

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)

KHẢ QUAN +15,0%

Ngành

DV hàng không

Ngày báo cáo

29/05/2025

Giá hiện tại

63.500 VND

Giá mục tiêu hiện tại

67.000 VND

Giá mục tiêu gần nhất

71.400 VND

TL tăng

+5,6%

Lợi suất cổ tức

9,4%

Tổng mức sinh lời

+15,0%

GT vốn hóa

6,1 nghìn tỷ đồng

Room KN

848 tỷ đồng

GTGD/ngày (30n)

21 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)

9,0x

13,6x

P/B (hiện tại)

4,0x

1,7x

ROE

48,7%

13,0%

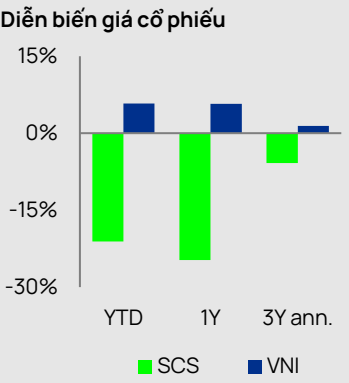
ROA

41,0%

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	1.113	1.139	874
% YoY	47%	7%	2%	-23%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	693	694	712	531
% YoY	39%	0%	3%	-25%
EPS	41%	-1%	3%	-27%
Biên LN gộp	77,2%	79,7%	80,0%	77,0%
Biên EBITDA	79,8%	82,1%	82,3%	81,5%
Biên LN từ HĐKD	70,4%	74,0%	74,2%	70,3%
Biên LN ròng	66,8%	62,4%	62,5%	60,8%
Dòng tiền tự do/doanh thu	68,0%	51,8%	55,5%	45,1%
EV/EBITDA	5,9x	5,3x	5,2x	6,8x
P/E	8,7x	8,8x	8,6x	11,5x
P/B	4,3x	4,1x	3,8x	3,7x
ROE	50,5%	47,7%	45,9%	32,6%

Thuế quan từ Mỹ ảnh hưởng đến lợi nhuận; cổ tức tiền mặt cao

- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (SCS) từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN dù điều chỉnh giảm 6% giá mục tiêu còn 67.000 đồng/cổ phiếu, do cổ phiếu SCS đã giảm khoảng 20% trong 6 tháng qua.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ việc chúng tôi giảm 5%/9%/10%/10%/4% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS (LNST-CĐTS) các năm 2025/26/27/28/29, ảnh hưởng tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2026. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định thuế quan đối ứng từ Mỹ đối với Việt Nam sẽ ảnh hưởng đến thông lượng hàng hóa của SCS.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025/26/27/28/29 do chúng tôi (1) giảm 4%/8%/9%/8%/4% dự báo thông lượng hàng hóa quốc tế, (2) giảm dự báo thông lượng hàng hóa trong nước thêm 11%/năm, và (3) tăng 11%/6%/6%/1%/1% dự báo chi phí nhân công dựa trên KQKD năm 2024. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo thông lượng quốc tế do chúng tôi tính đến tác động của thuế quan của Mỹ trong nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Trump. Trước khi công bố chính sách thuế quan mới, Mỹ chiếm khoảng 20–22% thông lượng hàng hóa quốc tế của SCS. Dựa theo thông tin từ SCS, chúng tôi giả định thông lượng hàng hóa từ Mỹ sẽ giảm 50% trong giai đoạn nửa cuối năm 2025–2028, qua đó khiến tổng thông lượng quốc tế giảm 10% trong giai đoạn này. Chúng tôi giảm dự báo thông lượng hàng hóa trong nước do nhu cầu phục hồi chậm hơn kỳ vọng và việc tạm thời mất thị phần cho TCS, vì sự cố dịch vụ mặt đất của VJC (khách hàng của SCS) khiến lưu lượng hành khách (và kéo theo đó là lưu lượng hàng hóa) chuyển sang HVN (khách hàng của TCS).
- Chúng tôi dự báo thông lượng hàng hóa quốc tế (chiếm khoảng 80% tổng thông lượng) sẽ hầu như đi ngang trong năm 2025/26, sau đó giảm 24%/5%/2% YoY trong các năm 2027/28/29 khi Sân bay quốc tế Long Thành (LTA) bắt đầu vận hành vào năm 2027.
- Dựa trên dự báo lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi và xu hướng SCS bắt đầu chia cổ tức tiền mặt ở mức cao – nhiều khả năng do nhu cầu vốn XDCH hạn chế sau khi ACV quyết định đầu tư toàn bộ vào nhà ga hàng hóa số 1 tại Sân bay quốc tế Long Thành (LTA-C1) – chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới sẽ ở mức 6.000 đồng/cổ phiếu (tỷ lệ thanh toán là 93%; lợi suất cổ tức hấp dẫn là 9,4%).
- Giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi tương ứng P/E trung bình giai đoạn 2025–2026 là 10,3 lần, tương đương khoảng 1 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình 5 năm của SCS là 11,4 lần. Chúng tôi cho rằng định giá này là hợp lý do (1) SCS không được đồng đầu tư vào LTA-C1 và (2) chưa có kết quả cụ thể liệu SCS sẽ trở thành (một trong các) đơn vị vận hành LTA-C1 hay không.
- Yếu tố hỗ trợ:** SCS trúng thầu vận hành LTA-C1, chính sách thuế quan từ Mỹ tích cực hơn kỳ vọng.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025, với kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ đi ngang so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng thông lượng hàng hóa quốc tế xuống mức +3% YoY (từ mức +9% YoY trước đó) do chúng tôi tính đến tác động tiêu cực từ chính sách thuế quan đối ứng của Mỹ lên thông lượng vào nửa cuối năm 2025. Chúng tôi cũng hạ dự báo tăng trưởng thông lượng hàng hóa trong nước năm 2025 xuống mức đi ngang YoY (từ mức +10% YoY) do KQKD giai đoạn 4 tháng đầu năm 2025 kém khả quan hơn kỳ vọng. Trong 4 tháng đầu năm 2025, SCS ghi nhận tổng thông lượng hàng hóa đạt 86.550 tấn (+6% YoY, tương đương 30% dự báo trước đây của chúng tôi), trong đó thông lượng hàng hóa quốc tế tăng 13% YoY lên mức 67.450 tấn (31% so với dự báo trước đây), trong khi thông lượng hàng hóa trong nước giảm 14% YoY xuống mức 19.100 tấn (27% so với dự báo trước đây). Chúng tôi cũng giảm 240 điểm cơ bản đối với dự báo biên LN từ HĐKD do dự báo thông lượng giảm, vì SCS có mức đòn bẩy hoạt động (operational leverage) cao.

Tiến độ gói thầu LTA-C1: Gói thi công hiện đang được triển khai, sau đó sẽ đến gói mua sắm và lắp đặt thiết bị. Hai gói này không liên quan đến SCS. Chúng tôi kỳ vọng gói vận hành (liên quan đến SCS) sẽ được mở thầu sau khi hai gói trên hoàn tất.

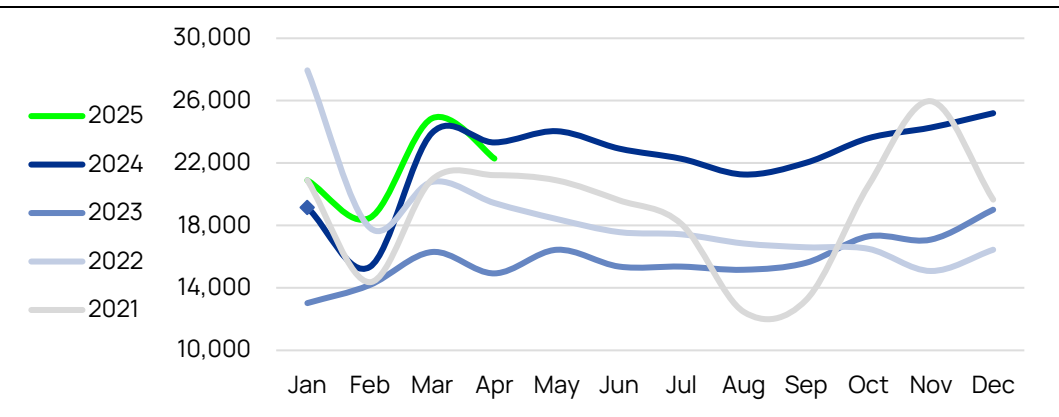
Triển vọng năm 2025: Các thách thức thương mại và sự chấm dứt của ưu đãi thuế dự kiến sẽ gây áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận YoY

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	288.876	272.824	2%	-6%	
- Quốc tế	205.140	219.287	210.596	3%	-4%	* Thấp hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi do chúng tôi đưa tác động từ thuế quan đối ứng của Mỹ vào dự báo của chúng tôi. Trước khi áp thuế, Mỹ chiếm khoảng 20-22% tổng thông lượng quốc tế của SCS. Chúng tôi dự báo thông lượng từ Mỹ sẽ giảm 50% trong phần còn lại của năm 2025, phù hợp với dự báo của ban lãnh đạo – vốn dựa trên phản hồi từ các hãng bay.
- Trong nước	62.228	69.589	62.228	0%	-11%	* Thấp hơn so với dự báo trước đây do đã phục hồi chậm hơn dự kiến của nhu cầu trong nước. Thông lượng đã giảm 14% YoY trong giai đoạn 4 tháng đầu năm 2025, trong đó riêng tháng 4 đã giảm 14% MoM và 31% YoY. Mức sụt giảm mạnh trong tháng 4 chủ yếu xuất phát từ sự gián đoạn tạm thời của dịch vụ mặt đất tại VJC (khách hàng của SCS), qua đó khiến cho thông lượng hành khách chuyển dịch sang cho HVN (không phải khách hàng của SCS). Chúng tôi kỳ vọng thông lượng sẽ phục hồi trong các tháng tới khi các sự cố đã được xử lý kịp thời.
Giá dịch vụ trung bình tổng hợp (đồng/kg)	3.627	3.738	3.823	5%	2%	* Cao hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi nhờ KQKD quý 1/2025 vượt kỳ vọng.
Doanh thu	1.037	1.147	1.113	7%	-3%	
- Cảng hàng hóa hàng không	970	1.080	1.043	8%	-3%	
- Khác	67	67	70	4%	5%	
Lợi nhuận gộp	801	938	887	11%	-5%	
SG&A	71	63	64	-10%	2%	
Lợi nhuận từ HĐKD	730	876	823	13%	-6%	
Thu nhập tài chính ròng	53	38	44	-16%	17%	* Cao hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi nhờ KQKD quý 1/2025 vượt kỳ vọng.
LNTT	783	913	867	11%	-5%	
Thuế TNDN	-90	-183	-173	93%	-5%	
LNST sau lợi ích CBTS	693	731	694	0%	-5%	
LNST sau lợi ích CBTS điều chỉnh*	620	654	620	0%	-5%	
Biên lợi nhuận gộp	77,2%	81,8%	79,7%			
SG&A/doanh thu	6,9%	5,5%	5,7%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	70,4%	76,4%	74,0%			* Thấp hơn nhẹ so với dự báo trước đây do (1) chúng tôi điều chỉnh tăng 11% chi phí nhân công dựa theo KQKD khả quan hơn của năm 2024, và (2) thông lượng giảm, do mức đòn bẩy hoạt động cao của SCS (khoảng 60% chi phí cố định) làm khuếch đại tác động của việc điều chỉnh giảm dự báo thông lượng.
Thuế suất hiệu dụng	11,5%	20,0%	20,0%			
Biên lợi nhuận ròng	66,8%	63,7%	62,4%			

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

Hình 2: Thông lượng hàng hóa hàng tháng của SCS (tấn)



Nguồn: SCS, Vietcap

Hình 3: Dự báo giai đoạn 2025-2029 của Vietcap đối với SCS và các thay đổi so với dự báo trước đây

LTA-C1 dự kiến sẽ bắt đầu vận hành vào đầu năm 2027

Dự báo hiện tại (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thông lượng hàng hóa quốc tế tại miền Nam (tấn)	429.490	452.890	446.220	495.300	549.790	644.170
Tăng trưởng YoY	23%	5%	-1%	11%	11%	17%
% tổn thất thông lượng do thuế quan của Mỹ**		5%	10%	10%	10%	5%
Thị phần tại SGN (A)	100%	100%	100%	70%	60%	50%
Thị phần tại LTA (A)				30%	40%	50%
Kết quả tài chính của SCS						
Tổng thông lượng hàng hóa (tấn)	267.370	272.820	273.710	231.320	231.270	236.050
Tăng trưởng YoY	41%	2%	0%	-15%	0%	2%
Thông lượng hàng hóa quốc tế (tấn)	205.140	210.600	205.260	156.020	148.440	144.940
Tăng trưởng YoY (A)	50%	3%	-3%	-24%	-5%	-2%
Thông lượng hàng hóa trong nước (tấn)	62.230	62.220	68.450	75.300	82.830	91.110
Tăng trưởng YoY	18%	0%	10%	10%	10%	10%
Hiệu suất hoạt động của SCS	92,2%	94,1%	94,4%	79,8%	79,7%	81,4%
Giá dịch vụ trung bình tổng hợp (đồng/kg)	3.627	3.823	3.894	3.450	3.219	3.100
Tăng trưởng YoY (B)	7%	5%	2%	-11%	-7%	-4%
Doanh thu	1.037	1.113	1.139	874	824	815
- Cảng hàng hóa hàng không	970	1.043	1.066	798	745	732
- Khác	67	70	73	76	79	83
Lợi nhuận gộp	801	887	910	673	623	617
Lợi nhuận từ HĐKD	730	823	845	615	563	555
LNST sau lợi ích CĐTS	693	694	712	531	491	487
Tăng trưởng YoY (B)	39%	0%	3%	-25%	-8%	-1%
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh*	620	620	636	464	425	420
Biên lợi nhuận gộp (B)	77,2%	79,7%	80,0%	77,0%	75,6%	75,7%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	70,4%	74,0%	74,2%	70,3%	68,4%	68,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	66,8%	62,4%	62,5%	60,8%	59,6%	59,8%

Thay đổi so với dự báo trước đây	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng thông lượng hàng hóa	1%	-6%	-9%	-9%	-9%	-7%
Thông lượng hàng hóa quốc tế	2%	-4%	-8%	-9%	-8%	-4%
Thông lượng hàng hóa trong nước	-1%	-11%	-11%	-11%	-10%	-11%
Giá dịch vụ trung bình tổng hợp	2%	2%	2%	1%	0%	1%
Doanh thu	3%	-3%	-7%	-8%	-8%	-5%
Lợi nhuận từ HĐKD	-4%	-6%	-10%	-13%	-14%	-10%
LNST sau lợi ích CĐTS (C)	-5%	-5%	-9%	-10%	-10%	-4%

Nguồn: SCS, Vietcap. Lưu ý: *Điều chỉnh theo cơ cấu ưu đãi, quỹ khen thưởng phúc lợi & quỹ HDQT. **Số liệu này tính cả mức sụt giảm thông lượng từ Mỹ trong giai đoạn nửa cuối năm 2025-2028, với tác động dự kiến sẽ còn kéo dài đến năm 2029.

Diễn giải bổ sung cho dữ liệu trong Hình 3

Trước tiên, chúng tôi lưu ý rằng các dự báo hiện tại từ năm 2027 trở đi của chúng tôi hiện vẫn chưa tính đến mức đóng góp tiềm năng của LTA-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 khi vận hành nhà thầu (giả sử nếu SCS trúng thầu).

(A) Khi LTA đi vào hoạt động (dự kiến vào đầu năm 2027), ACV có kế hoạch sẽ chuyển hướng 80%–90% các chuyến bay quốc tế từ SGN sang LTA. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi trong ngắn hạn sau khi LTA đi vào hoạt động, và dự báo chỉ có lần lượt 30%/40%/50% thông lượng hàng hóa quốc tế sẽ được chuyển giao trong các năm 2027/28/29. Chúng tôi dự báo việc dịch chuyển này sẽ khiến thông lượng quốc tế (có lợi suất cao) của SCS giảm lần lượt 24%/5%/2% YoY trong các năm 2027/28/29.

(B) Chúng tôi dự báo giá dịch vụ trung bình tổng hợp sẽ giảm trong các năm 2027/28/29 do (1) thay đổi trong cơ cấu dịch vụ, 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 10%/năm, và (2) giá dịch vụ đối với hàng hóa quốc tế giảm do mức công suất tăng thêm từ LTA-C1 tại khu vực miền Nam (tức nguồn cung tăng dẫn đến cạnh tranh lớn hơn và áp lực về giá). Chúng tôi kỳ vọng giá dịch vụ đối với hàng hóa trong nước sẽ giữ nguyên trong các năm 2027/28/29F vì LTA chủ yếu phục vụ các chuyến bay quốc tế.

Chúng tôi kỳ vọng cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới sẽ ở mức 6.000 đồng/cổ phiếu. Trong cuộc họp đầu tháng 5, ban lãnh đạo SCS đã chia sẻ rằng công ty đặt mục tiêu sẽ chi trả cổ tức tiền mặt năm 2024 ở mức 65% mệnh giá (6.500 đồng/cổ phiếu). Trong đó, phần cổ tức 3.000 đồng/cổ phiếu đã được chi trả vào tháng 12/2024. Chúng tôi kỳ vọng phần còn lại là 3.500 đồng/cổ phiếu sẽ được chi trả vào nửa cuối năm 2025 sau kỳ họp ĐHCĐ tổ chức vào cuối tháng 6/2025.

Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo cổ tức sẽ ở mức 60% mệnh giá. Điều này tương ứng với tổng cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới là 6.000 đồng/cổ phiếu, bao gồm 3.500 đồng/cổ phiếu của năm tài chính 2024 và 2.500 đồng/cổ phiếu của năm tài chính 2025. Lợi suất cổ tức 12 tháng tới là 9,4% tại giá thị trường hiện tại là 63.500 đồng/cổ phiếu.

Hình 4: 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)	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Được công bố trong năm	8.000	3.000	6.000	5.000	6.500	6.000	6.000	4.500	4.000	4.000
Mức thanh toán thực tế trong năm	8.000	5.000	5.500	3.500	8.000	6.000	6.000	4.500	4.000	4.000
Từ năm trước – đợt 1	5.000	5.000	3.000	3.500	3.000	1.500	3.500	3.500	3.500	3.500
Từ năm trước – đợt 2	-	-	-	-	2.000	2.000	-	-	-	-
Từ năm hiện tại	3.000	-	2.500	-	3.000	2.500	2.500	1.000	500	500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (trên mệnh giá)	80%	30%	60%	50%	65%	60%	60%	45%	40%	40%
Cổ tức tiền mặt đã công bố / EPS điều chỉnh* trong năm	185%	56%	97%	108%	99%	93%	90%	93%	90%	91%
Lợi suất cổ tức (giá hiện hành 63.500 đồng/cổ phiếu)	12,6%	7,9%	8,7%	5,5%	12,6%	9,4%	9,4%	7,1%	6,3%	6,3%

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.

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 khả năng điều chỉnh tăng đối với 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. Công ty kỳ vọng việc xây dựng tòa nhà thứ hai sẽ không bắt đầu trong năm 2025. 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.

Hình 5: 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 LTA-C1 vào mô hình định giá cho SCS của chúng tôi.

Trong giai đoạn 2025–29, dự báo của chúng tôi phản ánh (1) mức tăng dự kiến đối với thuế suất thuế TNDN của SCS từ mức 10% trong năm 2024 lên mức thuế suất chuẩn 20% kể từ năm 2025 trở đi (do ưu đãi thuế TNDN cho mảng hàng hóa của SCS sẽ hết hiệu lực vào năm 2024), và (2) những thay đổi trong bối cảnh ngành tại SGN sau khi LTA đi vào hoạt động vào năm 2027. Do những thay đổi về thuế TNDN của SCS, chúng tôi hiện áp dụng mức thuế suất 20% (so với 15% trước đây) vào các phép toán tính WACC của chúng tôi. Điều này không ảnh hưởng đến giá trị của WACC vì SCS không có nợ vay.

Giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn 6% so với Báo cáo cập nhật trước đó, do các mức cắt giảm lần lượt 5%/9%/10%/10%/4% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cho các năm 2025/26/27/28/29, từ đó gây ảnh hưởng đến tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi sang giữa năm 2026.

Hình 6: 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%	6.358	67.000
Tỷ lệ tăng				5,6%
Lợi suất cổ tức				9,4%
Tổng mức sinh lời				15,0%
P/E dự phóng 2025 tại giá mục tiêu / (giá thị trường)				10,4x / (9,8x)
P/E dự phóng 2026 tại giá mục tiêu / (giá thị trường)				10,1x / (9,6x)
P/E dự phóng 2027 tại giá mục tiêu / (giá thị trường)				13,9x / (13,1x)
P/E dự phóng 2028 tại giá mục tiêu / (giá thị trường)				15,1x / (14,3x)

Nguồn: Vietcap (số lượng cổ phiếu được làm tròn đến hàng nghìn gần nhất). Chúng tôi áp dụng hệ số P/E đã điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi, quỹ khen thưởng, phúc lợi & quỹ HĐQT.

Hình 7: 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	1.922
Tỷ lệ phi rủi ro %	8,0	8,0	GTHT của GTC (TT 3,0%)	3.257
Phần bù rủi ro thị trường %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GTC	5.179
Chi phí vốn CSH %	10,8	10,8	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	1.180
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	6.358
Thuế doanh nghiệp %	15,0	20,0	Cổ phiếu (triệu)	94,9
WACC %	10,8	10,8	Giá trị/cổ phiếu, đồng	67.000

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HĐKD *	749	769	548	497	488
- Thuế	-165	-169	-123	-113	-111
+ Khấu hao	46	48	49	50	39
- Vốn đầu tư XDCB	-21	-21	-22	-23	-23
- Tăng vốn lưu động	-34	5	-57	-10	-2
DTTD	576	632	395	402	391
Giá trị hiện tại của DTTD	548	542	305	281	247
GTHT của DTTD lũy kế	548	1.089	1.394	1.675	1.922

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

Hình 8: 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				
Tốc độ TT cuối		8,8%	9,8%	10,8%	11,8%	12,8%
	2,0%	75.800	68.500	62.800	58.300	54.600
	2,5%	79.400	71.100	64.800	59.800	55.800
	3,0%	83.600	74.100	67.000	61.500	57.200
	3,5%	88.600	77.500	69.500	63.400	58.700
	4,0%	94.600	81.600	72.400	65.600	60.300

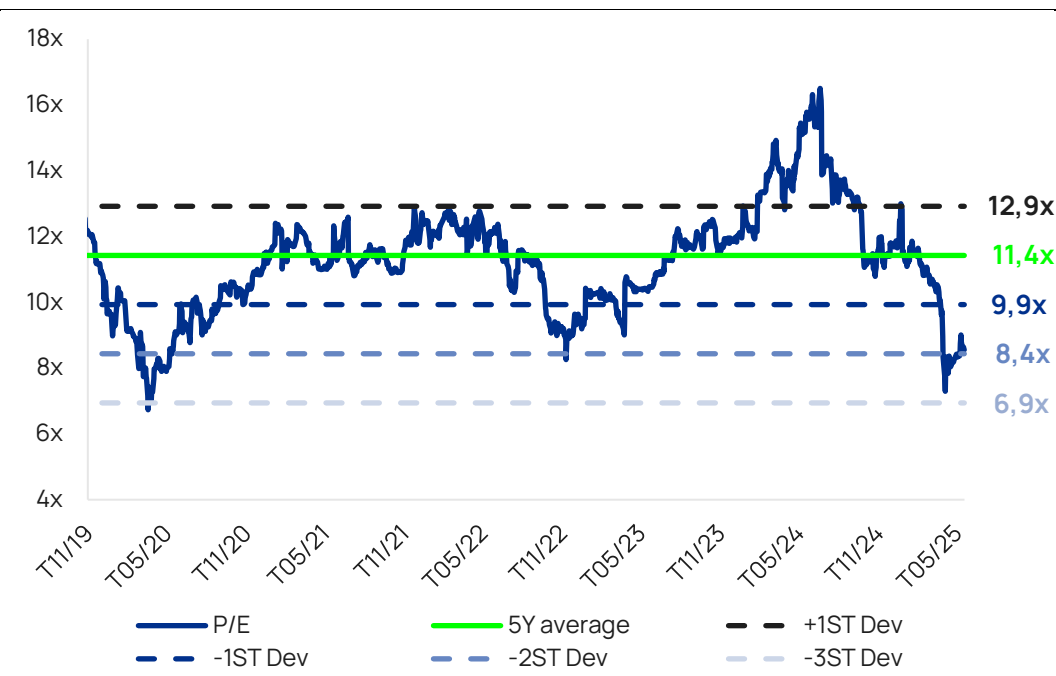
Nguồn: Vietcap

Hình 9: 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				
20%	30%	40%	76.100	19,8%	9,4%	29,3%
30%	40%	50%	67.000	5,6%	9,4%	15,0%
40%	50%	60%	57.900	-8,8%	9,4%	0,6%
50%	60%	70%	48.700	-23,3%	9,4%	-13,9%
60%	70%	80%	39.600	-37,6%	9,4%	-28,2%

Nguồn: Vietcap

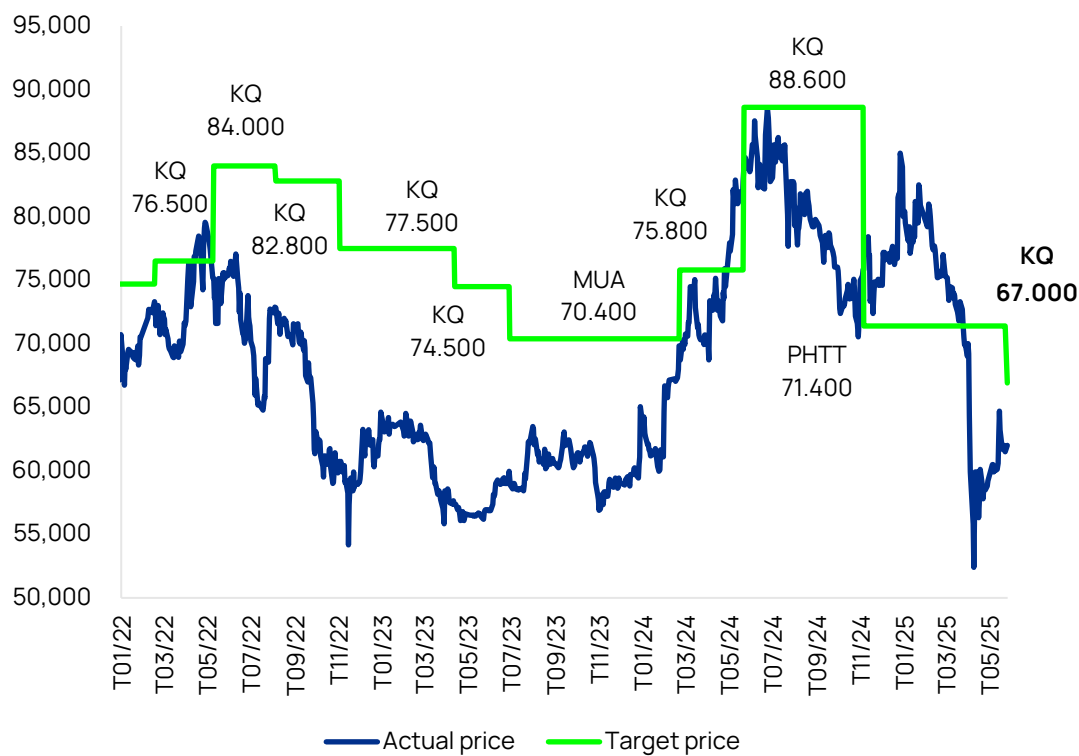
Hình 10: P/E trượt 12T của SCS



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 11: 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	1.113	1.139	874
Giá vốn hàng bán	-236	-226	-228	-201
Lợi nhuận gộp	801	887	910	673
Chi phí bán hàng & marketing	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	71	64	66	59
LN từ HĐKD	730	823	845	615
Thu nhập tài chính	57	48	48	52
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 LDLC	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) thuần khác	-2	-2	-2	-2
LNTT	783	867	890	664
Thuế TNDN	-90	-173	-178	-133
LNST trước CĐTS	693	694	712	531
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau CĐTS báo cáo	693	694	712	531
LNST sau CĐTS điều chỉnh ⁽¹⁾	620	620	636	464
EBITDA	827	914	937	713
EPS báo cáo, VND	7.302	7.236	7.420	5.538
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	6.533	6.467	6.633	4.837
DPS, VND	8.000	6.000	6.000	4.500
DPS/EPS (%)	122,5%	92,8%	90,5%	93,0%
(1) Điều chỉnh theo cổ tức ưu đãi, phát hành ESOP, và quỹ khen thưởng, phúc lợi & quỹ HDQT				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	47,1%	7,3%	2,3%	-23,2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	50,9%	12,8%	2,6%	-27,2%
Tăng trưởng LNTT	37,7%	10,8%	2,5%	-25,4%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	41,0%	-1,0%	2,6%	-27,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	77,2%	79,7%	80,0%	77,0%
Biên LN từ HĐ	70,4%	74,0%	74,2%	70,3%
Biên EBITDA	79,8%	82,1%	82,3%	81,5%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	66,8%	62,4%	62,5%	60,8%
ROE	50,5%	47,7%	45,9%	32,6%
ROA	38,5%	36,0%	35,4%	25,9%
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	3,2	3,5	4,3
CS thanh toán nhanh	2,8	3,2	3,5	4,3
CS thanh toán tiền mặt	2,6	3,0	3,2	4,1
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%	-90,2%	-92,6%	-92,0%
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	854	979	1.123
Đầu tư TC ngắn hạn	954	500	500	400
Các khoản phải thu	111	111	114	88
Hàng tồn kho	0	0	0	0
TS ngắn hạn khác	6	5	5	4
Tổng TS ngắn hạn	1.388	1.470	1.598	1.615
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	132	127	104
Tổng TS dài hạn	509	488	464	421
Tổng Tài sản	1.898	1.958	2.062	2.036
Phải trả ngắn hạn	6	9	9	8
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	481	444	451	368
Tổng nợ ngắn hạn	487	452	460	376
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	4	5	5	4
Tổng nợ	492	457	465	380
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	453	550	609
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.406	1.501	1.597	1.656
Tổng cộng nguồn vốn	1.898	1.958	2.062	2.036
Số cổ phiếu cuối năm, triệu	94,9	95,9	95,9	95,9

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	163	317	854	979
Thu nhập ròng	693	694	712	531
Khấu hao	45	46	48	49
Thay đổi vốn lưu động	144	-34	5	-57
Điều chỉnh khác	-216	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	666	706	764	523
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-19	-21	-21	-22
Đầu tư, ròng	684	454	0	100
Khác	-673	-5	-2	16
Tiền từ HĐ đầu tư	-8	429	-23	94
Cổ tức đã trả	-504	-611	-615	-472
Tăng (giảm) vốn cổ phần	12	12	0	0
Tăng (giảm) nợ vay	0	0	0	0
Tiền từ các HĐTC khác	-11	1	0	-1
Tiền từ hoạt động TC	-503	-598	-615	-473
Tổng lưu chuyển tiền tệ	154	537	125	144
Tiền cuối năm	317	854	979	1.123

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.