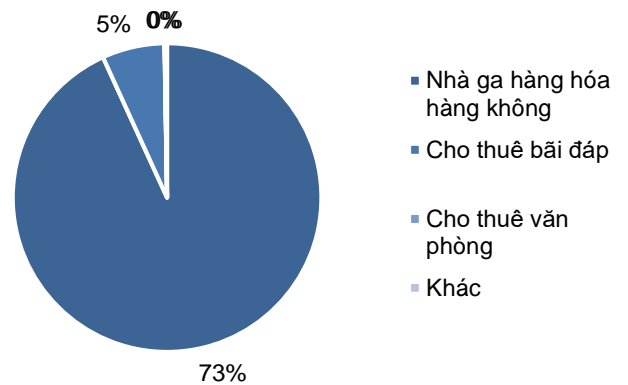
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Cơ cấu doanh thu 2018



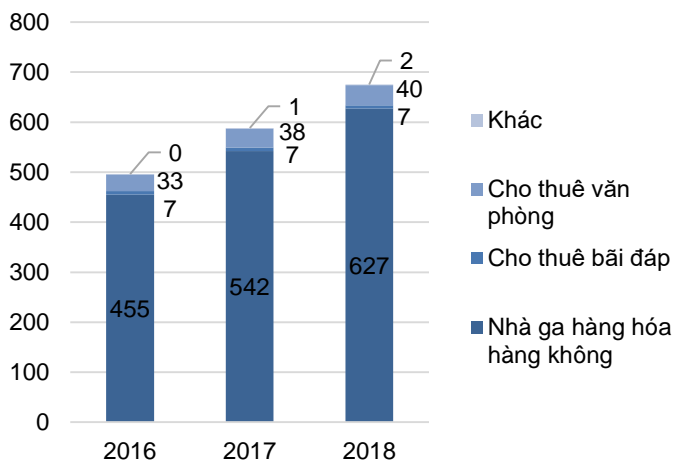
Nguồn: SCS, KIS

Hình 02. Cơ cấu lãi gộp 2018



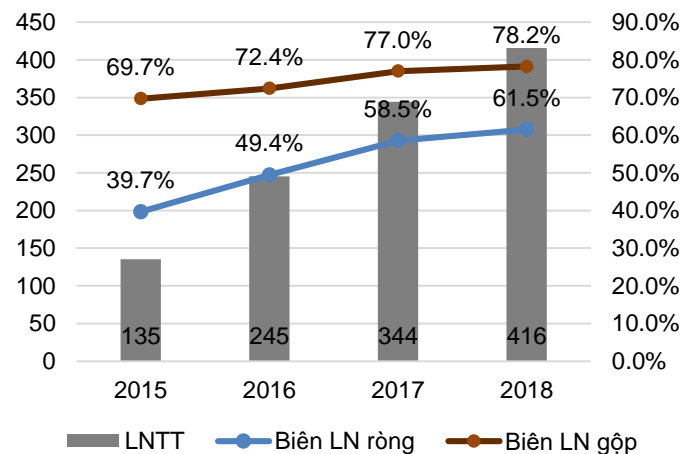
Nguồn: SCS, KIS

Hình 03. Doanh thu 2018 theo từng phân khúc



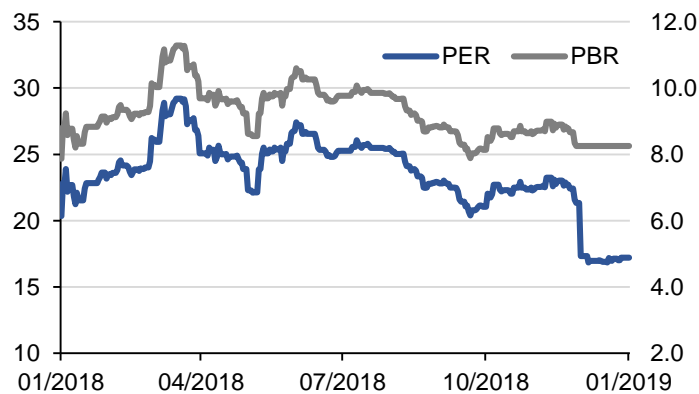
Nguồn: SCS, KIS

Hình 04. Biên lợi nhuận



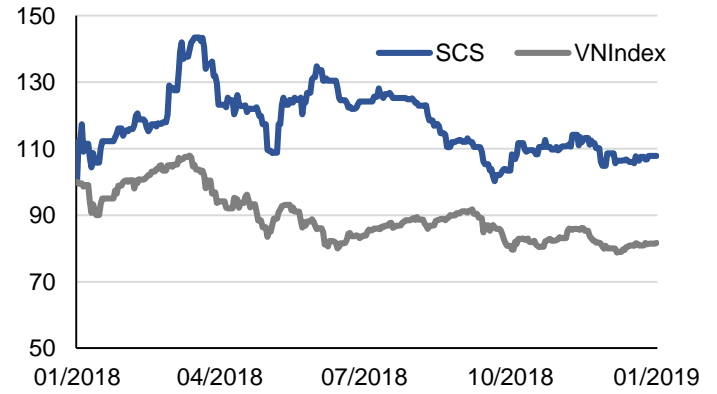
Nguồn: SCS, KIS

Hình 05. P/E lịch sử 1 năm



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. Diễn biến giá cổ phiếu so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 7,123 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>496</b>	<b>588</b>	<b>676</b>	<b>783</b>	<b>908</b>
Tăng trưởng (%)	45%	19%	15%	16%	16%
Nhà ga hàng hoá	455	542	627	733	857
Cho thuê bãi đáp	7	7	7	7	7
Cho thuê VP	33	38	40	41	42
Khác	0	1	2	2	2
<b>GVHB</b>	<b>137</b>	<b>135</b>	<b>147</b>	<b>159</b>	<b>172</b>
Biên LN gộp (%)	72%	77%	78%	80%	81%
Chi phí BH & QLDN	70	66	67	69	70
<b>EBITDA</b>	<b>343</b>	<b>443</b>	<b>517</b>	<b>611</b>	<b>708</b>
Biên lợi nhuận (%)	69%	75%	76%	78%	78%
Khấu hao	54	56	55	55	55
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>289</b>	<b>387</b>	<b>461</b>	<b>555</b>	<b>653</b>
Biên LN HĐKD (%)	58%	66%	68%	71%	72%
Chi phí lãi vay ròng	10.6	-1.4	-7.8	-4.9	-17.9
% so với nợ ròng	9%	2%	7%	3%	4%
Khả năng trả lãi vay (x)	27.2	-270.8	-59.2	-112.3	-36.6
Lãi/lỗ khác	-3	-4	-3	-3	-3
Thuế	30	40	51	61	73
Thuế suất hiệu dụng (%)	11%	10%	11%	11%	11%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>245</b>	<b>344</b>	<b>416</b>	<b>497</b>	<b>595</b>
Biên lợi nhuận (%)	49%	59%	62%	64%	66%
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0	0
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>245</b>	<b>344</b>	<b>416</b>	<b>497</b>	<b>595</b>
Số lượng CP (triệu)	46	50	50	50	50
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>4,244</b>	<b>6,105</b>	<b>7,530</b>	<b>9,039</b>	<b>10,964</b>
Tăng EPS (%)	88%	44%	23%	20%	21%
Cổ tức (VND)	3,000	4,000	6,000	6,000	6,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	71%	66%	80%	80%	80%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	2.2	11.5	96.9	16.4	19.2
Capex	12.5	4.4	0.0	0.0	0.0
Dòng tiền khác	-54.6	-27.4	128.0	0.0	0.0
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>340</b>	<b>412</b>	<b>246</b>	<b>536</b>	<b>631</b>
Phát hành cổ phiếu	4.8	5.3	0.0	0.0	0.0
Cổ tức	143	237	330	334	334
Thay đổi nợ ròng	-201	-180	84	-202	-297
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-77</b>	<b>-279</b>	<b>-577</b>
Giá trị doanh nghiệp	7,117	6,937	7,021	6,819	6,521
<b>Tổng VCSH</b>	<b>769</b>	<b>914</b>	<b>817</b>	<b>980</b>	<b>1,242</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>VCSH</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15,099	16,855	14,911	19,610	24,841
Nợ ròng / VCSH (%)	2%	-18%	-9%	-28%	-46%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.1	-0.4	-0.1	-0.5	-0.8
<b>Tổng tài sản</b>	<b>967</b>	<b>990</b>	<b>917</b>	<b>1,080</b>	<b>1,341</b>

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
<b>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)</b>	<b>40%</b>	<b>45%</b>	<b>52%</b>	<b>58%</b>	<b>54%</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>25%</b>	<b>35%</b>	<b>45%</b>	<b>46%</b>	<b>44%</b>
<b>ROIC (%)</b>	<b>31%</b>	<b>45%</b>	<b>55%</b>	<b>68%</b>	<b>85%</b>
<b>WACC (%)</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>
<b>PER (x)</b>	<b>33.5</b>	<b>23.3</b>	<b>18.9</b>	<b>15.7</b>	<b>13.0</b>
<b>PBR (x)</b>	<b>9.4</b>	<b>8.4</b>	<b>9.5</b>	<b>7.2</b>	<b>5.7</b>
<b>PSR (x)</b>	<b>14.3</b>	<b>12.1</b>	<b>10.5</b>	<b>9.1</b>	<b>7.8</b>
<b>EV/EBITDA (x)</b>	<b>20.7</b>	<b>15.7</b>	<b>13.6</b>	<b>11.2</b>	<b>9.2</b>
<b>EV/Sales (x)</b>	<b>14.4</b>	<b>11.8</b>	<b>10.4</b>	<b>8.7</b>	<b>7.2</b>
<b>Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>

## Liên hệ

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

### Phòng Khách hàng Định chế

#### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

**KIS** có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.