

Chuyên viên phân tích
Phạm Cao Duy
duy.pc@shs.com.vn

Khuyến nghị **KHẢ QUAN**

Giá hiện tại (31/07/2026)	44.550 đ
Giá mục tiêu	53.000 đ
Tiềm năng tăng giá	+19,0%
Tỷ suất cổ tức	11,2%

Thông số cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng)	4.263
Số lượng CP lưu hành	95.907.682
KLCP đang niêm yết	95.907.682
Giá thấp 52 tuần	44.100
Giá cao 52 tuần	59.760
Sở hữu NGT nước ngoài	8,40%
Free-float	45,00%

Cổ phiếu đã điều chỉnh 25,6% từ đỉnh 12 tháng

Giá đóng cửa SCS theo tháng (nghìn đồng), 01/2023 - 07/2026



(Tỷ đồng)	2024	2025	2026F
Tổng tài sản	1.898	2.166	2.395
Vốn chủ sở hữu	1.406	1.562	1.723
Doanh thu thuần	1.037	1.197	1.169
Lợi nhuận sau thuế	693	751	740
ROE	50,5%	50,6%	45,0%
ROA	38,5%	37,0%	32,4%
EPS (đồng)	7.302	7.916	7.720
BVPS (đồng)	14.185	16.459	17.966
P/B (lần)	4,1	3,7	2,5
P/E (lần)	8,4	7,4	5,8

Nguồn: SHS Research, FiinProX

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2/2026

Quý 2/2026, SCS ghi nhận **doanh thu thuần 279,3 tỷ đồng (-4,3% yoy)** và **lợi nhuận sau thuế 187,3 tỷ đồng (-0,9% yoy)**. Lũy kế 6 tháng, doanh thu thuần đạt **551,2 tỷ đồng (-1,2% yoy)** và LNST **360,6 tỷ đồng (+0,5% yoy)**, hoàn thành **42,4% kế hoạch doanh thu** và **47,2% kế hoạch lợi nhuận trước thuế** mà ĐHĐCĐ đã duyệt.

Doanh thu giảm 4,3% nhưng **sản lượng thực tế giảm tới 7,7%** - phần chênh lệch được bù đắp bởi **đơn giá dịch vụ tăng 3,7%**. Lũy kế 6 tháng, sản lượng giảm **6,5%** trong khi đơn giá tăng **5,6%**. Điều này cho thấy SCS vẫn đang duy trì được năng lực và vị thế đàm phán về giá, tuy nhiên thì sản lượng hàng hóa tự nhiên đang có sự suy giảm và dịch chuyển bởi các yếu tố khách quan.

Diễn biến các mảng hoạt động

Khai thác hàng hóa quốc tế: sản lượng 6 tháng 96.941 tấn (-6,6% yoy), chiếm 78,9% tổng sản lượng - tỷ trọng gần như không đổi so với cùng kỳ. Suy giảm diễn ra đồng đều ở cả 2 phân khúc hàng hóa quốc tế và nội địa. Qatar Airways, chiếm khoảng 20% tổng sản lượng, đã phục hồi từ tháng 4/2026.

Khai thác hàng hóa nội địa: sản lượng 6 tháng 25.926 tấn (-5,9% yoy), tiếp nối đà giảm của năm 2025.

Biên lợi nhuận gộp: duy trì **79,1%** trong quý 2, giảm 0,9 điểm phần trăm, vẫn thuộc nhóm cao nhất thị trường. Giá vốn quý 2 đi ngang nhờ chiến lược tích trữ hàng hóa Ban lãnh đạo chủ động thực hiện từ quý 1.

Chúng tôi **hạ giá mục tiêu về 53.000 đồng** nhưng duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**, dựa trên ba luận điểm:

Rủi ro Long Thành đã đổi bản chất. ĐHĐCĐ 28/04/2026 xác nhận SCS và ACV **đã ký Biên bản ghi nhớ hợp tác tại dự án Long Thành**, nội dung chưa công bố do yêu cầu bảo mật. ACV - cổ đông lớn nắm 13,7% vốn SCS - là chủ đầu tư nhà ga hàng hóa số 1 (công suất 550.000 tấn/năm). Rủi ro chuyển từ "có tham gia được hay không" sang "tham gia với tỷ lệ nào".

Hai hướng đi mới chưa được định giá. Cảng hàng không quốc tế Gia Bình tại Bắc Ninh nằm trong kế hoạch chiến lược mở rộng thị phần của SCS và được phía chủ đầu tư đánh giá cao về năng lực; và hợp tác bảo dưỡng máy bay với Lufthansa trên 5 ha sân đỗ sẽ được giải phóng khi chuyển bay dịch chuyển ra Long Thành.

Lợi suất cổ tức 11,2%. Cổ tức tiền mặt 5.000 đồng mỗi cổ phiếu cho năm 2025 (tỷ lệ 50% mệnh giá, đợt 2 thanh toán 06/08/2026), tiếp tục duy trì lợi suất cổ tức thuộc nhóm cao nhất sàn nhiều năm liền.

Chúng tôi **hạ dự phóng 2026** xuống doanh thu thuần **1.169 tỷ đồng (-2,3% yoy)** và LNST **740 tỷ đồng (-1,5% yoy)**, tương ứng EPS **7.720 đồng** - giảm lần lượt 13,6% và 8,5% so với dự phóng trong Báo cáo cập nhật ngày 02/02/2026.

Rủi ro

- Sản lượng tiếp tục suy giảm; quý 2 giảm 7,7%, mở rộng so với 5,2% của quý 1, và mức nền bình quân tháng đã lùi xuống dưới cả năm 2024.
- Long Thành khai thác thương mại từ 01/12/2026 theo lộ trình ba giai đoạn của ACV, chia lưu lượng hàng quốc tế rõ nét từ 2027.
- Chất lượng lợi nhuận suy giảm; tỷ trọng doanh thu tài chính trên LNTT tăng từ 6,4% lên 12,5% qua sáu quý.
- Biến động địa chính trị tại Trung Đông buộc các hãng điều chỉnh lịch bay và tối ưu đội tàu, ảnh hưởng tới sản lượng hàng hóa vốn sở hữu tệp khách hàng tương đối lớn tại Trung Đông của SCS

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

1. KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2/2026

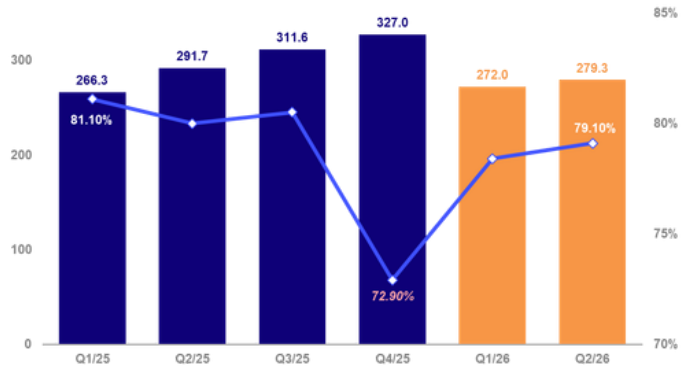
1.1. Tổng quan

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2/2026	Q2/2025	%yoy	6T/2026	6T/2025	%yoy
Doanh thu thuần	279,3	291,7	-4,3%	551,2	558,1	-1,2%
Giá vốn hàng bán	58,3	58,3	0,0%	117,0	108,6	+7,7%
Lợi nhuận gộp	220,9	233,4	-5,3%	434,2	449,4	-3,4%
Biên lợi nhuận gộp	79,1%	80,0%	-0,9đ%	78,8%	80,5%	-1,8đ%
Doanh thu tài chính	29,5	18,1	+62,7%	51,2	31,7	+61,6%
Chi phí tài chính	1,1	0,0	-	1,6	0,0	-
Chi phí quản lý DN	13,5	15,1	-10,2%	29,3	30,0	-2,4%
Lợi nhuận trước thuế	235,2	236,1	-0,4%	453,0	449,8	+0,7%
Lợi nhuận sau thuế	187,3	189,1	-0,9%	360,6	359,0	+0,5%

Nguồn: BCTC quý 2/2026 của SCS, SHS tổng hợp

Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp 6 quý gần nhất

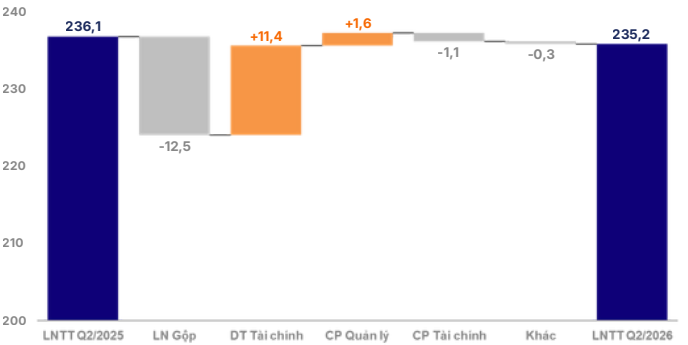
Doanh thu thuần (tỷ đồng, cột) và biên lợi nhuận gộp (% , đường, trục phải)



Biên gộp Q4/2025 giảm bất thường xuống 72,9% do ghi nhận chi phí cuối năm - không phản ánh xu hướng vận hành.

Lợi nhuận đi ngang là kết quả bù trừ giữa kết quả hoạt động kinh doanh và lợi nhuận tài chính

Lợi nhuận trước thuế từ quý 2/2025 sang quý 2/2026 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC SCS quý 2/2026, trục tung bắt đầu từ 200 để thể hiện rõ các cấu phần đóng góp

Phần lợi nhuận hụt đi từ hoạt động khai thác hàng hóa đã được thay thế gần trọn vẹn bằng lãi tiền gửi ngân hàng.

1.2. Ba nhận định về kết quả quý 2

Giá vốn được kiểm soát đúng như kế hoạch của Ban lãnh đạo. Tại ĐHCĐ ngày 28/04/2026, Ban Điều hành giải trình rằng trong quý 1, khi nhìn thấy trước rủi ro biến động giá nhiên liệu, Công ty đã chủ động thu mua hàng hóa dự trữ nhằm tiết kiệm chi phí cho quý 2. Dữ liệu xác nhận điều này: giá vốn quý 1 tăng 16,7% yoy, và giá vốn gần như đi ngang trong quý 2. Phần biên gộp co lại trong quý 2 vì vậy hoàn toàn đến từ phía doanh thu, không phải do mất kiểm soát chi phí.

Chi phí quản lý tiếp tục được tiết giảm, giảm 10,2% so với cùng kỳ, đóng góp 1,6 tỷ đồng vào việc giữ lợi nhuận đi ngang.

Chi phí lãi vay xuất hiện lần đầu, ở mức 1,1 tỷ đồng trong quý và 1,6 tỷ đồng lũy kế 6 tháng, phản ánh khoản vay ngắn hạn 168,3 tỷ đồng.

1.3. Diễn biến doanh thu chịu tác động trực tiếp từ xung đột địa chính trị

Trước khi rủi ro địa chính trị bùng phát, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp vẫn duy trì đà tăng trưởng tương đối ổn định. Bằng chứng là trong tháng 1 và tháng 2/2026, sản lượng hàng hóa xử lý vẫn ghi nhận mức tăng nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, bước sang tháng 3/2026, những căng thẳng xung đột từ Iran leo thang đã nhanh chóng tạo áp lực lớn lên chuỗi cung ứng và vận tải hàng không toàn cầu, trực tiếp kéo sản lượng qua cảng suy giảm. Hệ quả là kết quả kinh doanh quý này đánh dấu lần đầu tiên ghi nhận đà suy giảm sau 4 quý tăng trưởng liên tiếp.

Trong bối cảnh đó, đại dự án Long Thành (LT) đang tiệm cận giai đoạn hoàn thiện và chuẩn bị cho kế hoạch chuyển giao, điều phối luồng hàng hóa. Việc này đòi hỏi cần phải theo dõi sát sao diễn biến sản lượng thực tế trong các tháng tiếp theo để đánh giá chính xác mức độ ảnh hưởng cũng như tốc độ phục hồi của doanh nghiệp.

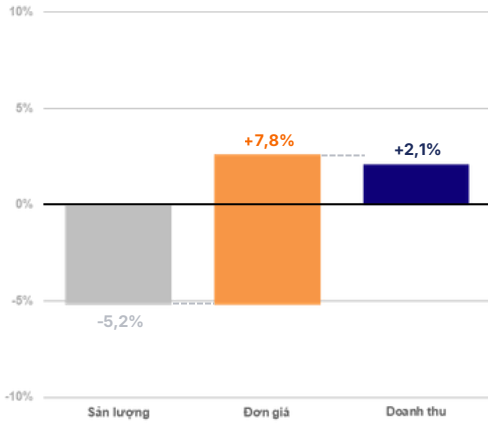
Báo cáo phân tích doanh nghiệp

2. PHÂN RÃ TĂNG TRƯỞNG: SẢN LƯỢNG VÀ ĐƠN GIÁ

Doanh thu giảm ít hơn sản lượng vì đơn giá tăng

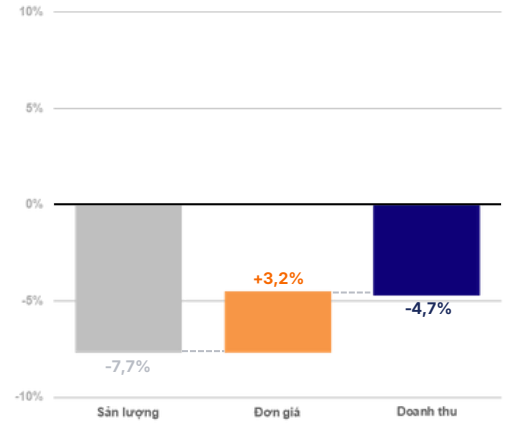
Phân rã thay đổi doanh thu thuần so với cùng kỳ thành cấu phần sản lượng và cấu phần giá (%)

Quý 1/2026



Trong cả hai quý, **sản lượng đều giảm mạnh hơn doanh thu**. Phần chênh lệch chính là năng lực nâng giá dịch vụ mà SCS vẫn duy trì được.

Quý 2/2026



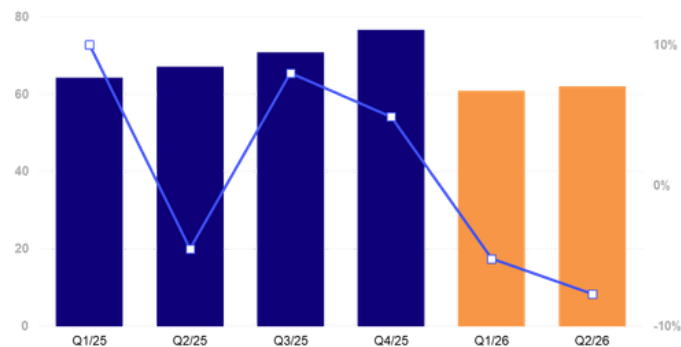
Nguồn: Báo cáo sản lượng hàng tháng của SCS, BCTC SCS, SHS tổng hợp.

Quý	Sản lượng (tấn)	%yoy sản lượng	Doanh thu (tỷ đ)	%yoy doanh thu	Đơn giá (tr.đ/tấn)	%yoy đơn giá
Q1/2025	64.253	+10,0%	249,7	+26,9%	3.881	-
Q2/2025	67.116	-4,5%	274,8	+10,9%	4.094	-
Q3/2025	70.818	+8,0%	284,7	+18,1%	4.161	-
Q4/2025	76.658	+4,9%	310,1	+11,7%	4.045	-
Q1/2026	60.893	-5,2%	254,7	+2,1%	4.183	+7,8%
Q2/2026	61.974	-7,7%	262,0	-4,7%	4.228	+3,2%

Nguồn: Báo cáo sản lượng hàng tháng của SCS, BCTC quý 1 và quý 2/2026, SHS tổng hợp.

Tốc độ suy giảm sản lượng đang mở rộng, không thu hẹp

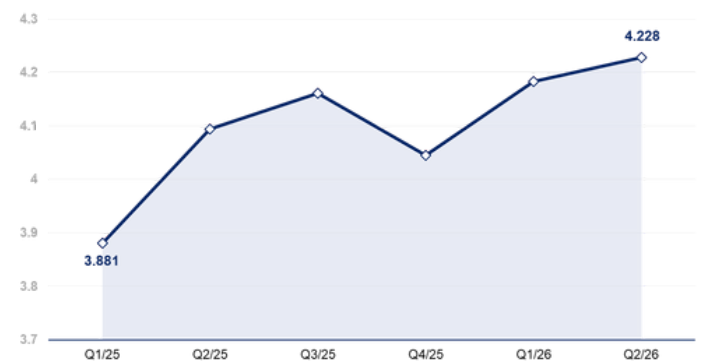
Sản lượng thông qua (nghìn tấn, cột) và thay đổi so với cùng kỳ (% , đường, trục phải)



Tốc độ suy giảm mở rộng **từ -5,2% xuống -7,7%** trong 2Q gần nhất.

Đơn giá tăng 5/6 quý: vị thế định giá chưa bị thách thức

Doanh thu thuần bình quân trên mỗi tấn hàng thông qua (triệu đồng)



Lũy kế 6 tháng, đơn giá bình quân **tăng 5,4%** so với cùng kỳ.

Nhận định:

Sản lượng suy giảm nhanh hơn doanh thu và đang xấu đi. Quý 1 giảm 5,2%, quý 2 giảm 7,7% - tốc độ suy giảm mở rộng chứ không thu hẹp. Nếu chỉ nhìn doanh thu sẽ đánh giá thấp mức độ suy giảm thực.

Năng lực định giá vẫn nguyên vẹn. Đơn giá bình quân tăng 7,8% trong quý 1 và 3,2% trong quý 2, lũy kế 6 tháng tăng 5,4%. Trong bối cảnh suy giảm sản lượng nhưng vẫn có thể cải thiện được giá dịch vụ, vị thế đàm phán của SCS đang là bệ đỡ vững chắc nhất cho nền tảng doanh thu của doanh nghiệp. Đây là luận điểm phòng thủ quan trọng nhất cho định giá.

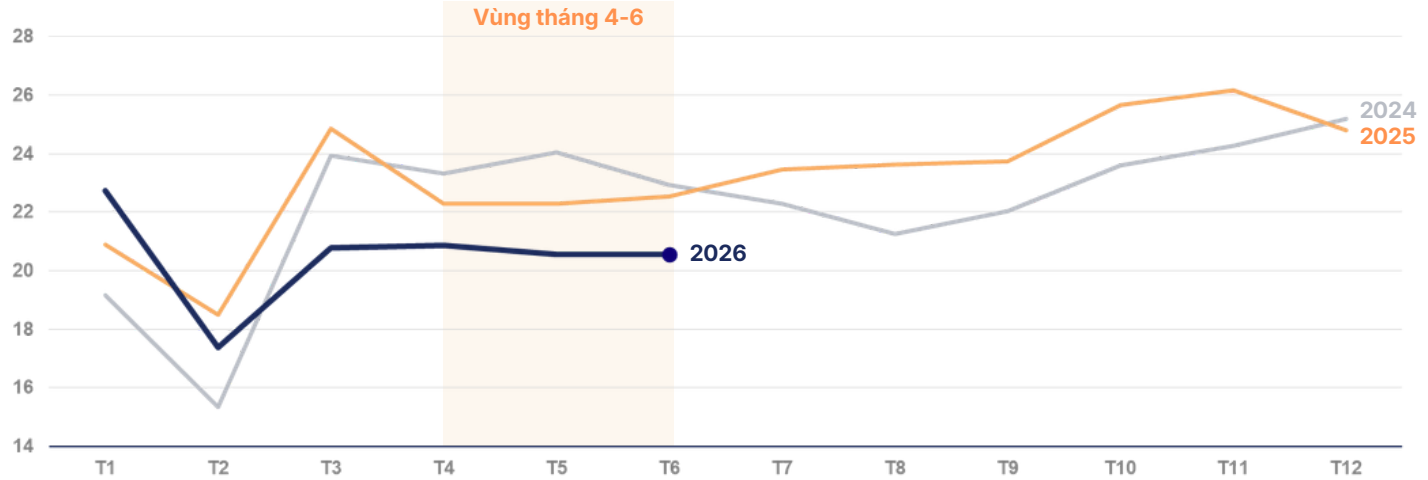
Cơ cấu hàng hóa không phải nguyên nhân. Tỷ trọng hàng quốc tế 6 tháng là 78,9%, gần như không đổi so với 79,0% cùng kỳ; hàng quốc tế giảm 6,6% và quốc nội giảm 5,9% - tương đối đồng đều ở cả hai phân khúc.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

3. MẶT BẰNG SẢN LƯỢNG VÀ VỊ THẾ NGÀNH

Mức nền sản lượng đã lùi xuống dưới cả năm 2024

Sản lượng thông qua theo tháng (nghìn tấn)



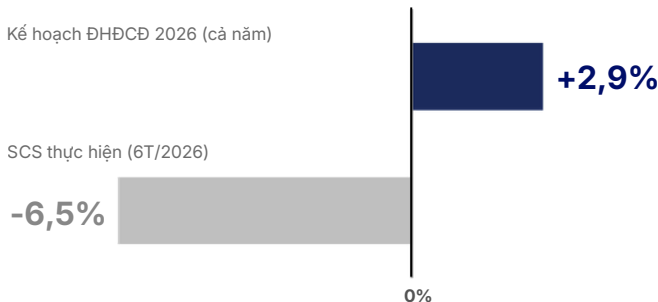
Bình quân tháng 4-6: **23.433 tấn (2024) → 22.372 tấn (2025) → 20.658 tấn (2026)**, tương đương **giảm 11,8% sau hai năm**.

(Đơn vị: tấn hàng hóa)	T1	T2	T3	T4	T5	T6	Bình quân T4-T6
2024	19.154	15.343	23.935	23.323	24.045	22.930	23.433
2025	20.898	18.487	24.868	22.290	22.275	22.551	22.372
2026	22.729	17.383	20.781	20.869	20.551	20.554	20.658
%yoy 2026	+8,8%	-6,0%	-16,4%	-6,4%	-7,7%	-8,9%	-7,7%

Sản lượng đã ổn định ở vùng **20.500 đến 20.900 tấn mỗi tháng** trong suốt quý 2 - không tiếp tục xấu đi sau cú sụt tháng 3, nhưng cũng chưa phục hồi. Điểm đáng lưu ý hơn: mức nền hiện tại đã thấp hơn cả năm 2024, với bình quân tháng 4 đến tháng 6 là 20.658 tấn so với 23.433 tấn năm 2024, tương đương **giảm 11,8% sau hai năm**.

SCS đang đi chậm hơn so với kế hoạch đề ra

Thay đổi sản lượng hàng hóa 6T/2026 so với cùng kỳ, đối chiếu kế hoạch cả năm ĐHĐCĐ duyệt (%)



Nguồn: Báo cáo sản lượng hàng tháng của SCS, Nghị quyết ĐHĐCĐ 2026, SHS tổng hợp.

Số liệu thực tế 6T/2026 ghi nhận sản lượng của SCS **giảm 6,5% yoy** (lệch **9,4 điểm %** so với mục tiêu tăng trưởng +2,9% cả năm do ĐHĐCĐ thông qua). Sự suy giảm này hoàn toàn đi ngược lại đà bứt phá của tổng thị trường vận tải hàng không toàn quốc (đạt ~921 nghìn tấn trong 6T/2026 theo công bố của Cục Hàng không).

Các nguyên nhân tác động chính

1. Biến động địa chính trị tại Trung Đông. Căng thẳng xung đột gia tăng tại Trung Đông từ tháng 3/2026 đã tác động trực tiếp lên lịch trình và tần suất khai thác của các hãng hàng không đối tác lớn của SCS trong khu vực (như Qatar Airways, Emirates,...). Tốc độ tăng trưởng hàng hóa quốc tế chung bắt đầu giảm tốc rõ rệt từ 18% (tháng 3) xuống 12% (tháng 4) và chỉ còn 7% (tháng 5/2026), trực tiếp bào mòn sản lượng khai thác của SCS tại khu vực phía Nam.

2. Chuyển dịch cơ cấu vùng. Dữ liệu thực tế từ Cục Hàng không cho thấy sự phân hóa cực kỳ rõ nét giữa 2 đầu cầu kinh tế. Trong nửa đầu năm 2026, **sân bay Nội Bài** đạt **550.400 tấn hàng hóa, chiếm gần 60% tổng sản lượng cả nước và 65% lượng hàng quốc tế**. Dòng vốn FDI công nghệ/điện tử tập trung mạnh ở phía Bắc là động lực chính kéo toàn ngành đi lên. Trong khi đó, việc Tân Sơn Nhất sụt giảm tỷ trọng tương đối đã khiến các doanh nghiệp phụ thuộc hoàn toàn vào địa bàn Tân Sơn Nhất như SCS chịu áp lực suy giảm trực tiếp.

Tiềm năng & rủi ro. Mục tiêu chiến lược chính trong giai đoạn tới của SCS vẫn sẽ là mở rộng sang các sân bay trọng điểm như Long Thành và Gia Bình; tuy nhiên, kết quả trúng thầu thực tế cùng tiến độ vận hành các dự án này vẫn là biến số cần theo dõi.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

4. CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN VÀ BẢNG CÂN ĐỐI

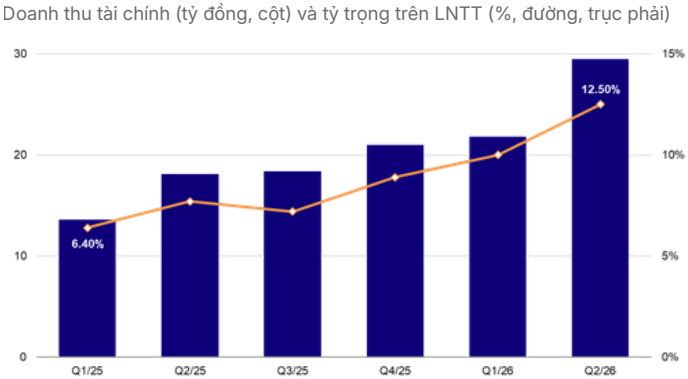
4.1. Lợi nhuận đi ngang nhờ lãi tiền gửi

LNTT 6 tháng đạt 453,0 tỷ đồng, tăng 0,7% so với cùng kỳ, nhưng cấu trúc hình thành đã thay đổi rõ rệt: lợi nhuận gộp **giảm 15,2 tỷ đồng** trong khi doanh thu tài chính **tăng 19,5 tỷ đồng, tương đương 61,6%**. Nếu giữ nguyên doanh thu tài chính ở mức cùng kỳ, LNTT 6 tháng chỉ đạt khoảng **433,5 tỷ đồng, tức giảm 3,6%**.

Nguồn thu này phụ thuộc mặt bằng lãi suất và sẽ suy giảm theo hai kịch bản: lãi suất huy động hạ, hoặc doanh nghiệp giải ngân tiền cho dự án đầu tư. Trong cả hai trường hợp, phần đệm lợi nhuận hiện tại sẽ mỏng đi.

Quy mô tiền gửi là gốc của xu hướng: tiền và các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn tăng từ 1.377 tỷ đồng cuối quý 2/2025 lên **1.746 tỷ đồng, tương đương 75,6% tổng tài sản**.

Tỷ trọng lãi tiền gửi trong lợi nhuận đã tăng gấp đôi trong sáu quý



Nếu doanh thu tài chính giữ nguyên mức cùng kỳ, LNTT 6 tháng chỉ đạt 433,5 tỷ đồng - giảm 3,6%.

4.2. Bảng cân đối tại 30/06/2026

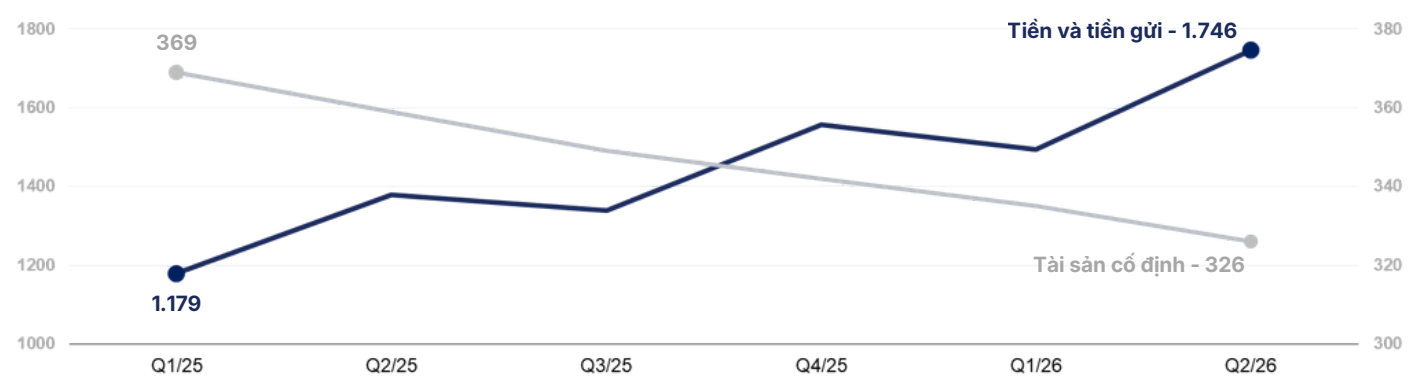
Khoản mục (tỷ đồng)	30/06/2026	01/01/2026	Thay đổi
Tiền và tương đương tiền	71,9	108,5	-33,7%
Đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	1.674,4	1.475,4	+13,5%
Tổng tiền và tiền gửi	1.746,3	1.583,8	+10,3%
Phải thu ngắn hạn	102,1	104,4	-2,2%
Tài sản cố định	326,0	342,2	-4,7%
Xây dựng cơ bản dở dang	2,61	2,61	0,0%
Vay ngắn hạn	168,3	97,9	+71,9%
Vốn chủ sở hữu	1.623,6	1.561,7	+4,0%
Tổng tài sản	2.310,7	2.165,9	+6,7%

Phát sinh khoản vay ngắn hạn nhỏ nhưng không tạo áp lực tài chính quá đáng kể. SCS bắt đầu vay ngắn hạn từ quý 4/2025 ở mức 98 tỷ đồng và nâng lên 168,3 tỷ đồng tại 30/06/2026, phát sinh chi phí lãi vay 1,60 tỷ đồng trong 6 tháng. Tuy vậy với tiền ròng 1.578 tỷ đồng và hệ số thanh toán lãi vay khoảng 185 lần, rủi ro tài chính vẫn không đáng kể. Chúng tôi cho rằng đây nhiều khả năng là khoản vay vốn lưu động hoặc nhằm tối ưu cấu trúc tài chính, và sẽ theo dõi thêm thông tin từ phía SCS công bố.

Chưa có dấu hiệu tái đầu tư. Chi mua sắm tài sản cố định 6 tháng chỉ 8,5 tỷ đồng, khoản xây dựng cơ bản dở dang không thay đổi ba quý liên tiếp - dự án tòa văn phòng SCSC-2 vẫn chưa khởi động. Nhà ga hiện hữu còn dư địa công suất giai đoạn 2 ở mức 350.000 tấn so với sản lượng dự phóng khoảng 258.000 tấn, nên chưa có áp lực đầu tư bắt buộc; nhưng câu hỏi về chu kỳ tăng trưởng tiếp theo vẫn chưa có lời giải trên bảng cân đối.

Tiền tích lũy nhanh trong khi năng lực sản xuất thu hẹp dần

Tiền và tiền gửi (tỷ đồng, trục trái) so với tài sản cố định thuần (tỷ đồng, trục phải)



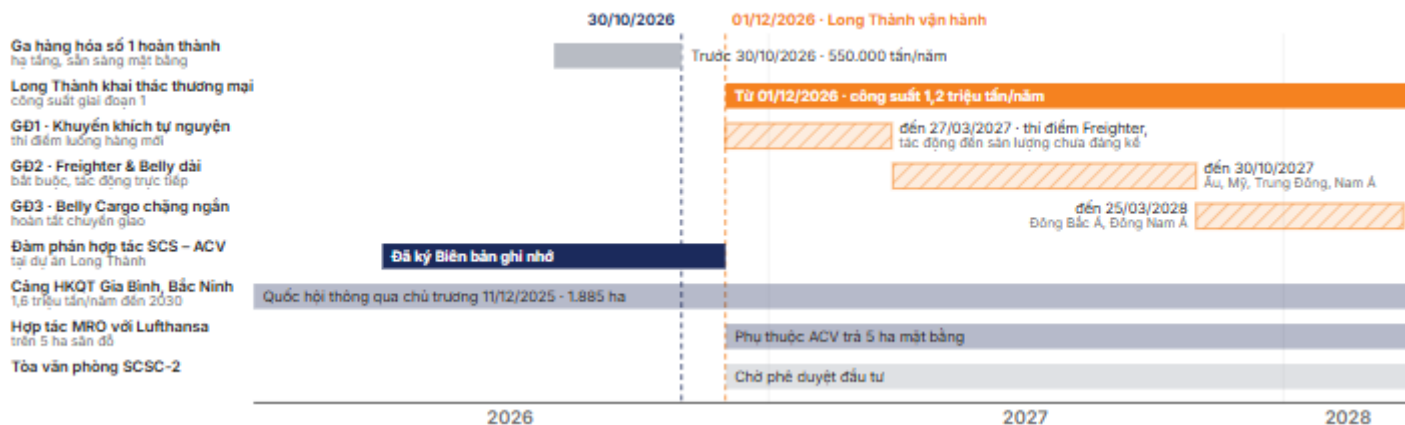
Tiền **tăng 48%** trong khi tài sản cố định **giảm 12%** qua sáu quý. Chi mua sắm tài sản cố định 6 tháng đầu 2026 chỉ 8,5 tỷ đồng; khoản xây dựng cơ bản dở dang không đổi ba quý liên tiếp.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

5. LONG THÀNH, GIA BÌNH VÀ BÀI TOÁN TÁI ĐỊNH VỊ

Tác động thực của Long Thành rơi vào 2027, không phải 2026

Mốc thời gian các dự án ảnh hưởng đến SCS theo lộ trình chuyển tiếp ba giai đoạn ACV đề xuất, 2026 - 2028



Nguồn: ACV, Cục HKVN (kế hoạch chuyển tiếp ba giai đoạn), ĐHQĐ SCS 28/04/2026, Nghị quyết Quốc hội 11/12/2025, SHS tổng hợp

5.1. Long Thành - cơ chế tham gia vẫn còn là dấu hỏi, nhưng rủi ro đã được giảm thiểu hơn nhiều

Nội dung	Cập nhật	Ghi chú
Mốc vận hành	ACV đề xuất khai thác thương mại từ 01/12/2026 ; ga hàng hóa số 1 công suất 550.000 tấn/năm hoàn thành trước 30/10/2026. Tổng công suất hàng hóa giai đoạn 1 khoảng 1,2 triệu tấn/năm.	Tác động thực từ 2027
Cơ chế tham gia	ACV là chủ đầu tư nhà ga hàng hóa số 1; Vietnam Airlines được phê duyệt làm chủ đầu tư nhà ga số 2 và nhà ga chuyển phát nhanh từ đầu quý 4/2025. SCS đàm phán trực tiếp với ACV.	Quan hệ cổ đông từ phía ACV giảm thiểu rủi ro đàm phán cho SCS
Trạng thái	SCS và ACV đã ký Biên bản ghi nhớ hợp tác tại dự án Long Thành ; chi tiết chưa công bố do yêu cầu bảo mật. ACV nắm 13,7% vốn SCS.	
Lộ trình dịch chuyển	Ba giai đoạn: GĐ1 (01/12/2026 - 27/03/2027) khuyến khích dịch chuyển tự nguyện, thí điểm luồng hàng mới tập trung vào tàu bay chở hàng chuyên dụng (Freighter), tác động đến sản lượng SCS chưa đáng kể. GĐ2 (28/03 - 30/10/2027) bắt buộc chuyển toàn bộ Freighter và Belly Cargo chặng dài (Âu, Mỹ, Trung Đông, Nam Á) - thời điểm bắt đầu tác động trực tiếp đến tệp khách hàng quốc tế cốt lõi. GĐ3 (30/10/2027 - 25/03/2028) chuyển nốt Belly Cargo chặng ngắn (Đông Bắc Á, Đông Nam Á), hoàn tất chuyển giao luồng hàng quốc tế phía Nam.	Suy giảm theo bậc, không đột ngột

Đây là thay đổi quan trọng nhất so với giai đoạn năm 2025. Các luận điểm cũ đặt SCS vào thế thắng hoặc thua một cuộc đấu thầu - rủi ro nhị phân với xác suất khó ước lượng. Thực tế hiện nay là **đàm phán song phương với đối tác đồng thời là cổ đông lớn, đã có Biên bản ghi nhớ**. Rủi ro chuyển từ "có tham gia được hay không" sang "tham gia với tỷ lệ và điều khoản nào" - dạng rủi ro dễ định giá hơn nhiều và ở mức độ thấp hơn đáng kể.

5.2. Hai hướng đi mới chưa được thị trường định giá

Cảng HKQT Gia Bình, Bắc Ninh

Quốc hội đã thông qua chủ trương đầu tư ngày **11/12/2025**: quy mô sử dụng đất 1.885 ha, công suất đến 2030 khoảng 30 triệu khách và **1,6 triệu tấn hàng hóa mỗi năm**, định hướng thành cửa ngõ hàng không phía Bắc và trung tâm bảo dưỡng, sửa chữa, đại tu máy bay của khu vực châu Á - Thái Bình Dương. SCS đã làm việc với chủ đầu tư và có định hướng tham gia. Nếu thành công, đây là lần đầu SCS hiện diện tại thị trường phía Bắc - khu vực hiện do NCTS và ALS chi phối và đang hấp thụ phần lớn tăng trưởng hàng hóa toàn quốc.

Bảo dưỡng máy bay cùng Lufthansa

SCS quản lý **14,3 ha** với quyền sử dụng đến năm 2057, trong đó khoảng 5 ha sân đỗ đang cho ACV thuê và hơn 1 ha làm sân bóng. Khi chuyển bay dịch chuyển ra Long Thành, ACV dự kiến trả lại phần thuê này. Công ty đã trao đổi với Lufthansa, song theo SCS thì hiện quá trình vẫn đang ở **giai đoạn đề xuất thương mại ban đầu**. Hai vướng mắc: chưa xác định thời điểm ACV trả mặt bằng, và chuyển đổi mục đích sử dụng đất cần chấp thuận của Quân chủng Phòng không - Không quân. Đây là phương án biến rủi ro thành cơ hội.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

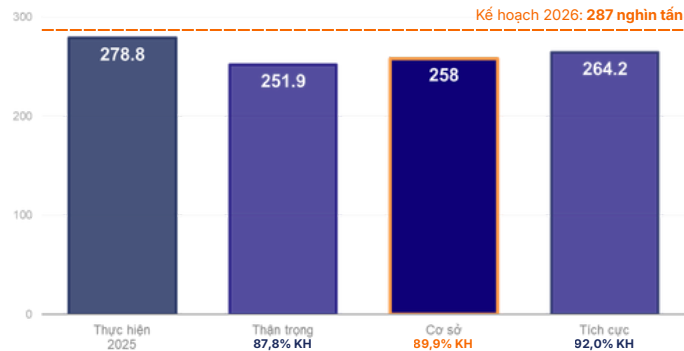
6. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

6.1. Ba kịch bản sản lượng 2026

Cơ sở: hệ số mùa vụ sản lượng nửa cuối năm so với nửa đầu năm ba năm gần nhất lần lượt là 1,103 (2023), 1,077 (2024) và 1,123 (2025).

Cả ba kịch bản đều không đạt kế hoạch sản lượng

Sản lượng cả năm theo kịch bản (nghìn tấn) so với kế hoạch ĐHCĐ



Kịch bản	H2/H1	Sản lượng (tấn)	%yoy	DT thuần	%KH
Thận trọng	1,05	251.900	-9,7%	1.141	87,8%
Cơ sở	1,10	258.000	-7,5%	1.169	89,9%
Tích cực	1,15	264.200	-5,3%	1.197	92,0%

%KH tính trên kế hoạch sản lượng 287 nghìn tấn ĐHCĐ 2026 duyệt.

6.2. Điều chỉnh so với dự phóng trước

Chỉ tiêu 2026F	Cũ (02/02/2026)	Mới	Thay đổi
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1.353	1.169	-13,6%
LNST (tỷ đồng)	809	740	-8,5%
EPS (đồng)	8.527	7.720	-9,5%
Sản lượng (nghìn tấn)	287	258	-11,1%

6.3. Giả định chính của kịch bản cơ sở

- Sản lượng 2026 đạt 258.000 tấn**, giảm 7,5% so với 2025, tương đương 89,9% kế hoạch. Giả định nửa cuối năm phục hồi theo hệ số mùa vụ bình quân ba năm nhưng không có cải thiện cấu trúc.
- Đơn giá bình quân tăng 5,6%**, duy trì đà tăng của 6 tháng đầu năm. Đây là giả định then chốt và cũng là điểm khác biệt chính so với các dự phóng khác trên thị trường vốn không mô hình hóa riêng biến giá.
- Biên lợi nhuận gộp cả năm 77,6%**, thấp hơn mức 78,5% của 2025 do đòn bẩy vận hành âm.
- Doanh thu tài chính 105 tỷ đồng**, tăng 48% nhờ quy mô tiền gửi lớn hơn, giả định mặt bằng lãi suất không thay đổi đáng kể.
- Chưa tính đóng góp từ Long Thành, Gia Bình hoặc mảng bảo dưỡng máy bay**, do chưa có cơ sở định lượng. Các dự án này là quyền chọn tăng thêm chưa được phản ánh trong dự phóng.

6.4. Dự phóng 2027 và rủi ro chính

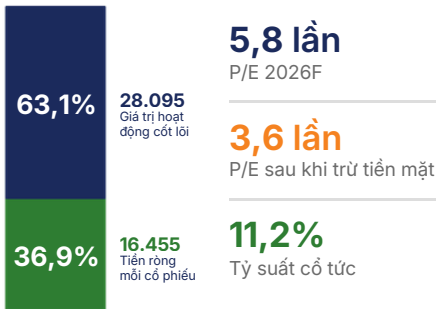
Chúng tôi dự phóng 2027 doanh thu thuần **1.102 tỷ đồng**, giảm 5,7%, và LNST **681 tỷ đồng**, giảm 8,0%, trên giả định sản lượng giảm thêm 8% khi Long Thành bắt đầu chia lưu lượng từ đầu năm. Lộ trình ba giai đoạn của ACV cho thấy suy giảm diễn ra theo bậc chữ không đột ngột: chỉ từ 27/03/2027 toàn bộ đường bay dài mới chuyển đi, và Tân Sơn Nhất vẫn giữ các tuyến Đông Bắc Á và Đông Nam Á đến cuối tháng 10/2027. Đây là kịch bản chưa tính đến khả năng SCS tham gia vận hành tại Long Thành. Nếu thỏa thuận với ACV được hiện thực hóa, dự phóng 2027 và các năm sau sẽ được điều chỉnh tăng đáng kể.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

7. ĐỊNH GIÁ

37% thị giá là tiền mặt - thị trường chỉ trả 28.100 đồng cho hoạt động cốt lõi

Phân rã thị giá 44.550 đồng mỗi cổ phiếu (Giá đóng cửa ngày 03/08/2026)



Tiền ròng bằng **1.746,3 tỷ đồng** tiền và tiền gửi trừ **168,3 tỷ đồng** vay ngắn hạn.

7.1. Các chỉ số định giá hiện tại

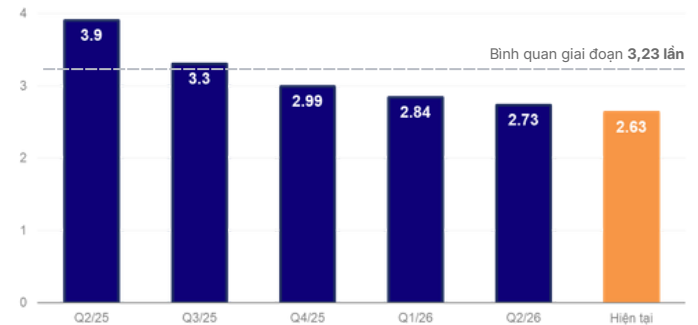
Chỉ tiêu	Giá trị	Diễn giải
Thị giá (31/07/2026)	44.550 đ	Giảm 25,6% từ đỉnh 59.760 đ
Vốn hóa	4.273 tỷ đ	Trên 95,9 triệu cổ phiếu
Tiền ròng	1.578 tỷ đ	1.746,3 trừ 168,3 tỷ vay
Tiền ròng mỗi CP	16.455 đ	Tương đương 37,0% thị giá
Giá trị doanh nghiệp	2.695 tỷ đ	Phần trả cho hoạt động KD
Thị giá trừ tiền mặt	28.095 đ	Giá thực trả cho cốt lõi
P/E 2026F	5,8 lần	Bình quân lịch sử 8-11 lần
P/E trừ tiền mặt	3,6 lần	Mức giá định suy giảm vĩnh viễn
P/B	2,5 lần	Thấp nhất 6 quý, BQ 3,2 lần
Suất cổ tức	11,2%	5.000 đ/CP cho năm 2025
ROE 2026F	45,0%	Nhóm cao nhất thị trường

7.3. Rủi ro đối với luận điểm định giá

Rủi ro	Mức độ	Diễn giải
Sản lượng tiếp tục suy giảm	Cao	Q2 giảm 7,7% so với 5,2% Q1
Long Thành chia lưu lượng	Cao	Vận hành 01/12/2026, rõ từ 2027
Địa chính trị Trung Đông	Trung bình	Hãng bay điều chỉnh lịch bay
Phụ thuộc lãi tiền gửi	Trung bình	Tỷ trọng LNTT 6,4% → 12,5%
Tập trung khách hàng	Trung bình	Qatar Airways ~20% sản lượng
Chưa có p/án phân bổ vốn	Trung bình	1.746 tỷ chưa có kế hoạch
Thực thi dự án mới	Trung bình	MRO vướng thủ tục mặt bằng

P/B về mức thấp nhất sáu quý, thấp hơn 19% so với bình quân

Hệ số P/B cuối mỗi quý (lần)



Mức chiết khấu cần được đọc cùng chất lượng tài sản: **ROE 45%, biên gộp 79%**, bảng cân đối tiền ròng.

7.2. Xác định giá mục tiêu

Phương pháp	Giá định	Giá trị (đ)	Trọng số
P/E mục tiêu	EPS 7.720 đ · P/E 6,9 lần	53.270	40%
Tổng hợp bộ phận	Tiền ròng 16.455 đ + cốt lõi P/E 5,5 lần	54.300	30%
Chiết khấu cổ tức	DPS 5.000 đ · r = 9,7%	51.550	30%
Giá mục tiêu	Làm tròn	53.000	+19,0%

Giá mục tiêu 85.000 đồng trong Báo cáo lần đầu ngày 09/12/2025 được xây dựng trên giả định sản lượng tiếp tục tăng trưởng theo đà phục hồi của ngành. Giả định này đã hiện đã không còn được chính xác do các tác động bất ngờ từ địa chính trị: sản lượng 6 tháng đầu 2026 giảm 6,5% và mức nền bình quân tháng đã lùi xuống dưới cả năm 2024. Việc hạ giá mục tiêu về 53.000 đồng phản ánh ba điều chỉnh: hạ dự phóng sản lượng dài hạn; bổ sung chiết khấu rủi ro dịch chuyển lưu lượng sang Long Thành từ 2027; và hạ hệ số P/E mục tiêu do câu chuyện đầu tư đã chuyển từ tăng trưởng sang giá trị và cổ tức. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** vì mức chiết khấu hiện tại của thị trường đã vượt quá mức suy giảm thực tế của doanh nghiệp.

7.4. Các chỉ báo cần theo dõi

1. Sản lượng các tháng 7 đến 9/2026. Nếu ổn định quanh 20.500 đến 21.000 tấn mỗi tháng thì kịch bản cơ sở được xác nhận; nếu thùng mồi 20.000 tấn thì cần hạ dự phóng.

2. Công bố chi tiết các thỏa thuận của SCS tại các thị trường chiến lược về mô hình hợp tác, tỷ lệ tham gia và vốn cam kết. Đây là yếu tố có khả năng thay đổi giá mục tiêu mạnh nhất.

3. Quyết định phân bổ vốn đối với 1.746 tỷ đồng tiền gửi: giải ngân cho Long Thành, Gia Bình, mảng bảo dưỡng, hay nâng tỷ lệ cổ tức.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Hạ tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có 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 có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS 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.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 43 Lý Thường Kiệt, P. Cửa Nam,
Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@shs.com.vn

Website: www.shs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Tòa
nhà SHS, Số 41 Ngô Quyền, phường
Cửa Nam, Tp. Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số
36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành,
Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số 03 Lê
Đình Lý, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Email: contact-dn@shs.com.vn



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 1900 63 8588



Email: hotrokhachhang@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn