

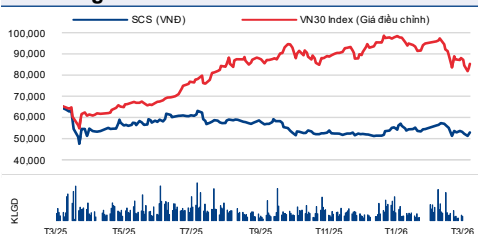
Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ57,000 (từ VNĐ50,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 7.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/3/2026)	52,900
Mã Bloomberg	SCS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	47,725-64,210
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,020
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	191
Slg CP lưu hành (tr.đv)	94.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	28.5
Slg CP NN được mua (tr.đv)	20.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.82%
Tỷ lệ freefloat	38.2%
Cổ đông lớn	Gemadept (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(6.37)	2.12	(19.0)
So với chỉ số	5.75	11.2	(38.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2026F	7,219	5,943	21.5
2027F	5,643	4,995	13.0
2028F	3,990	1,873	113.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập từ tháng 4/2008, nhà ga hàng hóa hàng không của SCS bắt đầu hoạt động từ tháng 10/2010. Hiện SCS là một trong hai nhà ga hàng hóa duy nhất tại sân bay Tân Sơn Nhất.

Chuyên viên phân tích**Võ Thị Ngọc Hân, CFA**

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Chê Thị Mai Trang

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Định giá đã phản ánh triển vọng tăng trưởng kém; Nâng k/n lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với SCS lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng), nhằm phản ánh việc (1) điều chỉnh tăng 12% giá mục tiêu lên 57.000đ (sau khi cập nhật kỳ vọng về dự án Sân bay Quốc tế Long Thành) và (2) giá cổ phiếu đã giảm 6% trong 1 tháng qua. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 8%.
- Chúng tôi tăng bình quân 26% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, dựa trên nhận định tốc độ dịch chuyển lưu lượng hàng hóa quốc tế sang sân bay mới diễn ra chậm hơn dự kiến. Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng 3% trong năm nay trước khi giảm 21% trong năm 2027 và (theo dự báo được đưa ra lần đầu của chúng tôi) tiếp tục giảm thêm 27% trong năm 2028 (tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 3 năm đạt -16%).
- Mặc dù có đà tăng trưởng khá mờ nhạt, nhưng chúng tôi ước tính SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11 lần, với lợi suất cổ tức 10-11% (tính trên thị giá hiện tại) trong suốt giai đoạn dự báo.

Sự kiện: Cập nhật tiến độ dự án Sân bay Quốc tế Long Thành

Như đã thảo luận trong các báo cáo trước đây, HSC dự báo việc đưa vào vận hành Sân bay Quốc tế Long Thành (LTH) tạo ra một số trở ngại cho SCS, do các chuyến bay quốc tế chuyển dần sang trung tâm hàng không mới này, gây ảnh hưởng đến sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS. Tuy nhiên, [dựa trên tiến độ xây dựng mới nhất tại LTH](#) (với tỷ lệ hoàn thành chỉ đạt 73%), chúng tôi tin rằng HĐKD của SCS sẽ không bị ảnh hưởng trong năm 2026. Các tác động tiêu cực từ dự án này có khả năng sẽ được tri hoãn đến nửa cuối năm 2027.

Trong khi đó, SCS đang hiện đại hóa hoạt động vận hành bằng cách ứng dụng công nghệ để giữ vững vị thế là đơn vị cung cấp dịch vụ hàng hóa hàng đầu. Việc ứng dụng công nghệ cho phép SCS thiết lập được các mối quan hệ đối tác chiến lược với các nhà ga hàng hóa mới tại Việt Nam, bất kể tình trạng đầu tư của công ty vào các dự án đó như thế nào.

Tác động: Tăng bình quân 26% dự báo lợi nhuận thuần 2026-2027

HSC tăng bình quân 26% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027. Hiện tại, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng 3% đạt 775 tỷ đồng, sau đó giảm 21% xuống còn 615 tỷ đồng trong năm 2027 và (theo dự báo được đưa ra lần đầu) giảm thêm 27% vào năm 2028 xuống còn 446 tỷ đồng. Dự báo lợi nhuận mới – cao hơn lần lượt 22%/13%/113% so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức -16%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, SCS – theo dự báo mới – đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11 lần, và cổ phiếu cũng có lợi suất cổ tức hàng năm là 10-11% (tính trên thị giá hiện tại) trong suốt giai đoạn dự báo. HSC tăng 12% giá mục tiêu lên 57.000đ (tiềm năng tăng giá: 8%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng). SCS vẫn là cổ phiếu đầu tư giá trị hấp dẫn. Mặc dù việc triển vọng lợi nhuận dự kiến bắt đầu suy yếu từ nửa cuối năm 2027 vẫn là vấn đề đáng lưu tâm, chúng tôi nhận thấy tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo trong dài hạn nếu SCS giành được quyền vận hành nhà ga hàng hóa mới. Nguồn doanh thu mới này có thể sẽ củng cố triển vọng dài hạn và giảm thiểu các rủi ro trong quá trình chuyển đổi chuyển bay quốc tế sang sân bay mới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	827	986	1,015 ▲	814 ▲	604
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	693	751	775 ▲	615 ▲	446
EPS ĐC (đồng)	6,410	6,980	7,219 ▲	5,643 ▲	3,990
DPS (đồng)	6,000	5,500	6,000 ▲	5,000 ▲	3,315
BVPS (đồng)	14,815	16,458	17,632 ▲	18,091 ▲	18,590
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.53	3.61	3.34	4.15	5.56
P/E ĐC (lần)	8.25	7.58	7.33	9.37	13.3
Lợi suất cổ tức (%)	11.3	10.4	11.3	9.45	6.27
P/B (lần)	3.57	3.21	3.00	2.92	2.85
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.6	8.91	3.42	(21.8)	(29.3)
ROAE (%)	50.5	50.6	47.9	36.3	25.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Trì hoãn thách thức lợi nhuận trong ngắn hạn; Định giá thấp

HSC tăng 12% giá mục tiêu đối với SCS lên 57.000đ (tiềm năng tăng giá là 8%) nhờ trì hoãn áp lực lên lợi nhuận trong ngắn hạn khi chậm chuyển đổi các chuyến bay quốc tế sang Sân bay Quốc tế Long Thành. Mặc dù dự báo mới của chúng tôi – đã được điều chỉnh tăng cho giai đoạn 2026-2027 – cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm không mấy khả quan là -16%, nhưng định giá của SCS có vẻ đang quá rẻ sau đợt điều chỉnh giảm 6% trong một tháng qua. Trên thực tế, chúng tôi tin rằng SCS đang thể hiện hồ sơ rủi ro/lợi nhuận hấp dẫn cho nhà đầu tư muốn đầu tư vào cổ phiếu có lợi suất cổ tức cao và có tiềm năng tăng trưởng trong tương lai. HSC nâng khuyến nghị đối với SCS lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng). Đáng chú ý, công ty có tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng nếu đạt được thành công trong việc tận dụng chuyên môn của mình để giành được vai trò chiến lược là đơn vị vận hành cho các nhà ga hàng hóa mới.

Tình hình trong ngắn hạn: Bất ổn địa chính trị tại Trung Đông đang kéo giảm sản lượng hàng hóa hàng không

Sản lượng Q1/2026 dự kiến giảm 2% so với cùng kỳ

Tác động của tình hình căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông đối với hoạt động của SCS khá phức tạp, chủ yếu bắt nguồn từ mức độ liên quan của công ty với các hãng hàng không trong khu vực này. Hai hãng hàng không Emirates và Qatar Airways đóng góp tổng cộng khoảng 23% sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS (lần lượt ở mức 7% và 16%).

Sau tuần đầu tiên xảy ra biến động trong khu vực, việc hủy chuyến bay từ các hãng hàng không này đã làm sản lượng hàng hóa quốc tế tạm thời giảm từ 20-25%. Mặc dù các hãng này hiện đã hoạt động trở lại, nhưng vẫn bay với tần suất thấp hơn và phải điều chỉnh lộ trình. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa quốc tế tháng 3 sẽ giảm 10% so với cùng kỳ, mặc dù hoạt động trong nước vẫn ổn định. Kết hợp những diễn biến này với dữ liệu 2 tháng đầu năm 2026, chúng tôi dự báo tổng sản lượng hàng hóa trong Q1/2026 sẽ giảm 2% so với cùng kỳ xuống còn 63.000 tấn. Trong đó, sản lượng hàng hóa quốc tế giảm 2% so với cùng kỳ (xuống 48.425 tấn) và sản lượng hàng hóa trong nước giảm 1% so với cùng kỳ (xuống 14.575 tấn).

Mặc dù chúng tôi dự báo sẽ có áp lực nhất định lên sản lượng hàng hóa hàng không trong tháng 3 (bao gồm cả SCS), nhưng bối cảnh hiện tại thể hiện một sự đan xen phức tạp giữa các thách thức và các yếu tố bù đắp tiềm năng. Tại thị trường trong nước, trước tình trạng thiếu hụt xăng Jet A1, nhiều chuyến bay đã bị hủy kể từ ngày 1/4, đặc biệt là từ các hãng hàng không như Vietjet (VJC; Bán ra) – một khách hàng trong nước quan trọng của SCS. Việc thiếu hụt nguồn cung xăng có thể tạo ra rào cản ngắn hạn cho sản lượng hàng hóa trong nước.

Tuy nhiên, trong quá khứ, mỗi khi có xung đột địa chính trị và giá cước vận tải biển tăng vọt (hiện giá cước vận tải container đã tăng 20%), các mặt hàng có giá trị cao và có yêu cầu khẩn trương về thời gian thường có xu hướng chuyển sang vận tải bằng đường hàng không. Sự dịch chuyển mang tính khẩn cấp này trở thành vùng đệm quan trọng cho SCS. Khi vận tải biển bị trì trệ và chi phí leo thang, đường hàng không trở thành giải pháp thay thế thiết yếu, từ đó thúc đẩy nhu cầu cho các hãng hàng không quốc tế, bất chấp tình trạng hạn chế hoạt động của các hãng hàng không Trung Đông.

Bảng 1: Ước tính sản lượng hàng hóa qua cảng trong Q1/2026, SCS

Ước tính giảm 2% so với cùng kỳ, do ảnh hưởng từ tình hình căng thẳng tại Trung Đông

Tấn	2T25	2T26	So với cùng kỳ	T3-25	T3-26F	So với cùng kỳ	Q1/25	Q1/26F	So với cùng kỳ
Quốc tế	29,681	30,603	3.1%	19,802	17,822	-10.0%	49,483	48,425	-2.1%
Nội địa	9,704	9,509	-2.0%	5,066	5,066	0.0%	14,770	14,575	-1.3%
Tổng cộng	39,385	40,112	1.8%	24,868	22,888	-8.0%	64,253	63,000	-2.0%

Nguồn: SCS, HSC

Triển vọng năm 2026 vẫn vững chắc

Cho năm 2026, BLĐ SCS cam kết sẽ đạt được các mục tiêu kinh doanh đã đề ra theo kịch bản cơ sở, kịch bản giả định tình hình căng thẳng tại Trung Đông sẽ sớm được giải quyết. Trong đó, công ty đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu 9% đạt 1,3 nghìn tỷ đồng, trong khi LNTT tăng trưởng 2% đạt 960 tỷ đồng.

Sau khi thảo luận với BLĐ công ty, HSC nhận thấy ngay cả trong kịch bản xấu nhất (tình hình gián đoạn kéo dài), tổng sản lượng hàng hóa, doanh thu và LNTT sẽ thấp hơn kỳ vọng nhưng vẫn nằm trong vùng có thể kiểm soát được, từ 8-10%. Qua các đợt đứt gãy chuỗi logistics trên toàn cầu trong quá khứ, SCS đã chứng minh được khả năng phục hồi tốt, nhờ xu hướng chuyển dịch cơ cấu từ vận tải đường biển sang đường hàng không, giúp giảm thiểu những biến động về mặt vận hành trong khu vực.

Chúng tôi tiếp tục theo dõi chặt chẽ các xu hướng sản lượng hàng hóa để định lượng tác động dài hạn, nhưng tin rằng vị thế chiến lược và sự linh hoạt trong vận hành sẽ mang lại cho SCS một "vùng đệm" an toàn trước những bất ổn ngắn hạn này.

Bảng 2: Kế hoạch và dự báo cho năm 2026, SCS

Sau khi nâng giả định, doanh thu thuần năm 2026 dự báo sẽ giảm 4% nhưng LNTT tăng 1%

Tỷ đồng	2025A	Kế hoạch 2026	Tăng trưởng	Dự báo 2026 HSC	Tăng trưởng	Dự báo HSC so với KH cty
Doanh thu thuần	1,197	1,300	8.6%	1,253	4.7%	-4%
LNTT	940	960	2.2%	969	3.2%	1%

Nguồn: SCS, HSC

Bảng 3: Công suất củ LTH và TIA

Công suất hàng hóa qua cảng hàng không của LTH gần gấp đôi TIA

Dự án	Nhà đầu tư	Công suất (tấn/năm)	Dự án	Nhà đầu tư	Công suất (tấn/năm)
Nhà ga hàng hóa 1	ACV	550,000	TCS	Công ty con của HVN	350,000
Nhà ga hàng hóa 2	HVN	550,000	SCS	SCS	300,000
Trung tâm xử lý hàng chuyển phát nhanh	HVN	100,000			
LTH, tổng		1,200,000	TIA		650,000

Ghi chú: HVN = Vietnam Airlines (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 34,600đ).
Nguồn: dữ liệu các công ty, HSC

Cập nhật dự án Sân bay Quốc tế Long Thành

Theo Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV; Năm giữ, Giá mục tiêu: 48.900đ), Dự án thành phần 3, bao gồm nhà ga hành khách và hạ tầng thiết yếu, đã đạt tỷ lệ hoàn thành 72,69%. Khối lượng công việc hiện tại trị giá 62,8 nghìn tỷ đồng trên tổng giá trị hợp đồng 86,4 nghìn tỷ đồng, với mức giải ngân đạt 40,7 nghìn tỷ đồng (đạt 47,1% tiến độ).

Mặc dù công tác xây dựng đã đạt được những cột mốc quan trọng, nhưng việc đưa dự án vào vận hành thương mại vào tháng 6/2026 vẫn là một lộ trình đầy tham vọng. Việc 27% dự án còn dang dở và các tuyến giao thông kết nối huyết mạch với TP.HCM chưa hoàn thành sẽ gây áp lực lớn cho mục tiêu vận hành đồng bộ giữa năm 2026. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên dự liệu về một quá trình chuyển đổi theo từng giai đoạn. Khi triển khai các đợt vận hành thử nghiệm kỹ thuật giai đoạn đầu vào cuối năm 2026, việc chuyển dịch một lượng lớn hành khách từ Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất sang Sân bay Long Thành có khả năng sẽ cần thời gian chuẩn bị dài hơn so với kế hoạch ban đầu. Do đó, các dự báo cập nhật của chúng tôi đề xuất cách tiếp cận ưu tiên, trong đó nhà ga hành khách sẽ đóng vai trò là tâm điểm cho đợt vận hành thương mại vào cuối năm 2026 hoặc đầu năm 2027.

Liên quan đến mảng hàng hóa, chúng tôi điều chỉnh lộ trình vận hành diễn ra sau khi nhà ga hành khách được đưa vào hoạt động, do hạ tầng mảng này được tiến hành xây dựng muộn hơn. Chúng tôi dự báo nhà ga hàng hóa sẽ vận hành ổn định vào nửa cuối năm 2027, đánh dấu thời điểm chính thức bắt đầu chuyển dịch hàng hóa từ Sân bay Tân Sơn Nhất. Điều quan trọng cần nhấn mạnh là việc triển khai theo từng giai đoạn này giúp giảm thiểu bất kỳ tác động tức thời nào đến hiệu quả hoạt động của

SCS trong năm tài chính 2026, với các tác động đến năm tài chính 2027 chủ yếu tập trung vào nửa cuối năm. Lộ trình chiến lược này đảm bảo từng giai đoạn được tối ưu hóa hiệu suất trước khi vận hành ở quy mô tối đa. Chúng tôi dự kiến quá trình chuyển đổi toàn diện sẽ hoàn tất vào năm 2030.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC đưa ra dự báo lợi nhuận mới cho năm 2026-2027, nhằm phản ánh những cập nhật mới nhất về lộ trình vận hành thương mại của Sân bay Quốc tế Long Thành. Chúng tôi tăng bình quân 26% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, cho thấy mức tăng trưởng 3% trong năm 2026 lên 775 tỷ đồng và giảm 21% so với cùng kỳ trong năm 2027 xuống còn 615 tỷ đồng. Trong khi đó, với dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần đạt 446 tỷ đồng, giảm 27% so với cùng kỳ. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức -16%.

HSC trình bày tóm tắt các dự báo lợi nhuận trong Bảng 4 và các giả định chính trong Bảng 5-6. Đáng chú ý, chúng tôi dự báo giai đoạn chuyển sản lượng hàng hóa quốc tế và trong nước từ Sân bay Tân Sơn Nhất sang Sân bay Long Thành kéo dài trong giai đoạn 2027-2030. Giai đoạn này có thể khiến lợi nhuận của SCS tạm thời chững lại để tái thiết lập mặt bằng mới, tạo tiền đề vững chắc cho chu kỳ tăng trưởng ổn định từ năm 2031. Cần lưu ý rằng, mô hình định giá hiện tại vẫn chưa phản ánh tiềm năng tăng trưởng từ việc giành quyền vận hành các cảng hàng hóa hàng không mới tại Việt Nam. Nếu SCS tận dụng lợi thế chuyên môn để giành quyền vận hành các cảng hàng hóa này, công ty sẽ có thêm động lực tăng trưởng mạnh mẽ, dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi.

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, SCS

Nâng ước tính lợi nhuận giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025A	2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1,197	1,127	1,013	741	1,253	994	736	6%	24%	34%
Lợi nhuận thuần	751	740	646	467	775	615	446	1%	20%	32%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	15%	9%	-10%	-27%	5%	-21%	-26%			
Lợi nhuận thuần	8%	7%	-13%	-28%	3%	-21%	-27%			

Nguồn: HSC

Bảng 5: Dự báo sản lượng hàng hóa, SCS

HSC dự báo sản lượng hàng hóa sẽ tăng nhẹ trong năm 2026, sau đó chịu áp lực giảm trong giai đoạn 2027-2030

Tấn	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Quốc tế	224,328	230,984	168,163	116,545	79,485	60,857	63,900
Nội địa	54,515	57,241	51,517	46,365	48,683	52,091	55,737
Tổng cộng	278,843	288,225	219,680	162,910	128,168	112,948	119,638
Tăng trưởng							
Quốc tế	9.4%	3.0%	-27.2%	-30.7%	-31.8%	-23.4%	5.0%
Nội địa	-12.4%	5.0%	-10.0%	-10.0%	5.0%	7.0%	7.0%
Tổng cộng	4.3%	3.4%	-23.8%	-25.8%	-21.3%	-11.9%	5.9%

Nguồn: SCS, HSC

Bảng 6: Giả định tỷ suất lợi nhuận, SCS

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ thu hẹp trong bối cảnh tăng trưởng sản lượng chậm lại trong giai đoạn 2027-2030

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	78.4%	78.0%	77.7%	75.7%	74.2%	72.3%	73.0%
Chi phí BH&QL/doanh thu	5.7%	6.2%	7.0%	7.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Tỷ suất LNTT	78.5%	77.4%	77.3%	75.7%	73.0%	70.5%	70.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	62.8%	61.9%	61.8%	60.6%	58.4%	56.4%	56.3%

Nguồn: SCS, HSC

Bảng 7: Chính sách cổ tức, SCS

Giả định cổ tức hàng năm từ 2026-2027 ở mức 10-11% theo thị giá hiện tại

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Cổ tức tiền mặt	5,500	6,000	5,000	3,315
EPS	6,980	7,219	5,643	3,990
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	78.8%	83.1%	88.6%	83.1%
Thị giá	52,900	52,900	52,900	52,900
Lợi suất cổ tức	10.3%	11.3%	9.5%	6.3%

Nguồn: HSC

Chính sách cổ tức bằng tiền mặt

HSC dự báo SCS sẽ giữ nguyên tỷ lệ chi trả cổ tức trong khoảng 89-79% trong giai đoạn 3 năm tới, tương ứng với mức cổ tức bằng tiền mặt hàng năm từ 3.315–6.000đ/cp, hoặc lợi suất cổ tức hàng năm (tính trên thị giá hiện tại) đạt 6,3–11,3% – mức cổ tức rất hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi.

Cho năm 2025, do công ty chưa công bố tài liệu ĐHCĐ, chúng tôi giả định cổ tức bằng tiền mặt năm 2025 là 5.500đ/cp, tương ứng với lợi suất cổ tức 10,3% dựa trên thị giá hiện tại. Cho năm 2026, chúng tôi giả định cổ tức bằng tiền mặt là 6.000đ/cp, tương ứng với lợi suất cổ tức 11,3% trên thị giá hiện tại.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 12% giá mục tiêu lên 57.000đ nhằm phản ánh việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi vẫn áp dụng giả định WACC 12,8%, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro không đổi là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% và hệ số beta 1 lần. Chúng tôi cũng giữ nguyên tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 2%. Giá mục tiêu mới của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 8%, tương ứng với P/E dự phóng cho năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 7,9 lần và 10,1 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,5 lần.

HSC nâng khuyến nghị đối với SCS lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng). SCS hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu khá sâu – phần lớn phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước sự cạnh tranh sắp tới từ Sân bay Quốc tế Long Thành. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng triển vọng từ ngắn đến trung hạn vẫn rất thuận lợi, vì các tác động cạnh tranh lớn đến từ LTH dự kiến chưa xuất hiện cho đến nửa cuối năm 2027. Hơn nữa, tôi nhấn mạnh rằng việc giành được quyền vận hành bất cứ nhà ga hàng hóa mới nào (dự án LTH - ACV, sân bay Gia Bình - Masterise) đều mang lại tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo hiện tại của chúng tôi.

Bảng 8: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, SCS

Dự báo dòng tiền sẽ yếu từ năm 2027 trở đi, nhưng sẽ hồi phục từ 2031

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận thuần	695	720	562	405	294	240	257	276	296	317	340
Lợi nhuận thuần	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
Lợi nhuận thuần	(9)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
Lợi nhuận thuần	(17)	2	(62)	(62)	(46)	(27)	(3)	(3)	(2)	(2)	(1)
UFCF	716	763	542	383	288	253	295	314	334	355	379
Giá trị hiện tại		763	480	301	201	156	161	152	143	135	128

Nguồn: HSC

Bảng 9: Định giá DCF, SCS

Giá mục tiêu mới tăng 12% lên 57.000 (tiềm năng tăng giá 10%), nhờ ước tính lợi nhuận tăng

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF (triệu đồng)	Đơn vị	Giá trị (cuối năm 2026)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	1,155
Beta	1.0	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng	2,620
Chi phí vốn CSH	12.8%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	3,775
Tỷ trọng vốn CSH	100.0%	Cộng: tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,723
Tỷ trọng nợ	0.0%	Trừ: nợ ngắn hạn + nợ dài hạn	Tỷ đồng	(98)
WACC	12.8%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	5,400
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	mn	94.9
		Vốn CSH/cp	Đồng/cp	56,907

Nguồn: HSC

Bảng 10: Phân tích độ nhạy, SCS

Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	57,754	58,756	59,961	61,440	63,295
	3.5%	56,435	57,313	58,360	59,632	61,209
	4.0%	55,221	55,993	56,907	58,007	59,357
	4.5%	54,100	54,781	55,583	56,539	57,700
	5.0%	53,063	53,666	54,370	55,205	56,210

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, SCS – theo dự báo mới – đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11 lần. Cổ phiếu cũng có lợi suất cổ tức hàng năm là 10-11% (tính trên thị giá hiện tại) trong suốt giai đoạn dự báo.

Bảng 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, SCS

SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	1,037	1,197	1,253	994	736
Lợi nhuận gộp	801	939	978	772	557
Chi phí BH&QL	(71.1)	(68.8)	(77.7)	(69.6)	(51.5)
Thu nhập khác	(2.91)	(3.12)	(3.27)	(2.59)	(1.92)
Chi phí khác	0.52	1.99	2.08	1.65	1.22
EBIT	783	940	969	768	557
Lãi vay thuần	55.4	70.8	70.2	66.3	52.3
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	783	940	969	768	557
Chi phí thuế TNDN	(89.9)	(189)	(194)	(154)	(111)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	693	751	775	615	446
Lợi nhuận thuần ĐC	644	698	721	572	415
EBITDA ĐC	827	986	1,015	814	604
EPS (đồng)	6,921	7,535	7,792	6,096	4,319
EPS ĐC (đồng)	6,410	6,980	7,219	5,643	3,990
DPS (đồng)	6,000	5,500	6,000	5,000	3,315
Sig CP bình quân (triệu đv)	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	317	108	206	449	807
Đầu tư ngắn hạn	954	1,448	1,517	1,293	957
Phải thu khách hàng	111	131	139	110	81.3
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0
Các tài sản ngắn hạn khác	5.65	5.70	5.97	4.73	3.50
Tổng tài sản ngắn hạn	1,388	1,694	1,868	1,856	1,849
TSCĐ hữu hình	374	342	308	274	240
TSCĐ vô hình	0.14	0.05	(0.05)	(0.14)	(0.24)
Bất động sản đầu tư	71.4	64.3	57.2	50.0	42.9
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	63.3	65.4	68.4	54.8	41.3
Tổng tài sản dài hạn	509	472	434	379	324
Tổng cộng tài sản	1,898	2,166	2,301	2,235	2,173
Nợ ngắn hạn	0	97.9	97.9	97.9	97.9
Phả trả người bán	5.83	5.85	6.13	4.86	3.60
Nợ ngắn hạn khác	440	442	462	367	272
Tổng nợ ngắn hạn	484	600	624	515	407
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	7.87	3.95	4.14	3.28	2.43
Tổng nợ dài hạn	7.87	3.95	4.14	3.28	2.43
Tổng nợ phải trả	492	604	628	519	409
Vốn chủ sở hữu	1,406	1,562	1,673	1,717	1,764
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,406	1,562	1,673	1,717	1,764
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,898	2,166	2,301	2,235	2,173
BVPS (đ)	14,815	16,458	17,632	18,091	18,590
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(317)	(10.5)	(108)	(351)	(709)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	783	940	969	768	557
Khấu hao	(44.8)	(46.3)	(46.1)	(46.1)	(46.1)
Lãi vay thuần	55.4	70.8	70.2	66.3	52.3
Thuế TNDN đã nộp	(90.9)	(163)	(194)	(154)	(111)
Thay đổi vốn lưu động	2.20	(8.58)	10.6	(52.8)	(53.4)
Khác	(53.7)	(70.2)	0.20	(0.93)	(0.93)
LCT thuần từ HKKD	666	735	823	598	429
Đầu tư TS dài hạn	(18.7)	(8.86)	(5.12)	(5.20)	(5.27)
Góp vốn & đầu tư	(1,556)	(2,544)	(115)	161	285
Thanh lý	1,501	2,051	0	0	0
Khác	66.0	63.5	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7.69)	(438)	(120)	156	280
Cổ tức trả cho CSH	(515)	(605)	(605)	(511)	(351)
Thu từ phát hành CP	11.7	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	97.9	0	0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(503)	(507)	(605)	(511)	(351)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	163	317	108	206	449
LCT thuần trong kỳ	155	(210)	97.8	243	358
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.89)	1.03	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	317	108	206	449	807
Dòng tiền tự do	647	726	818	593	424

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	77.2	78.4	78.0	77.7	75.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	79.8	82.4	81.0	81.9	82.0
Tỷ suất LNT (%)	66.8	62.8	61.9	61.8	60.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.5	20.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	47.1	15.4	4.71	(20.6)	(26.0)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	35.1	19.2	2.99	(19.8)	(25.9)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	39.0	8.41	3.25	(20.7)	(27.4)
Tăng trưởng EPS (%)	41.3	8.87	3.41	(21.8)	(29.2)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.6	8.91	3.42	(21.8)	(29.3)
Tăng trưởng DPS (%)	20.0	(8.33)	9.09	(16.7)	(33.7)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	86.7	73.0	77.0	82.0	76.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	50.5	50.6	47.9	36.3	25.6
ROACE (%)	56.8	63.1	59.8	45.2	32.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.58	0.59	0.56	0.44	0.33
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.78	0.85	0.78	0.77
Số ngày tồn kho	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	172	186	184	180	166
Số ngày phải trả	9.02	8.28	8.13	8.00	7.35
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(22.0)	(0.50)	(6.31)	(20.3)	(40.1)
Nợ/tài sản (%)	0.42	4.65	4.38	4.48	4.58
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.01	0.10	0.10	0.12	0.17
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.87	2.82	2.99	3.60	4.54
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.61	2.98	2.71	3.39	4.55
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.53	3.61	3.34	4.15	5.56
P/E (lần)	7.64	7.02	6.79	8.68	12.2
P/E ĐC (lần)	8.25	7.58	7.33	9.37	13.3
P/B (lần)	3.57	3.21	3.00	2.92	2.85
Lợi suất cổ tức (%)	11.3	10.4	11.3	9.45	6.27

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn