

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)

PHTT-3,6%

Ngành	DV hàng không
Ngày báo cáo	07/11/2024
Giá hiện tại	81.300 VND
Giá mục tiêu hiện tại	71.400 VND
Giá mục tiêu gần nhất	95.100 VND
TL tăng	-12,2%
Lợi suất cổ tức	+8,6%
Tổng mức sinh lời	-3,6%
GT vốn hóa	7,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	625 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	25 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	13,6%
SL cổ phiếu lưu hành	94,9tr
Pha loãng	94,9tr

	SCS	VNI
P/E (trượt)	12,7x	14,8x
P/B (hiện tại)	5,3x	1,7x
ROE	45,5%	12,5%
ROA	39,2%	1,9%

Tổng quan Công ty

SCS là một công ty vận hành nhà ga hàng hóa hàng không nằm ở sân bay Tân Sơn Nhất (SGN). SCS hiện nắm giữ 48%-49% thị phần tại SGN. SCS cũng cho thuê chỗ đậu máy bay, văn phòng, sân bóng đá và bãi đậu xe, tất cả đều nằm tại một lô đất.

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	705	1.009	1.147	1.219
% YoY	-17%	43%	14%	6%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	498	728	731	779
% YoY	-23%	46%	0%	7%
EPS	-25%	49%	0%	7%
Biên LN gộp	75,9%	80,9%	81,8%	82,3%
Biên EBITDA	86,8%	84,9%	83,6%	83,7%
Biên LN từ HĐKD	68,6%	75,1%	76,4%	76,8%
Biên LN ròng	70,7%	72,1%	63,7%	63,9%
Dòng tiền tự do/doanh thu	74,9%	20,3%	53,1%	55,2%
EV/EBITDA	10,8x	7,7x	6,9x	6,5x
P/E	15,4x	10,6x	10,6x	9,9x
P/B	5,7x	5,6x	5,5x	5,6x
ROE	35,9%	53,5%	52,4%	55,7%

Giảm giá định đóng góp từ nhà ga hàng hóa số 1 Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA-C1), cổ tức tiền mặt cao

- Chúng tôi hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cho CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS) do chúng tôi điều chỉnh giảm 25% giá mục tiêu. Giá cổ phiếu của SCS đã giảm 10% trong 5 tháng qua.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu do chúng tôi loại bỏ giá định về 20% cổ phần của SCS trong nhà ga hàng hóa số 1 Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA-C1), dẫn đến mức giảm 14%/23%/32% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cho các năm 2027/28/29. Điều này ảnh hưởng nhiều hơn so với mức tăng 11%/8%/2% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2024/25/26.
- Chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2024/25/26 do KQKD 9T 2024 khả quan hơn dự kiến, với mức tăng giá dịch vụ trung bình (ASP) vượt trội hơn so với mức tăng thông lượng chậm hơn dự kiến. Chúng tôi nâng dự báo ASP các năm 2024/25/26 thêm 6-8% mỗi năm, đồng thời điều chỉnh giảm 3%/5%/10% trong dự báo thông lượng hàng hóa cho các năm này.
- Chúng tôi dự báo thông lượng hàng hóa quốc tế (chiếm khoảng 90% tổng thông lượng) sẽ tăng trưởng 47%/9%/2% YoY trong các năm 2024/25/26 trước khi giảm 23%/6%/6% YoY trong các năm 2027/28/29 khi LTA đi vào hoạt động trong năm 2027.
- Theo chia sẻ mới nhất từ phía ban lãnh đạo, cổ tức bằng tiền mặt trên mỗi cổ phiếu (DPS) cho năm tài chính 2024 tối thiểu là 7.000 đồng, mà chúng tôi tin là do lợi nhuận năm 2024 cao. Chúng tôi nâng kỳ vọng DPS trong 12 tháng tới lên 7.000 đồng (tương ứng mức lợi suất cổ tức bằng tiền mặt cao đạt 8,6%).
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng năm 2025 là 9,3 lần, tương đương khoảng 3 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình lịch sử 4 năm của SCS là 13,0 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý do (1) triển vọng SCS tham gia đầu tư vào dự án LTA-C1 mới còn chưa chắc chắn, và (2) tiềm năng SCS trở thành công ty vận hành LTA-C1 cũng chưa rõ ràng.
- Yếu tố hỗ trợ:** SCS thu được phí vận hành từ LTA-C1.
- Rủi ro:** Thông lượng thương mại giảm, lượng hàng hóa chuyển dịch từ sân bay Tân Sơn Nhất (SGN) sang LTA cao hơn dự kiến.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2024 sẽ tăng 60% nhưng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ đi ngang so với cùng kỳ. Sau KQKD 9T 2024 khả quan, với tăng trưởng ASP bù đắp cho thông lượng hàng hóa giảm nhẹ, chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo thông lượng hàng hóa năm 2024 nhưng tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS thêm 11%, kỳ vọng thông lượng hàng hóa quý 4 đạt 70.500 tấn (tăng 8% QoQ, tăng 32% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 205 tỷ đồng (tăng 10% QoQ, tăng 60% YoY). Chúng tôi dự báo tổng thông lượng hàng hóa năm 2025 sẽ tăng trưởng 9% YoY và ASP tăng trưởng 5% YoY khi nhu cầu tiếp tục phục hồi, thúc đẩy lợi nhuận từ HĐKD tăng trưởng 16% YoY. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ không đổi do

thuế thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) cao hơn. Thuế TNDN của SCS sẽ trở lại mức tiêu chuẩn 20% từ năm 2025 trở đi, sau 15 năm được hưởng thuế TNDN ưu đãi 0-10%.

Chúng tôi loại bỏ khoản đầu tư 20% tiềm năng của SCS vào nhà ga hàng hóa số 1 của Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA-C1), do triển vọng không chắc chắn về việc SCS có thể đầu tư vào LTA-C1. Điều này dẫn đến việc điều chỉnh giảm 14%/23%/32% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS các năm 2027/28/29 của chúng tôi, tương đương với mức tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS âm là -25%/-7%/-7% YoY trong cùng kỳ. Hiện có 3 kịch bản đối với hoạt động của LTA-C1: (1) ACV tự vận hành độc lập, (2) hợp tác với một công ty chuyên nghiệp hoặc (3) thuê một công ty để quản lý nhà ga. Chúng tôi cho rằng kịch bản 2 và 3 có nhiều khả năng xảy ra hơn, với SCS là lựa chọn tiềm năng. Điều này có thể mang lại lợi ích cho lợi nhuận của SCS (từ phí vận hành), nhưng chúng tôi chưa đưa các kịch bản này vào mô hình định giá của chúng tôi do không có đủ thông tin chi tiết về từng kết quả có thể xảy ra.

Triển vọng năm 2024: Thông lượng tiếp tục phục hồi đến cuối năm

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 mới	YoY	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 mới/dự báo cũ	Nhận định của Vietcap
Tổng thông lượng hàng hóa (tấn)	189.829	264.815	40%	274.200	-3%	* Tổng thông lượng hàng hóa theo dự báo điều chỉnh của chúng tôi là 264.800 tấn, tương đương với hiệu suất hoạt động năm 2024 là 91,3%.
- Quốc tế	137.110	201.552	47%	205.665	-2%	* Cao hơn so với cùng kỳ do (1) hoạt động thương mại phục hồi, (2) cước vận tải biển tăng khiến hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không trở nên hấp dẫn hơn trong nửa đầu năm 2024 và (3) đóng góp mới từ Qatar Airways. * Thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi do kết quả 9T 2024 thấp hơn một chút so với dự kiến.
- Trong nước	52.719	63.263	20%	68.535	-8%	* Thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi do kết quả 9T 2024 yếu hơn so với dự kiến.
Tổng ASP (đồng/kg)	3.404	3.566	5%	3.298	8%	* Cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi do kết quả 9T 2024 tốt hơn dự kiến, với ASP tăng 4% YoY, so với dự báo trước đó của chúng tôi về mức giảm cả năm là 3% YoY. * Trong mức tăng trưởng 5% YoY, 4% đến từ sự thay đổi trong cơ cấu dịch vụ, với hàng hóa quốc tế tăng trưởng 47% YoY so với hàng hóa trong nước là 20% YoY, và ASP của hàng hóa quốc tế cao hơn khoảng 4 lần so với hàng hóa trong nước. 1% còn lại đến từ ASP trong mảng hàng hóa quốc tế tăng nhẹ so với cùng kỳ.
Doanh thu	705	1.009	43%	969	4%	
- Cảng hàng hóa hàng không	646	944	46%	904	4%	
- Khác	59	64	10%	65	0%	
Lợi nhuận gộp	535	816	52%	739	10%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-52	58	12%	-69	-16%	* Thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi do kết quả 9T 2024 thấp hơn dự kiến. * Các chi phí này chỉ bao gồm chi phí quản lý doanh nghiệp. SCS không có chi phí bán hàng.
Lợi nhuận từ HĐKD	484	758	57%	670	13%	
Thu nhập tài chính ròng	88	55	-37%	63	-10%	* Thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi do kết quả 9T 2024 thấp hơn một chút so với kỳ vọng.
LNTT	569	813	42%	731	11%	
Thuế TNDN	-73	-85	17%	-77	11%	
LNST sau lợi ích CĐTS	498	728	46%	654	11%	
LNST sau lợi ích CĐTS*	437	654	50%	585	12%	
Biên lợi nhuận gộp	75,9%	80,9%		76,3%		* Cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi do giả định về ASP cả năm được điều chỉnh tăng 5% YoY so với mức dự kiến trước đó là -3% YoY.
SG&A/doanh thu	7,3%	5,7%		7,2%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	68,6%	75,1%		69,2%		
Biên lợi nhuận ròng	70,7%	72,1%		67,6%		

Nguồn: SCS, Vietcap (*Điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi, quỹ khen thưởng phúc lợi & quỹ HĐQT)

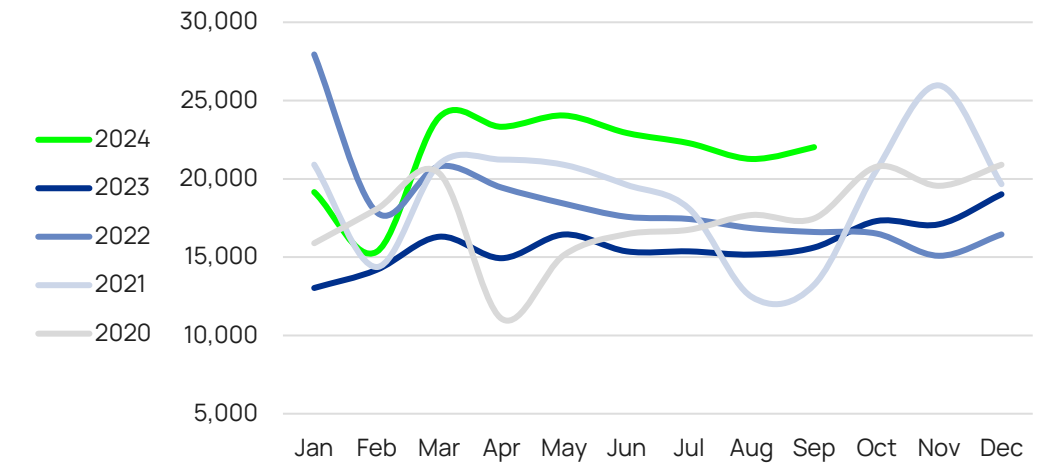
Triển vọng năm 2025: Nhu cầu tiếp tục phục hồi dẫn dắt đà tăng ASP và thông lượng, kết thúc ưu đãi thuế TNDN

Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 202	Dự báo 2025	YoY	Nhận định của Vietcap
Tổng thông lượng hàng hóa (tấn)	264.815	288.876	9%	* SCS đặt mục tiêu tăng trưởng tổng thông lượng hàng hóa năm 2025 ít nhất 6-8%. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng 9% YoY, tương đương với hiệu suất hoạt động năm 2025 là 99,6%.
- Quốc tế	201.552	219.287	9%	
- Trong nước	63.263	69.589	10%	
Tổng ASP (đồng/kg)	3.566	3.738	5%	* Cao hơn so với cùng kỳ do chúng tôi dự báo SCS sẽ tăng ASP thêm 5% (cho cả 2 mảng) trong bối cảnh nhu cầu tiếp tục phục hồi.
Doanh thu	1.009	1.147	14%	
- Cảng hàng hóa hàng không	944	1.080	14%	
- Khác	64	67	4%	
Lợi nhuận gộp SG&A	816	938	15%	
	58	63	8%	* Các chi phí này chỉ bao gồm chi phí quản lý doanh nghiệp. SCS không có chi phí bán hàng.
Lợi nhuận từ HĐKD	758	876	16%	
Thu nhập tài chính	55	38	-31%	* Chúng tôi dự báo số dư tiền mặt trung bình sẽ thấp hơn do cổ tức bằng tiền mặt cao hơn so với cùng kỳ và lãi suất vẫn ở mức thấp trong năm 2025 để thúc đẩy các hoạt động kinh tế.
LNTT	813	913	12%	
Thuế TNDN	-85	-183	114%	* Cao hơn đáng kể so với cùng kỳ do thuế TNDN ưu đãi của SCS hết hạn vào năm 2025. SCS đã được hưởng thuế TNDN ưu đãi cho HĐKD nhà ga hàng hóa trong 15 năm (2010-2024): thuế TNDN 0% từ năm 2010-2013 (4 năm đầu), 5% từ năm 2014-2022 (9 năm tiếp theo) và 10% từ năm 2023-2024 (2 năm cuối). Các HĐKD khác chịu thuế ở mức thuế tiêu chuẩn 20%.
LNST sau lợi ích CĐTS	728	731	0%	
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh*	654	657	0%	
Biên lợi nhuận gộp	80,9%	81,8%		* Cao hơn so với cùng kỳ do ASP cao hơn. Chúng tôi lưu ý rằng chi phí cố định (bao gồm chi phí nhân công và khấu hao) chiếm 60-70% giá vốn hàng bán của SCS.
SG&A/doanh thu	5,7%	5,5%		* Thấp hơn so với cùng kỳ do lợi thế kinh tế theo quy mô, vì hơn 50% chi phí SG&A của SCS là chi phí cố định, trong khi doanh thu tiếp tục tăng trưởng so với cùng kỳ.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	75,1%	76,4%		
Biên lợi nhuận ròng	72,1%	63,7%		

Nguồn: SCS, Vietcap (*Điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi, quỹ khen thưởng phúc lợi & quỹ HĐQT)

Hình 3: Thông lượng hàng hóa hàng tháng của SCS (tấn)



Nguồn: SCS, Vietcap

Cập nhật về tiến độ nhà ga hàng hóa số 1 của Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA-C1)

Dựa trên cuộc trao đổi của chúng tôi với ban lãnh đạo, chúng tôi lưu ý những điều sau:

Lộ trình: Dự kiến thầu sẽ được mở vào quý 4/2024. Việc xây dựng sẽ bắt đầu từ quý 1/2025. Trong điều kiện bình thường, việc xây dựng sẽ kéo dài 18 tháng, sau đó cần thêm 3-6 tháng để thử nghiệm, vận hành thử và nhận giấy phép. Do đó, chúng tôi dự báo nhà ga mới sẽ bắt đầu hoạt động và ghi nhận doanh thu vào quý 1/2027.

Đầu tư: Do triển vọng SCS tham gia vào LTA-C1 chưa rõ ràng, **chúng tôi hiện giả định SCS không có cổ phần trong nhà ga này trong báo cáo cập nhật này.**

Vận hành: Có ba kịch bản tiềm năng:

1. ACV tự vận hành LTA-C1 độc lập.
2. ACV hợp tác với một công ty chuyên nghiệp để cùng vận hành nhà ga.
3. ACV thuê một công ty chuyên nghiệp để vận hành nhà ga.

Kịch bản 1: Chúng tôi cho rằng kịch bản này ít có khả năng xảy ra, do ACV có ít chuyên môn trong vận hành nhà ga hàng hóa. Tuy nhiên, nếu kịch bản 1 xảy ra, SCS dự kiến sẽ đóng vai trò là nhà tư vấn cho ACV trong 1-2 năm đầu sau khi LTA đi vào hoạt động, cung cấp đào tạo cho toàn bộ nhân viên.

Kịch bản 2: Chúng tôi cho rằng các lựa chọn khả thi cho ACV là SCS và CTCP Dịch vụ Hàng hóa Hàng không Việt Nam (ACSV). SCS bày tỏ sự tin tưởng vào việc được lựa chọn là đối tác của ACV. Trong 3 tháng qua, SCS đã làm việc với ACV để tư vấn về nhà ga mới LTA-C1, và nhận được phản hồi tích cực từ ACV.

Kịch bản 3: Nếu kịch bản này xảy ra, chúng tôi cho rằng SCS có khả năng sẽ là nhà vận hành. Điều này có nghĩa là SCS sẽ tạo ra doanh thu từ hoạt động vận hành nhà ga nhưng sẽ phải trả phí cho ACV để sử dụng cơ sở hạ tầng.

Mặc dù kịch bản 2 và 3 cho thấy tiềm năng tăng đối với dự báo của chúng tôi từ năm 2027 trở đi từ thu nhập phí vận hành, nhưng chúng tôi chưa đưa các kịch bản này vào trong định giá của chúng tôi do (1) không chắc chắn về kịch bản nào sẽ xảy ra và (2) không có cơ cấu doanh thu-phí giữa SCS và ACV (nếu kịch bản 3 xảy ra).

Thay đổi đối với dự báo của chúng tôi: Chúng tôi loại bỏ giả định định giá trước đó của chúng tôi về khoản đầu tư 20% tiềm năng của SCS vào nhà ga LTA-C1 trong báo cáo cập nhật này. **Hình 4** (trang tiếp theo) cho thấy dự báo giai đoạn 2024-30 của chúng tôi cho SCS và những thay đổi chính so với báo cáo cập nhật trước đó.

Hình 4: Dự báo giai đoạn 2024-2029 của Vietcap đối với SCS và thay đổi với dự báo trước đây

LTA-C1 đi vào vận hành trong năm 2027

Dự báo hiện tại (tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thông lượng hàng hóa quốc tế tại miền Nam (tấn)	399.560	443.512	492.298	556.297	628.615	710.335
<i>Tăng trưởng YoY</i>	35%	11%	11%	13%	13%	13%
Thị phần tại SGN (A)	100%	100%	100%	70%	60%	50%
Thị phần tại LTA (A)	0%	0%	0%	30%	40%	50%
Kết quả tài chính của SCS						
Tổng thông lượng hàng hóa (tấn)	264.800	288.900	299.800	255.300	253.200	253.100
<i>Tăng trưởng YoY</i>	40%	9%	4%	-15%	-1%	0%
Thông lượng hàng hóa quốc tế (tấn)	201.600	219.300	223.300	171.100	160.600	151.200
<i>Tăng trưởng YoY (A)</i>	47%	9%	2%	-23%	-6%	-6%
Thông lượng hàng hóa trong nước (tấn)	63.300	69.600	76.500	84.200	92.600	101.900
<i>Tăng trưởng YoY</i>	20%	10%	10%	10%	10%	10%
Hiệu suất hoạt động của SCS	91,3%	99,6%	103,4%	88,0%	87,3%	87,3%
ASP tổng hợp (đồng/kg)	3.566	3.738	3.834	3.432	3.233	3.082
<i>Tăng trưởng YoY (B)</i>	5%	5%	3%	-10%	-6%	-5%
Doanh thu	1.009	1.147	1.219	949	895	859
- Cảng hàng hóa hàng không	944	1.080	1.149	876	819	780
- Khác	64	67	70	73	76	79
Lợi nhuận gộp	816	938	1.003	762	716	680
Lợi nhuận từ HĐKD	758	876	936	704	656	616
LNST sau lợi ích CĐTS	728	731	779	587	544	505
<i>Tăng trưởng YoY</i>	46%	0%	7%	-25%	-7%	-7%
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh*	654	657	701	518	477	439
Biên lợi nhuận gộp (B)	80,9%	81,8%	82,3%	80,4%	80,0%	79,1%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	75,1%	76,4%	76,8%	74,2%	73,3%	71,7%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	72,1%	63,7%	63,9%	61,9%	60,8%	58,8%

Thay đổi so với dự báo trước đây	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng thông lượng hàng hóa	-3%	-5%	-10%	-10%	-11%	-9%
Thông lượng hàng hóa quốc tế	-2%	-5%	-10%	-11%	-12%	-10%
Thông lượng hàng hóa trong nước	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
ASP tổng hợp	8%	8%	6%	2%	-1%	-1%
Doanh thu	4%	2%	-4%	-8%	-10%	-9%
Lợi nhuận từ HĐKD	13%	9%	3%	-3%	-6%	-5%
LNST sau lợi ích CĐTS (C)	11%	8%	2%	-14%	-23%	-32%

Nguồn: SCS, Vietcap (*Điều chỉnh theo cơ cấu ưu đãi, quỹ khen thưởng phúc lợi & quỹ HĐQT)

Diễn giải bổ sung cho dữ liệu trong Hình 4

(A) Khi LTA đi vào hoạt động (dự kiến vào đầu năm 2027), ACV có kế hoạch chuyển hướng 80%-90% các chuyến bay quốc tế từ Tân Sơn Nhất sang Long Thành. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi trong ngắn hạn sau khi Long Thành đi vào hoạt động và dự báo chỉ có 30%/40%/50% thông lượng hàng hóa quốc tế được chuyển giao trong giai đoạn 2027/28/29. Chúng tôi dự báo sự thay đổi này sẽ khiến thông lượng hàng hóa quốc tế có lợi suất cao của SCS giảm 23%/6%/6% YoY trong giai đoạn 2027/28/29.

(B) Chúng tôi dự báo ASP tổng hợp sẽ giảm trong giai đoạn 2027/28/29 do (1) thay đổi trong cơ cấu dịch vụ, với hàng hóa quốc tế có lợi suất cao có xu hướng giảm, so với mức tăng trưởng 10% hàng năm của hàng hóa trong nước có lợi suất thấp và (2) ASP của hàng hóa quốc tế giảm do công suất tăng từ LTA-C1 ở phía Nam (tức là nguồn cung tăng dẫn đến cạnh tranh lớn hơn và áp lực về giá). Chúng tôi giả định ASP của hàng hóa trong nước sẽ không thay đổi trong giai đoạn 2027/28/29 do Long Thành chủ yếu phục vụ các chuyến bay quốc tế.

(C) Chúng tôi điều chỉnh giảm LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2027/28/29 do (1) biên lợi nhuận gộp giảm khi ASP giảm và (2) việc loại trừ khoản đầu tư 20% tiềm năng của SCS vào LTA-C1, qua đó loại bỏ thu nhập từ đầu tư từ LTA-C1, trước đây chiếm khoảng 25% dự báo của chúng tôi về LNST sau lợi ích CĐTS của SCS trong giai đoạn 2027-29.

Chúng tôi nâng mức cổ tức bằng tiền mặt dự kiến cho 12 tháng tới lên 7.000 đồng, sau khi ban lãnh đạo đưa ra mức dự báo cao hơn.

Trong cuộc trao đổi với SCS vào cuối tháng 10, ban lãnh đạo cho biết SCS đặt mục tiêu tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2024 ít nhất là 70% mệnh giá (7.000 đồng/cổ phiếu), tương đương với mức lợi suất tối thiểu là 8,6% theo giá thị trường hiện tại là 81.300 đồng, cao hơn dự báo trước đó của chúng tôi là 6.000 đồng/cổ phiếu.

Do đó, chúng tôi nâng mức cổ tức dự kiến cho năm 2024 lên 7.000 đồng, tương đương với mức cổ tức dự kiến cho 12 tháng tới là 7.000 đồng (lợi suất cổ tức cao 8,6% dựa trên giá hiện tại). Chúng tôi dự báo 2.000 đồng/cổ phiếu sẽ được chi trả trong năm 2024, 2.000 đồng/cổ phiếu trong nửa đầu năm 2025 và 3.000 đồng/cổ phiếu trong nửa cuối năm 2025.

Hình 5: Lịch chia cổ tức tiền mặt của SCS và dự báo cổ tức tiền mặt giai đoạn 2024-28 của Vietcap

Cổ tức tiền mặt/cổ phiếu (đồng/cp)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Được công bố trong năm	8.000	8.000	3.000	6.000	5.000	7.000	7.000	8.000	8.000	8.000
Mức thanh toán thực tế trong năm	6.700	8.000	5.000	5.500	3.500	7.000	7.000	8.000	8.000	8.000
<i>Từ năm trước - đợt 2</i>	3.700	5.000	5.000	3.000	3.500	3.000	3.000	5.000	5.000	5.000
<i>Từ năm trước - đợt 1</i>	-	-	-	-	-	2.000	2.000	-	-	-
<i>Từ năm hiện tại</i>	3.000	3.000	-	2.500	-	2.000	2.000	3.000	3.000	3.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức (trên mệnh giá)	80%	80%	30%	60%	50%	70%	70%	80%	80%	80%
Lợi suất cổ tức (giá hiện hành 81.300 đồng/cổ phiếu)	8,2%	9,8%	6,2%	6,8%	4,3%	8,6%	8,6%	9,8%	9,8%	9,8%

Nguồn: SCS, Vietcap. Lưu ý: Phần tô màu xanh lá thể hiện số cổ tức tiền mặt sẽ được trả trong vòng 12 tháng tiếp theo.

Chúng tôi chưa đưa việc SCS dự kiến phát triển tòa nhà văn phòng thứ 2 vào mô hình dự báo.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy khả năng điều chỉnh tăng đối với định giá của chúng tôi nếu dự án nhận được phê duyệt cuối cùng vì nhu cầu thuê văn phòng gần SGN khá cao và SCS không phải trả thêm chi phí giải phóng mặt bằng hoặc thuê đất.

Mặc dù Bộ Quốc phòng đã phê duyệt, nhưng vẫn cần sự chấp thuận của các cơ quan chức năng TP. HCM để dự án bị trì hoãn từ lâu này có thể được khởi công trở lại. Việc xây dựng nhà ga thứ 3 tại SGN sẽ đi kèm với việc mở rộng các tuyến đường xung quanh, đem lại vị trí thuận lợi hơn cho tòa nhà văn phòng thứ 2 của SCS và từ đó giá thuê cũng sẽ cao hơn. Tòa nhà văn phòng đầu tiên của SCS gần đó đang hoạt động với công suất tối đa và khả năng sinh lời cao.

Hình 6: Thông tin sơ bộ về dự án tòa nhà văn phòng thứ 2 so với tòa nhà văn phòng đầu tiên của SCS

	TNVP thứ 2	TNVP đầu tiên
Diện tích cho thuê (m2)	Khoảng 14.190	Khoảng 6.800
Giá cho thuê trung bình (bao gồm phí quản lý) *	18 USD/m2/tháng	20 USD/m2/tháng
Doanh thu hàng năm nếu dự án được lấp đầy *	71 tỷ đồng	38 tỷ đồng
Tổng chi phí đầu tư dự kiến	Khoảng 10 triệu USD	N.M.
Thời gian xây dựng dự kiến	12-14 tháng	N.M.
Thời gian lấp đầy dự kiến	Khoảng 6 năm	N.M.

Nguồn: SCS, Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi chưa đưa dự án tòa nhà văn phòng thứ 2 này vào trong dự báo và định giá của chúng tôi vì dự án này đang chờ được phê duyệt; (*) ban lãnh đạo ước tính.

Định giá

Do triển vọng SCS có thể đồng đầu tư vào LTA-C1 chưa chắc chắn, chúng tôi đã loại bỏ khoản đầu tư 20% tiềm năng của SCS vào dự án này khỏi định giá của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật này. Do đó, chúng tôi chuyển từ phương pháp định giá tổng của từng phần (SoTP) sang định giá SCS chỉ dựa trên hoạt động của công ty tại Tân Sơn Nhất, áp dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (CKDT) 5 năm, do dòng tiền mạnh và khả năng tạo ra tiền mặt cao của công ty.

Đối với giai đoạn 2025-29, dự báo của chúng tôi bao gồm (1) dự báo thuế TNDN của SCS sẽ tăng từ 10% năm 2023 lên mức thuế theo luật định là 20% từ năm 2025 trở đi (do ưu đãi thuế TNDN cho HKKD hàng hóa của SCS sẽ kết thúc vào năm 2024) và (2) những thay đổi trong bối cảnh ngành tại Tân Sơn Nhất sau khi Long Thành đi vào hoạt động trong năm 2027.

Giá mục tiêu của chúng tôi giảm 25% so với báo cáo cập nhật trước đó do loại bỏ giả định trước đó của chúng tôi về khoản đầu tư 20% của SCS vào LTA-C1, dẫn đến việc điều chỉnh giảm 14%/23%/32% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2027/28/29 của chúng tôi. Những điều chỉnh giảm này ảnh hưởng nhiều hơn so với mức tăng 11%/8%/2% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024/25/26 của chúng tôi.

Hình 7: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị VCSH (tỷ đồng)	Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)
Giá mục tiêu cho SCS	CKDT 5 năm	100%	6.777	71.400
Tỷ lệ tăng				-12,2%
Lợi suất cổ tức				+8,6%
Tổng mức sinh lời				-3,6%
P/E dự phóng 2024 tại giá mục tiêu				9,3x
P/E dự phóng 2025 tại giá mục tiêu				9,3x
P/E dự phóng 2026 tại giá mục tiêu				8,7x
P/E dự phóng 2027 tại giá mục tiêu				11,5x

Nguồn: Vietcap (số lượng cổ phiếu làm tròn đến hàng nghìn)

Hình 8: Định giá CKDT 5 năm

Chi phí vốn	Báo cáo gần nhất	Chỉnh sửa	Dự báo dòng tiền tự do (DTTD)	Tỷ đồng
Hệ số beta	0,6	0,6	GTHT của DTTD	2.105
Tỷ lệ phi rủi ro %	8,0	8,0	GTHT của GTC (TT 3,0%)	3.537
Phần bù rủi ro thị trường %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GTC	5.642
Chi phí vốn CSH %	10,8	10,8	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	1.135
Chi phí nợ vay %	11,0	11,0	- Nợ vay	0
% Nợ vay	0	0	- Lợi ích CĐTS	0
% Vốn CSH	100,0	100,0	Giá trị vốn CSH	6.777
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0	Cổ phiếu (triệu)	94,9
WACC %	10,8	10,8	Giá trị cổ phiếu, đồng	71.400

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HKKD *	801	859	636	588	550
- Thuế	-183	-195	-147	-136	-126
+ Khấu hao	45	47	43	38	39
- Vốn đầu tư XDCB	-21	-22	-23	-23	-24
- Tăng vốn lưu động	-34	-17	65	10	8
DTTD	609	673	575	477	447
Giá trị hiện tại của DTTD	550	548	423	317	268
GTHT của DTTD lũy kế	550	1.098	1.520	1.837	2.105

Nguồn: Vietcap. * Điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi và phân bổ cho quỹ khen thưởng & phúc lợi và quỹ HDQT và phát hành ESOP.

Hình 9: Phân tích độ nhạy của giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu) của chúng tôi đối với SCS liên quan đến WACC theo định giá CKDT và tốc độ tăng trưởng cuối, các chỉ số còn lại không đổi

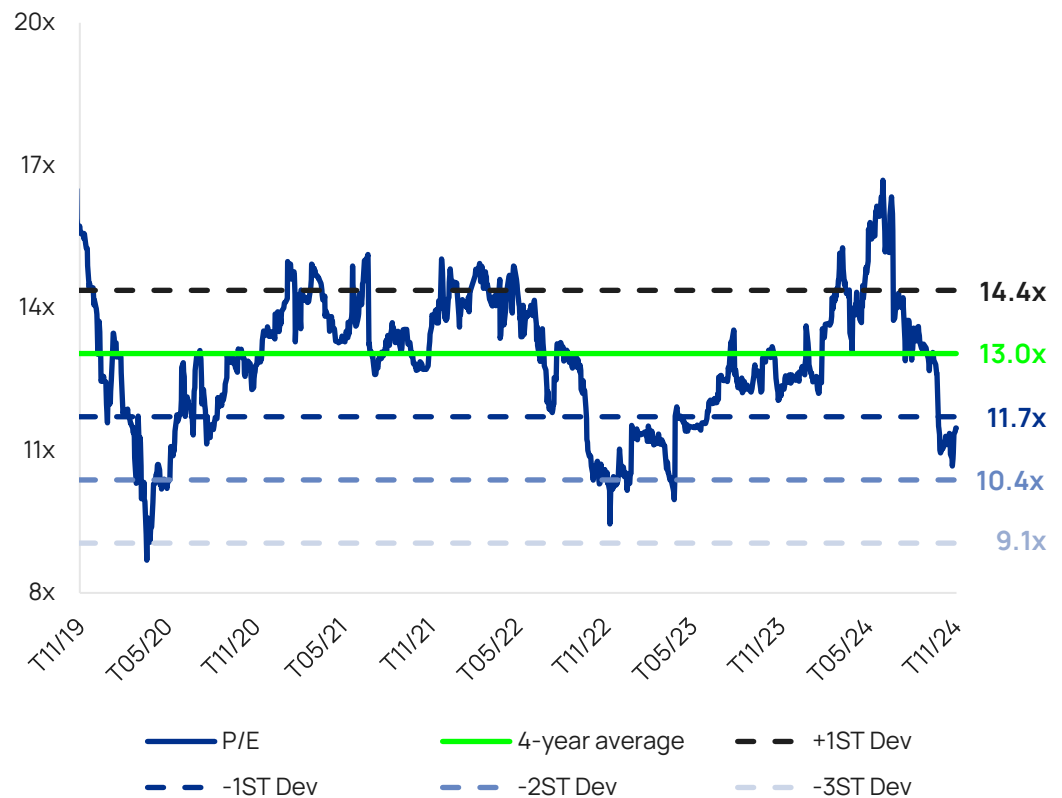
		WACC				
		8,8%	9,8%	10,8%	11,8%	12,8%
Tốc độ tăng trưởng cuối	2,0%	81.600	73.300	66.900	61.700	57.500
	2,5%	85.500	76.200	69.000	63.400	58.800
	3,0%	90.100	79.400	71.400	65.200	60.300
	3,5%	95.600	83.200	74.200	67.300	61.900
	4,0%	102.200	87.600	77.300	69.600	63.600

Nguồn: Vietcap

Hình 10: Phân tích độ nhạy của giá trị hợp lý của chúng tôi (đồng/cổ phiếu) đối với SCS liên quan đến giả định % chuyển hàng hóa quốc tế từ SGN sang LTA

% Giả định chuyển hàng hóa quốc tế từ SGN sang LTA			Giá mục tiêu (đồng/cp)	Tỷ lệ tăng	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời
2027F	2028F	2029F				
10%	20%	30%	87.900	8,1%	8,6%	16,7%
20%	30%	40%	79.900	-1,7%	8,6%	6,9%
30%	40%	50%	71.400	-12,2%	8,6%	-3,6%
40%	50%	60%	63.100	-22,4%	8,6%	-13,8%
50%	60%	70%	54.800	-32,6%	8,6%	-24,0%
60%	70%	80%	46.700	-42,6%	8,6%	-33,9%

Hình 11: P/E trượt 12T của SCS



Nguồn: FiinGroup, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Vietcap (điều chỉnh theo phát hành cổ phiếu mới và cổ tức)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	705	1.009	1.147	1.219
Giá vốn hàng bán	-170	-193	-208	-216
Lợi nhuận gộp	535	816	938	1.003
Chi phí bán hàng & marketing	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	52	58	63	67
LN thuần HĐKD	484	758	876	936
Thu nhập tài chính	88	57	40	39
Chi phí tài chính	1	0	0	0
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	0	0	0	0
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) thuần khác	-2	-2	-2	-2
LNTT	569	813	913	973
Thuế TNDN	-70	-85	-183	-195
LNST trước CĐTS	498	728	731	779
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau CĐTS báo cáo	498	728	731	779
LNST sau CĐTS điều chỉnh ⁽¹⁾	437	654	657	701
EBITDA	612	857	959	1.020
EPS báo cáo, VND	5.280	7.668	7.701	8.206
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.633	6.896	6.920	7.392
DPS, VND	3.500	7.000	7.000	8.000
DPS/EPS (%)	75,5%	101,5%	101,2%	108,2%

(1) Điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi và phát hành ESOP

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-17,2%	43,1%	13,7%	6,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-24,6%	56,7%	15,5%	6,9%
Tăng trưởng LNTT	-18,4%	43,0%	12,4%	6,6%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-24,8%	48,9%	0,3%	6,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	75,9%	80,9%	81,8%	82,3%
Biên LN từ HĐ %	68,6%	75,1%	76,4%	76,8%
Biên EBITDA	86,8%	84,9%	83,6%	83,7%
LNST sau CĐTS điều chỉnh	70,7%	72,1%	63,7%	63,9%
ROE %	35,9%	53,5%	52,4%	55,7%
ROA %	30,6%	44,4%	45,7%	48,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	0,0	0,0	0,0	0,0
Số ngày phải thu	56,2	121,7	121,7	121,7
Số ngày phải trả	16,9	10,4	10,4	10,4
TG luân chuyển tiền	39,3	111,2	111,2	111,2
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	3,2	5,8	5,7	5,6
CS thanh toán nhanh	3,2	5,7	5,7	5,5
CS thanh toán tiền mặt	3,0	3,9	3,7	3,6
Nợ/Tài sản	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn sử dụng	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn CSH	-79,3%	-52,0%	-52,4%	-52,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.

Nguồn: SCS, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	163	218	238	225
Đầu tư TC ngắn hạn	899	500	500	500
Các khoản phải thu	96	336	382	406
Hàng tồn kho	0	0	0	0
TS ngắn hạn khác	4	7	8	8
Tổng TS ngắn hạn	1.163	1.061	1.128	1.139
TS dài hạn (gộp)	901	921	942	964
- Khấu hao lũy kế	-545	-581	-619	-659
TS dài hạn (ròng)	356	340	323	305
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	184	176	169	162
Tổng TS dài hạn	540	516	492	467
Tổng Tài sản	1.703	1.577	1.620	1.607
Phải trả ngắn hạn	12	6	6	6
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	347	178	191	198
Tổng nợ ngắn hạn	359	183	197	204
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	5	7	8	8
Tổng nợ	364	190	205	212
Cổ phiếu ưu đãi	72	72	72	72
Vốn cổ phần	944	949	949	949
Thặng dư vốn CP	0	8	18	18
Lợi nhuận giữ lại	315	344	373	354
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.339	1.380	1.409	1.390
Tổng cộng nguồn vốn	1.703	1.577	1.620	1.607
Số cổ phiếu cuối năm, triệu	94,4	94,9	94,9	94,9

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	51	163	218	238
Lợi nhuận sau thuế	498	728	731	779
Khấu hao	44	44	45	47
Thay đổi vốn lưu động	139	-418	-34	-17
Điều chỉnh khác	-226	6	0	0
Tiền từ hoạt động KD	455	360	742	809
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-22	-20	-21	-22
Đầu tư	477	399	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	455	379	-21	-22
Cổ tức đã trả	-367	-699	-702	-797
Tăng (giảm) vốn cổ phần	13	12	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các HĐTC khác	0	2	1	0
Tiền từ hoạt động TC	-354	-685	-701	-797
Tổng lưu chuyển tiền tệ	112	55	20	-13
Tiền cuối năm	163	218	238	225

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.