

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)

PHTT +6,8%

Ngành	DV Hàng không
Ngày báo cáo	13/01/2026
Giá hiện tại	53.100 VND
Giá mục tiêu	51.200 VND
GMT gần nhất	67.000 VND
TL tăng	-3,6%
Lợi suất cổ tức	10,4%
Tổng mức sinh lời	6,8%
GT vốn hóa	5,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	728,6 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	13,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	13,6%
SL cổ phiếu lưu hành	94,9 tr
Pha loãng	94,9 tr

	SCS	VNI
P/E (trượt)	7,5x	14,8x
P/B (hiện tại)	3,3x	1,8x
ROE	48,6%	12,8%
ROA	38,5%	2,0%

Tổng quan Công ty
SCS là một công ty vận hành nhà ga hàng hóa hàng không tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (SGN). Hiện tại, SCS nắm giữ 49% thị phần quốc tế và 40% thị phần nội địa tại SGN. Công ty cũng cho thuê sân đỗ máy bay, văn phòng và sân bóng đá – tất cả đều nằm trên cùng một lô đất.



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.037	1.193	1.097	852
% YoY	47%	15%	-8%	-22%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	693	771	707	544
% YoY	39%	11%	-8%	-23%
EPS	41%	11%	-9%	-25%
Biên LN gộp	77,2%	80,9%	80,0%	77,4%
Biên EBITDA	74,7%	79,4%	78,5%	76,5%
Biên LN từ HĐKD	70,4%	75,6%	74,2%	70,7%
Biên LN ròng	66,8%	64,6%	64,5%	63,9%
Dòng tiền tự do/doanh thu	68,0%	54,6%	53,0%	45,6%
EV/EBITDA	4,8x	3,9x	4,3x	5,7x
P/E	7,3x	6,6x	7,2x	9,4x
P/B	3,6x	3,2x	3,0x	2,8x
ROE	50,5%	51,7%	42,9%	30,6%

Sân bay Long Thành (LTH) đi vào hoạt động sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận trong khi lợi suất cổ tức tạo bộ đệm ngắn hạn

- Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS) từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, đồng thời điều chỉnh giảm 24% giá mục tiêu xuống 51.200 đồng/cổ phiếu.
- Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026. Giá mục tiêu thấp hơn phản ánh mức giảm 6%/13% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2029/30, trong khi dự báo giai đoạn 2026–28 nhìn chung không đổi. Việc điều chỉnh giảm được thúc đẩy bởi tiến độ đi vào hoạt động sớm hơn dự kiến của các nhà ga hàng hóa tại Sân bay Long Thành (LTH), bao gồm Nhà ga số 1 (LTH-C1) vào giữa năm 2026 (so với dự báo trước đây là đầu năm 2027) và Nhà ga số 2 (LTH-C2) có khả năng vào năm 2027-28 (so với kỳ vọng trước đây là sau năm 2030). Chúng tôi cho rằng điều này sẽ đẩy nhanh sự chuyển dịch hàng hóa quốc tế từ Tân Sơn Nhất (SGN) sang LTH, gây áp lực lên sản lượng và giá dịch vụ của SCS. Tác động này một phần được bù đắp nhờ việc chúng tôi loại bỏ các giả định trước đây về sự sụt giảm sản lượng hàng hóa đi Mỹ do căng thẳng thương mại (điều chỉnh từ mức giảm 10%/10%/10%/5%/0% trong dự báo các năm 2026/27/28/29/30 về 0%), trong bối cảnh thông tin về thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam tích cực hơn dự kiến.
- Dựa trên tiến độ cập nhật của LTH-C1 và C2, chúng tôi dự phóng thông lượng hàng hóa quốc tế (khoảng 80% tổng sản lượng năm 2025 của SCS) sẽ lần lượt giảm 8%/23%/7%/11%/17% YoY trong các năm 2026/27/28/29/30. Điều này phản ánh giả định điều chỉnh của chúng tôi về tỷ lệ dịch chuyển các chuyến bay quốc tế từ SGN sang LTH ở mức 30%/40%/50%/60%/70% trong nửa cuối các năm 2026/2027/28/29/30, so với mức 0%/30%/40%/50%/60% trong dự báo trước đây. Theo đó, chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS sẽ giảm 8%/23%/8%/9%/11% YoY trong giai đoạn 2026–30.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 11% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 nhờ KQKD 9T 2025 khả quan hơn kỳ vọng, được thúc đẩy bởi việc điều chỉnh tăng thông lượng hàng hóa quốc tế (+8%), giá dịch vụ trung bình (+4%) và thu nhập tài chính ròng (+39%), bù đắp cho mức giảm 9% trong dự báo thông lượng hàng hóa nội địa.
- Dựa trên dự báo năm 2026 và việc SCS chi trả cổ tức cao hơn trong thời gian gần đây, chúng tôi dự phóng cổ tức tiền mặt/cổ phiếu (DPS) trong 12 tháng tới là 5.500 đồng (tỷ lệ chi trả 83%; lợi suất cổ tức 10,4%).
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng năm 2026/27 lần lượt là 7,8 lần/10,3 lần, thấp hơn khoảng 2 độ lệch chuẩn/1 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 5 năm của SCS là 11,3 lần. Chúng tôi đánh giá mức định giá này là hợp lý, phản ánh những yếu tố bất định liên quan đến vai trò tiềm năng của SCS trong việc vận hành LTH-C1. Để đưa ra định giá thận trọng, kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định trường hợp xấu nhất là SCS không giành được hợp đồng vận hành LTH-C1. Do đó, giá cổ phiếu hiện tại dường như đã phản ánh phần lớn rủi ro giảm giá này.

- **Yếu tố hỗ trợ:** SCS thắng thầu vận hành LTH-C1.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐT năm 2026 sẽ giảm 8% YoY, chủ yếu do thông lượng hàng hóa quốc tế giảm 8% YoY và ASP giảm 4% YoY. Diễn biến này phản ánh giả định của chúng tôi rằng LTH-C1 sẽ bắt đầu đi vào vận hành từ giữa năm 2026, qua đó tác động tiêu cực đến cả thông lượng quốc tế và mặt bằng giá. Thông lượng hàng hóa trong nước được kỳ vọng sẽ phục hồi 7% YoY từ mức cơ sở thấp của năm 2025; tuy nhiên, tổng thông lượng vẫn được dự báo sẽ giảm 5% YoY trong năm 2026. Với tỷ lệ đòn bẩy hoạt động cao của SCS, mức giảm trong thông lượng và ASP sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận, khiến biên lợi nhuận từ HĐKD trong năm 2026 giảm xuống mức 74,2% (từ mức 75,6% trong năm 2025).

Tiến độ gói thầu LTH-C1: Nhà ga hiện đang trong quá trình xây dựng (không liên quan đến SCS). Tuy nhiên, gói vận hành (liên quan đến SCS) chưa được mở thầu. Chúng tôi kỳ vọng gói thầu này sẽ sớm được mở trong nửa đầu năm 2026 để phù hợp với tiến độ vận hành thương mại của nhà ga.

Triển vọng năm 2025: Quý 4 dự kiến ghi nhận thông lượng mùa vụ ở mức cao

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025F mới s/v 2024	Dự báo 2025 mới s/v cũ	Nhận định của Vietcap
Tổng thông lượng hàng hóa (tấn)	267.368	272.824	283.671	6%	4%	
- Quốc tế	205.140	210.596	227.044	11%	8%	* Điều chỉnh tăng do chúng tôi loại bỏ giả định sản lượng từ thị trường Mỹ giảm xuống mức 0% (từ 5% trước đó), nhờ thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam tích cực hơn kỳ vọng, qua đó thúc đẩy KQKD trong 9T tốt hơn dự báo.
- Trong nước	62.228	62.228	56.627	-9%	-9%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do KQKD trong 9T thấp hơn kỳ vọng.
Giá dịch vụ trung bình tổng hợp (đồng/kg)	3.627	3.823	3.960	9%	4%	* Điều chỉnh tăng nhờ tỷ trọng thông lượng hàng hóa quốc tế cao hơn trong dự báo điều chỉnh.
Doanh thu	1.037	1.113	1.193	15%	7%	
- Cảng hàng hóa hàng không	970	1.043	1.123	16%	8%	* Điều chỉnh tăng, được thúc đẩy bởi cả sản lượng và ASP cùng tăng.
- Khác	67	70	70	4%	0%	
Lợi nhuận gộp	801	887	966	21%	9%	
SG&A	71	64	64	-10%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	730	823	902	24%	10%	
Thu nhập tài chính ròng	53	44	62	17%	39%	* Điều chỉnh tăng so với dự báo trước do KQKD trong 9T vượt kỳ vọng, xuất phát từ lãi suất tiền gửi cao hơn dự kiến. Chúng tôi lưu ý rằng phần lớn thu nhập tài chính ròng của SCS đến từ thu nhập tiền gửi, nhờ lượng tiền mặt dồi dào.
LNTT	783	867	964	23%	11%	
Thuế TNDN	-90	-173	-193	115%	11%	
LNST sau lợi ích CĐT	693	694	771	11%	11%	
LNST sau lợi ích CĐT điều chỉnh*	620	620	693	12%	12%	
Biên lợi nhuận gộp	77,2%	79,7%	80,9%			
SG&A/doanh thu	6,9%	5,7%	5,4%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	70,4%	74,0%	75,6%			* Tăng nhẹ so với dự báo trước nhờ dự báo doanh thu cao hơn và SCS vận hành với đòn bẩy hoạt động cao.
Thuế suất hiệu dụng	11,5%	20,0%	20,0%			
Biên lợi nhuận ròng	66,8%	62,4%	64,6%			

Nguồn: SCS, Vietcap. Lưu ý: *Điều chỉnh theo cơ tức ưu đãi, quỹ khen thưởng phúc lợi & quỹ HĐQT.

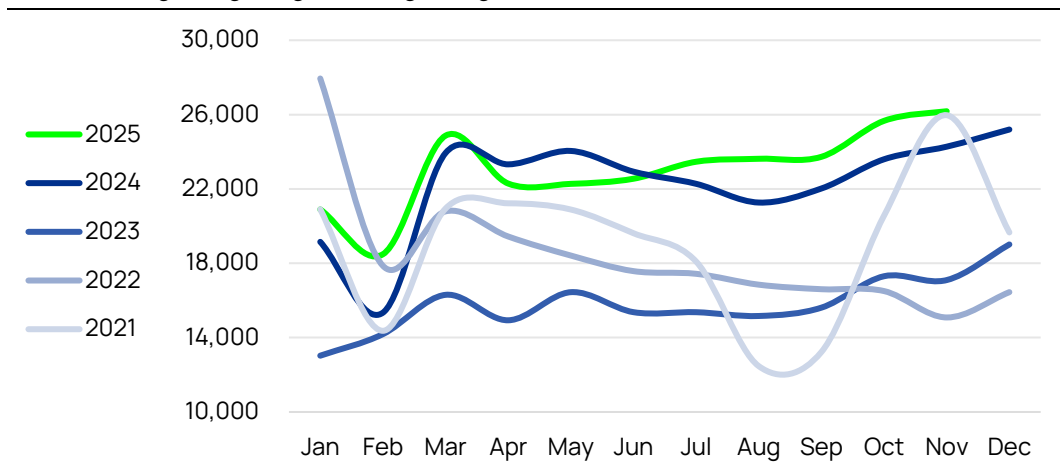
Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng lợi nhuận chịu tác động từ việc LTH-C1 dự kiến đi vào vận hành từ giữa năm 2026

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 mới s/v 2025	Dự báo 2026 mới s/v cũ	Nhận định của Vietcap
Tổng thông lượng hàng hóa (tấn)	283.671	273.712	269.361	-5%	-2%	
- Quốc tế	227.044	205.261	208.770	-8%	2%	* Chúng tôi dự báo giảm YoY do LTH-C1 dự kiến bắt đầu vận hành từ giữa năm 2026. Chúng tôi giả định 30% các chuyến bay quốc tế sẽ được dịch chuyển từ SGN sang LTH trong nửa cuối năm 2026. Tuy nhiên, dự báo điều chỉnh của chúng tôi vẫn cao hơn so với báo cáo trước, do loại bỏ giả định thông lượng từ thị trường Mỹ giảm (từ 10% trước đó).
- Trong nước	56.627	68.451	60.591	7%	-11%	* Chúng tôi kỳ vọng phục hồi chậm từ mức cơ sở thấp của năm 2025.
Giá dịch vụ trung bình tổng hợp (đồng/kg)	3.960	3.894	3.800	-4%	-2%	* Giảm YoY do thay đổi cơ cấu sản lượng (trong đó thông lượng hàng hóa quốc tế có biên lợi nhuận suy giảm, trong khi thông lượng hàng hóa trong nước có biên lợi nhuận thấp tăng).
Doanh thu	1.193	1.139	1.097	-8%	-4%	
- Cảng hàng hóa hàng không	1.123	1.066	1.024	-9%	-4%	
- Khác	70	73	73	4%	0%	
Lợi nhuận gộp	966	910	877	-9%	-4%	
SG&A	64	66	64	0%	-3%	
Lợi nhuận từ HĐKD	902	845	814	-10%	-4%	
Thu nhập tài chính ròng	62	45	70	14%	58%	* Điều chỉnh tăng nhờ (1) mức cơ sở năm 2025 cao hơn, và (2) giả định lãi suất tiền gửi cao hơn.
LNTT	964	890	884	-8%	-1%	
Thuế TNDN	-193	-178	-177	-8%	-1%	
LNST sau lợi ích CĐTS	771	712	707	-8%	-1%	
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh*	693	636	632	-9%	-1%	
Biên lợi nhuận gộp	80,9%	80,0%	80,0%			
SG&A/doanh thu	5,4%	5,8%	5,8%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	75,6%	74,2%	74,2%			
Thuế suất hiệu dụng	20,0%	20,0%	20,0%			
Biên lợi nhuận ròng	64,6%	62,5%	64,5%			

Nguồn: SCS, Vietcap. Lưu ý: *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

Triển khai LTH-C2 nhanh hơn dự kiến tạo áp lực lên lợi nhuận của SCS

Sự kiện: Cuối tháng 9/2025, truyền thông trong nước đưa tin Bộ Xây dựng đã ban hành 3 quyết định cho phép Vietnam Airlines (HOSE: HVN) làm nhà đầu tư của 3 dự án thành phần tại Sân bay Long Thành (LTH), bao gồm: (1) LTH-C2 (vốn đầu tư XDCB khoảng 4,4 nghìn tỷ đồng, công suất 550.000 tấn/năm – tương đương LTH-C1), (2) kho giao nhận hàng hóa số 5, 6, 7 và 8 (vốn đầu tư XDCB khoảng 1 nghìn tỷ đồng), và (3) nhà ga hàng hóa nhanh (vốn đầu tư XDCB 203 tỷ đồng).

Theo truyền thông trong nước, cả 3 dự án dự kiến sẽ được xây dựng từ năm 2025 đến cuối năm 2026 (bắt đầu đi vào vận hành từ năm 2027), và thời gian khai thác kéo dài từ khi hoàn thành đến hết năm 2050.

Quan điểm của chúng tôi:

* Riêng đối với LTH-C2, tiến độ được phê duyệt nhanh hơn so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi. Trước đây, chúng tôi dự báo LTH-C2 chỉ bắt đầu đi vào vận hành khi LTH-C1 đạt hiệu suất hoạt động đủ cao (khoảng 70–90%), nhiều khả năng sẽ vào khoảng sau năm 2030. Tuy nhiên, theo kế hoạch mới được Bộ Xây dựng công bố, LTH-C2 có thể bắt đầu đi vào vận hành trong giai đoạn 2027–2028.

* Với việc HVN được chọn làm nhà đầu tư LTH-C2 và ACV được chọn làm nhà đầu tư LTH-C1, SCS không còn cơ hội tham gia với tư cách cổ đông tại bất kỳ nhà ga hàng hóa nào. Do đó, khả năng tham gia còn lại của SCS tại LTH là trúng thầu vai trò nhà vận hành hoặc đồng vận hành cho LTH-C1.

* Nếu LTH-C2 được triển khai theo tiến độ rút ngắn, dự án có thể vận hành gần như đồng thời với LTH-C1, qua đó gia tăng cạnh tranh đối với các doanh nghiệp khai thác nhà ga hàng hóa tại SGN, bao gồm SCS.

* Chúng tôi chưa đưa đầy đủ diễn biến mới của LTH-C2 vào mô hình dự báo cho SCS, do tiến độ đề xuất khá gấp và thời điểm vận hành thương mại chính xác vẫn chưa chắc chắn. Tuy vậy, tiến độ này nhanh hơn đáng kể so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi, do đó tạo áp lực lên lợi nhuận của SCS. Theo đó, trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi phản ánh một phần áp lực tiềm tàng từ LTH-C2 bằng cách điều chỉnh giảm dự báo cho giai đoạn 2028–30 (so với dự báo cũ).

Dự báo giai đoạn 2025-2030 của Vietcap đối với SCS

Hình 4: Dự báo giai đoạn 2025-2030 của Vietcap đối với SCS và các thay đổi so với dự báo trước đây

LTH-C1 dự kiến sẽ bắt đầu vận hành vào giữa năm 2026

Dự báo hiện tại (tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thông lượng hàng hóa quốc tế tại miền Nam (tấn)	481.030	533.940	592.670	657.860	730.230	810.560
Tăng trưởng YoY	12%	11%	11%	11%	11%	11%
% tổn thất thông lượng do thuế quan của Mỹ**	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Thị phần tại SGN (A)	100%	85%	60%	50%	40%	30%
Thị phần tại LTH (A)		15%**	40%	50%	60%	70%
Kết quả tài chính của SCS						
Tổng thông lượng hàng hóa (tấn)	283.670	269.360	225.460	219.350	209.190	194.170
Tăng trưởng YoY	6%	-5%	-16%	-3%	-5%	-7%
Thông lượng hàng hóa quốc tế (tấn)	227.040	208.770	160.020	148.020	131.440	109.420
Tăng trưởng YoY (A)	11%	-8%	-23%	-7%	-11%	-17%
Thông lượng hàng hóa trong nước (tấn)	56.630	60.590	65.440	71.330	77.750	84.750
Tăng trưởng YoY	-9%	7%	8%	9%	9%	9%
Hiệu suất hoạt động của SCS	97,8%	92,9%	77,7%	75,6%	72,1%	67,0%
Giá dịch vụ trung bình tổng hợp (đồng/kg)	3.960	3.800	3.441	3.236	3.034	2.833
Tăng trưởng YoY (B)	9%	-4%	-9%	-6%	-6%	-7%
Doanh thu	1.193	1.097	852	789	717	636
- Cảng hàng hóa hàng không	1.123	1.024	776	710	635	550
- Khác	70	73	76	79	83	86
Lợi nhuận gộp	966	877	660	600	541	477
Lợi nhuận từ HĐKD	902	814	602	542	481	414
LNST sau lợi ích CĐTS	771	707	544	500	457	407
Tăng trưởng YoY (B)	11%	-8%	-23%	-8%	-9%	-11%
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh*	693	632	476	434	392	343
Biên lợi nhuận gộp (B)	80,9%	80,0%	77,4%	76,0%	75,4%	74,9%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	75,6%	74,2%	70,7%	68,7%	67,1%	65,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	64,6%	64,5%	63,9%	63,4%	63,7%	63,9%

Thay đổi so với dự báo trước đây	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng thông lượng hàng hóa	4%	-2%	-3%	-5%	-11%	-18%
Thông lượng hàng hóa quốc tế	8%	2%	3%	0%	-9%	-19%
Thông lượng hàng hóa trong nước	-9%	-11%	-13%	-14%	-15%	-15%
Giá dịch vụ trung bình tổng hợp	4%	-2%	-2%	-1%	-4%	-6%
Doanh thu	7%	-4%	-4%	-6%	-13%	-20%
Lợi nhuận từ HĐKD	10%	-4%	-4%	-6%	-15%	-24%
LNST sau lợi ích CĐTS	11%	-1%	0%	0%	-8%	-15%

Nguồn: SCS, Vietcap. Lưu ý: *Điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi, quỹ khen thưởng phúc lợi & quỹ HĐQT. **Chúng tôi giả định tỷ lệ chuyển dịch 30% sau khi dự án đi vào vận hành; tuy nhiên, do giả định này chỉ áp dụng cho 6T cuối năm 2026 nên tương đương 15% cho cả năm.

Diễn giải bổ sung cho dữ liệu trong Hình 4

Trước tiên, chúng tôi lưu ý rằng các dự báo hiện tại từ giữa năm 2026 trở đi của chúng tôi vẫn chưa tính đến mức đóng góp tiềm năng của LTH-C1 cho SCS do (1) vẫn chưa chắc chắn về việc liệu SCS có thực sự trúng thầu vận hành hay không, và (2) chưa có cơ cấu doanh thu so với phí rõ ràng giữa SCS và ACV.

Đối với LTH-C2, do thời điểm vận hành chưa xác định, chúng tôi tạm thời đưa vào mô hình dự báo một phần áp lực cạnh tranh gia tăng từ năm 2028 trở đi thông qua giả định chiết khấu giá dịch vụ.

(A) Khi LTH đi vào hoạt động, ACV có kế hoạch sẽ chuyển hướng 80%-90% các chuyến bay quốc tế từ SGN sang LTH. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này khá tham vọng trong ngắn hạn và dự báo chỉ có lần lượt 30%/40%/50%/60% thông lượng hàng hóa quốc tế sẽ được chuyển dịch trong các năm 2026/27/28/29. Chúng tôi dự báo việc dịch chuyển này sẽ khiến thông lượng quốc tế (có lợi suất cao) của SCS giảm lần lượt 8%/23%/7%/11% YoY trong các năm 2026/27/28/29.

(B) Chúng tôi dự báo giá dịch vụ trung bình tổng hợp sẽ giảm trong các năm 2026/27/28/29 do (1) thay đổi trong cơ cấu sản lượng, với việc thông lượng hàng hóa quốc tế có lợi suất cao suy giảm trong khi hàng hóa trong nước có lợi suất thấp tăng trưởng 8-9%/năm, và (2) áp lực cạnh tranh về giá gia tăng do nguồn cung công suất tại khu vực miền Nam tăng mạnh. Chúng tôi kỳ vọng giá dịch vụ đối với hàng hóa trong nước sẽ giữ nguyên trong giai đoạn này khi LTH chủ yếu phục vụ các chuyến bay quốc tế.

Cổ tức tiền mặt

Chúng tôi kỳ vọng cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới sẽ ở mức 5.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng với lợi suất cổ tức 12 tháng tới đạt mức 10,4% tại giá thị trường hiện tại là 53.100 đồng/cổ phiếu. Trong tổng mức 5.500 đồng/cổ phiếu này bao gồm phần cổ tức 3.500 đồng/cổ phiếu còn lại cho năm tài chính 2025 (chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2025 duy trì ở mức 60%) và phần cổ tức tạm ứng 2.000 đồng/cổ phiếu cho năm tài chính 2026.

Hình 5: Lịch chia cổ tức tiền mặt của SCS và dự báo cổ tức tiền mặt giai đoạn 2025-30 của Vietcap

Cổ tức tiền mặt/cổ phiếu (đồng/cp)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Được công bố trong năm	3.000	6.000	5.000	6.500	6.000	5.500	4.000	3.500	3.000	2.500
Mức thanh toán thực tế trong năm	5.000	5.500	3.500	8.000	6.000	5.500	4.000	3.500	3.500	3.000
Từ năm trước	5.000	3.000	3.500	5.000	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.000
Từ năm hiện tại	-	2.500	-	3.000	2.500	2.000	500	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (trên mệnh giá)	30%	60%	50%	65%	60%	55%	40%	35%	30%	25%
Cổ tức tiền mặt đã công bố / EPS điều chỉnh* trong năm	56%	97%	108%	99%	83%	83%	81%	77%	73%	70%
Lợi suất cổ tức (giá hiện hành 53,100 đồng/cổ phiếu)	9,4%	10,4%	6,6%	15,1%	11,3%	10,4%	7,5%	6,6%	6,6%	5,6%

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. *EPS điều chỉnh là EPS không bao gồm cổ tức ưu đãi và phần phân bổ cho quỹ khen thưởng, phúc lợi & quỹ HĐQT.

Tòa nhà văn phòng thứ hai

Chúng tôi vẫn chưa đưa việc phát triển tòa nhà văn phòng thứ hai dự kiến của SCS vào định giá. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng định giá của chúng tôi nếu dự án nhận được phê duyệt cuối cùng, do nhu cầu thuê văn phòng gần SGN đang ở mức cao và SCS không phải chi trả thêm cho công tác giải phóng mặt bằng hay thuê đất.

Việc xây dựng nhà ga thứ ba tại SGN sẽ được tiếp nối bằng việc mở rộng các tuyến đường lân cận, qua đó giúp tòa nhà văn phòng thứ hai của SCS có vị trí thuận lợi hơn và khả năng cho thuê với giá cao hơn. Tòa nhà văn phòng thứ nhất gần đó của SCS hiện đang hoạt động hết công suất và mang lại mức lợi nhuận cao.

SCS đã nhận được phê duyệt đối với dự án này từ các cơ quan chức năng có liên quan của TP.HCM, tuy nhiên vẫn cần phải chờ phê duyệt cuối cùng từ Bộ Quốc phòng để nhận được giấy phép xây dựng. Thời gian thi công dự kiến là khoảng một năm. Khi vận hành hết công suất, tòa nhà được kỳ vọng sẽ mang lại cho công ty 100 tỷ đồng doanh thu và 40 tỷ đồng LNTT mỗi năm. Chúng tôi kỳ vọng các phê duyệt pháp lý còn lại sẽ có những bước tiến khả quan hơn trong năm 2026, sau khi

các thủ tục hành chính trọng yếu cấp quốc gia được hoàn tất vào đầu năm. Tuy nhiên, do chưa chắc chắn về thời điểm cụ thể, chúng tôi chưa đưa yếu tố tích cực này vào mô hình dự báo.

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)	~14.190	~6.800
Doanh thu hàng năm nếu dự án được lấp đầy *	100 tỷ đồng	38 tỷ đồng
LNTT hàng năm nếu dự án được lấp đầy *	40 tỷ đồng	N.M.
Thời gian xây dựng dự kiến	12 tháng	N.M.
Thời gian lấp đầy dự kiến	~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; (*) ước tính của ban lãnh đạo.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục định giá SCS dựa hoàn toàn vào hoạt động tại SGN, 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. Chúng tôi hiện vẫn chưa đưa đóng góp tiềm năng từ LTH-C1 vào mô hình định giá cho SCS. Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ thời điểm hiện tại sang cuối năm 2026. Các dự báo cho giai đoạn 2026–30 của chúng tôi phản ánh những thay đổi trong bối cảnh ngành tại SGN sau khi các nhà ga hàng hóa tại LTH đi vào vận hành.

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	5Y DCF	100%	4.859	51.200
Tỷ lệ tăng				-3,6%
Lợi suất cổ tức				10,4%
Tổng mức sinh lời				6,8%
P/E dự phóng 2025 tại giá mục tiêu / (giá thị trường)				7,1x / 7,3x
P/E dự phóng 2026 tại giá mục tiêu / (giá thị trường)				7,8x / 8,1x
P/E dự phóng 2027 tại giá mục tiêu / (giá thị trường)				10,3x / 10,7x
P/E dự phóng 2028 tại giá mục tiêu / (giá thị trường)				11,3x / 11,7x

Nguồn: Vietcap. Chúng tôi áp dụng hệ số P/E đã điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi, quỹ khen thưởng, phúc lợi & quỹ HDQT.

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	1.488
Tỷ lệ phi rủi ro %	8,0	8,0	GTHT của GTC (TT 3.0%)	2.032
Phần bù rủi ro thị trường %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GTC	3.520
Chi phí vốn CSH %	10,8	10,8	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	1.339
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	4.859
Thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0	Cổ phiếu (triệu)	94,9
WACC %	10,8	10,8	Giá trị/cổ phiếu, đồng	51.200

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận từ HĐKD *	738	534	475	416	351
- Thuế	-163	-120	-108	-96	-83
+ Khấu hao	48	49	50	39	32
- Vốn đầu tư XDCB	-21	-22	-23	-23	-24
- Tăng vốn lưu động	-21	-53	-14	-14	-19
DTTD	581	388	381	322	257
Giá trị hiện tại của DTTD	524	316	280	213	154
GTHT của DTTD lũy kế	524	841	1.121	1.334	1.488

Nguồn: Vietcap. * Lưu ý: Điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi và phân bổ cho quỹ khen thưởng & phúc lợi và quỹ HĐQT.

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 TT cuối	2,0%	57.200	52.300	48.600	45.600	43.100
	2,5%	59.400	54.000	49.800	46.500	43.900
	3,0%	62.100	55.900	51.200	47.600	44.700
	3,5%	65.200	58.000	52.800	48.800	45.600
	4,0%	69.000	60.600	54.600	50.100	46.700

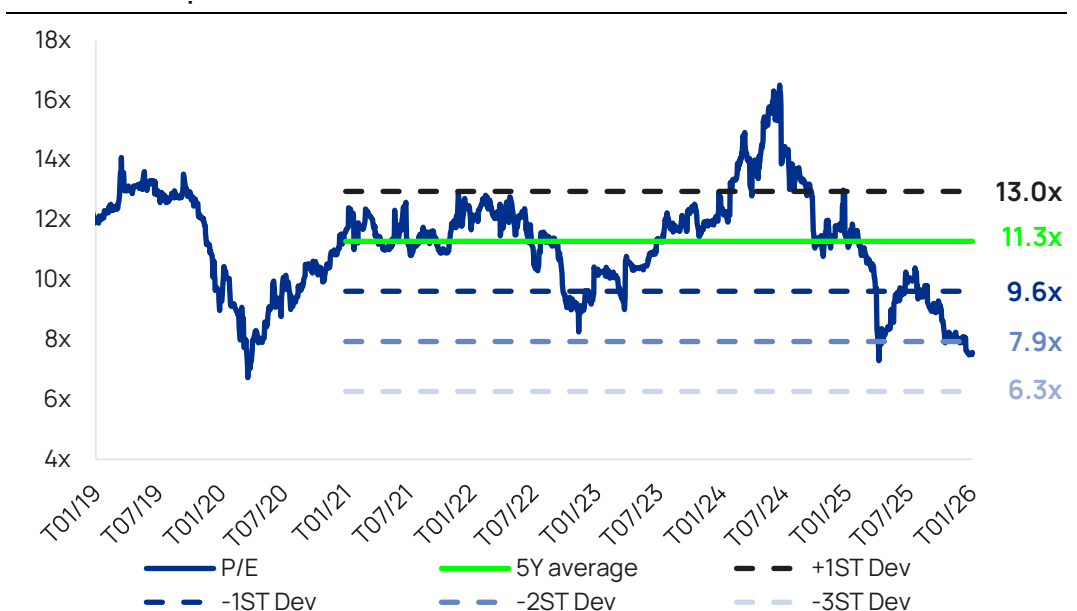
Nguồn: Vietcap

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 LTH

% Giả định chuyển hàng hóa quốc tế từ SGN sang LTH				Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời
H2 2026F	2027F	2028F	2029F	(đồng/cp)			
20%	30%	40%	50%	62.800	18,3%	10,4%	28,7%
30%	40%	50%	60%	51.200	-3,6%	10,4%	6,8%
30%	50%	70%	80%	41.500	-21,8%	10,4%	-11,6%
40%	50%	60%	70%	39.900	-24,9%	10,4%	-14,5%

Nguồn: Vietcap

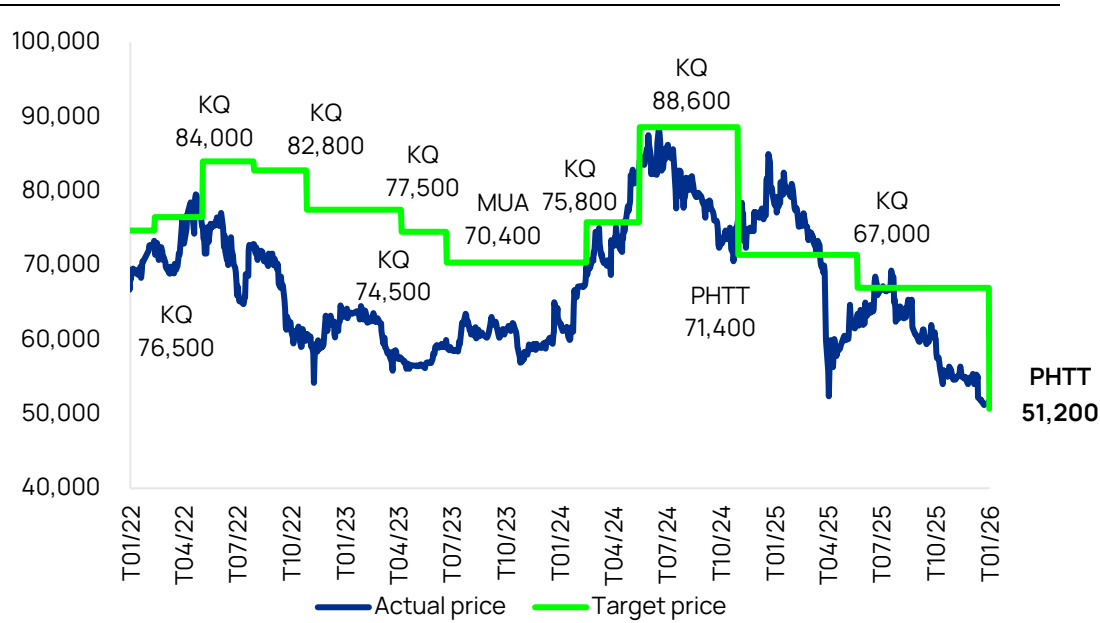
Hình 11: P/E trượt 12T của SCS *



Nguồn: FiinGroup, Vietcap. *Lưu ý: EPS được điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi và phần phân bổ cho quỹ khen thưởng, phúc lợi & quỹ HĐQT.

Diễn biến khuyến nghị

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



Nguồn: Vietcap (Lưu ý: Điều chỉnh theo phát hành cổ phiếu mới và cổ tức)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1.037	1.193	1.097	852
Giá vốn hàng bán	-236	-228	-219	-192
Lợi nhuận gộp	801	966	877	660
Chi phí bán hàng &	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	71	64	64	57
LN từ HĐKD	730	902	814	602
Thu nhập tài chính	57	65	74	81
Chi phí tài chính	1	1	1	1
<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	783	964	884	680
Thuế TNDN	-90	-193	-177	-136
LNST trước CĐTS	693	771	707	544
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau CĐTS báo cáo	693	771	707	544
LNST sau CĐTS điều chỉnh ⁽¹⁾	620	693	632	476
EBITDA	774	948	861	651
EPS báo cáo, VND	7.302	8.038	7.374	5.674
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	6.533	7.229	6.590	4.966
DPS, VND	8.000	6.000	5.500	4.000
DPS/EPS (%)	122,5%	83,0%	83,5%	80,5%
(1) Điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi, phát hành ESOP, và quỹ khen thưởng, phúc lợi & quỹ HĐQT				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	47,1%	15,1%	-8,1%	-22,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	50,9%	23,6%	-9,8%	-26,0%
Tăng trưởng LNTT	37,7%	23,1%	-8,3%	-23,1%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	41,0%	10,7%	-8,8%	-24,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	77,2%	80,9%	80,0%	77,4%
Biên LN từ HĐ	70,4%	75,6%	74,2%	70,7%
Biên EBITDA	74,7%	79,4%	78,5%	76,5%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	66,8%	64,6%	64,5%	63,9%
ROE	50,5%	51,7%	42,9%	30,6%
ROA	38,5%	38,9%	33,4%	24,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	0,0	0,0	0,0	0,0
Số ngày phải thu	36,5	36,5	36,5	36,5
Số ngày phải trả	13,9	13,9	13,9	13,9
TG luân chuyển tiền	22,7	22,7	22,7	22,7
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,8	3,3	3,8	4,9
CS thanh toán nhanh	2,8	3,3	3,8	4,9
CS thanh toán tiền mặt	2,6	3,0	3,6	4,6
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	-90,4%	-91,5%	-92,8%	-92,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	317	943	1.093	1.302
Đầu tư TC ngắn hạn	954	500	500	400
Các khoản phải thu	111	119	110	85
Hàng tồn kho	0	0	0	0
TS ngắn hạn khác	6	6	5	4
Tổng TS ngắn hạn	1.388	1.568	1.708	1.791
TS dài hạn (gộp)	957	977	998	1.020
- Khấu hao lũy kế	-582	-621	-662	-703
TS dài hạn (ròng)	374	356	337	317
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	135	137	124	102
Tổng TS dài hạn	509	493	461	419
Tổng Tài sản	1.898	2.062	2.169	2.210
Phải trả ngắn hạn	6	9	8	7
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	481	469	438	361
Tổng nợ ngắn hạn	487	478	447	368
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	4	6	5	4
Tổng nợ	492	484	452	372
Cổ phiếu ưu đãi	72	72	72	72
Vốn cổ phần	949	959	959	959
Thặng dư vốn CP	15	17	17	17
Lợi nhuận giữ lại	370	530	670	790
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.406	1.578	1.718	1.838
Tổng cộng nguồn vốn	1.898	2.062	2.169	2.210
Số cổ phiếu cuối năm,	94,9	95,9	95,9	95,9

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	163	317	943	1.093
Thu nhập ròng	693	771	707	544
Khấu hao	45	46	48	49
Thay đổi vốn lưu động	144	-18	-21	-53
Điều chỉnh khác	-216	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	666	799	734	540
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-19	-21	-21	-22
Đầu tư, ròng	684	454	0	100
Khác	-673	-10	6	15
Tiền từ HĐ đầu tư	-8	424	-15	93
Cổ tức đã trả	-504	-611	-567	-424
Tăng (giảm) vốn cổ phần	12	12	0	0
Tăng (giảm) nợ vay	0	0	0	0
Tiền từ các HĐTC khác	-11	2	-1	-1
Tiền từ hoạt động TC	-503	-597	-568	-425
Tổng lưu chuyển tiền tệ	154	626	150	208
Tiền cuối năm	317	943	1.093	1.302

Nguồn: SCS, dự báo của Vietcap

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

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 Đống Đa

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

Chi nhánh Hà Nội

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

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 Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- 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

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, 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, Trưởng phòng, 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

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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 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.

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.