

CTCP DỊCH VỤ HÀNG HÓA SÀI GÒN (HSX: SCS)

Đứng trước ngã rẽ sinh mệnh

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn của SCS phụ thuộc rất lớn vào kết quả lựa chọn đơn vị khai thác tại Sân bay quốc tế Long Thành (LTIA). Chúng tôi xây dựng hai kịch bản cho sự kiện này, đó là: **Không được lựa chọn (kịch bản 1)** và **Được lựa chọn (kịch bản 2)** vào LTIA. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), giá mục tiêu cho hai kịch bản lần lượt là **66.200 VNĐ/cổ phiếu** và **109.500 VNĐ/cổ phiếu**. Chúng tôi khuyến nghị **QUAN SÁT** với mục tiêu giúp nhà đầu tư có thông tin, nhận định khách quan và đưa ra quyết định giao dịch khi thông tin chính thức được công bố.

- **Hàng hóa quốc tế từ Sân bay Tân Sơn Nhất (TSN) sẽ dần dịch chuyển về LTIA, điều này tạo nên hai lối rẽ về khả năng tăng trưởng trong dài hạn dành cho SCS:**
 - **Kịch bản 1: SCS không được tham gia LTIA**, khiến thị phần giảm còn 10% vào năm 2027 (-9 pps so với năm 2026), chỉ tập trung vào các hãng hàng không giá rẻ tại TSN. Doanh thu dự phóng giảm với CAGR -7% giai đoạn 2025-2029.
 - **Kịch bản 2: Tham gia LTIA** giúp SCS duy trì khách hàng và sản lượng hàng hóa quốc tế, giữ vững thị phần 19% trong giai đoạn 2025-2029. Doanh thu dự phóng tăng trưởng với CAGR 12% trong giai đoạn 2025 – 2029.
- **Biên lợi nhuận có xu hướng thu hẹp dài hạn nhưng vẫn được duy trì ở mức cao**
 - Biên gộp có xu hướng giảm kể từ năm 2027. **Trong kịch bản 1:** giá dịch vụ trung bình giảm do tỷ trọng sản lượng hàng hóa quốc tế giảm. **Đối với kịch bản 2:** SCS phải trả phí nhượng quyền khai thác cho chủ đầu tư. Chúng tôi giả định là 4,5% doanh thu.
 - Thuế suất TNDN là 20% từ năm 2025, sau khi hết thời gian ưu đãi. Cho năm 2025, biên ròng dự phóng đạt 61% (-6 pps YoY). Về dài hạn, biên ròng duy trì ở mức 59% trong cả hai kịch bản do biên gộp thu hẹp như đã nêu phía trên.

Dự phóng cho năm 2025, doanh thu và LNST của SCS đạt 1.153 tỷ đồng (+11% YoY) và 698 tỷ đồng (+1% YoY). EPS tương ứng là 6.512 VND. Trong dài hạn, tốc độ tăng trưởng kép về LNST giai đoạn 2025 – 2029 cho Kịch bản 1 và Kịch bản 2 lần lượt là -9% và +10%, tương ứng đạt 464 tỷ đồng và 1.021 tỷ đồng vào năm 2029.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thời gian đưa LTIA đi vào hoạt động có thể chậm hơn dự kiến.
- Chiến tranh thương mại trên toàn cầu trong nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Donald Trump có thể làm giảm nhu cầu đầu tư linh kiện điện tử và mua sắm xuyên quốc gia.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	839	851	705	1.037	1.153	1.313
Tăng trưởng (%)	21,1	1,4	-17,2	47,1	11,2	13,9
EBITDA	628	685	526	773	855	971
LNST	564	646	498	693	698	796
Tăng trưởng (%)	21,4	14,6	-22,9	39,0	0,8	14,0
Biên ròng (%)	67,2	75,9	70,7	66,8	60,6	60,6
ROA (%)	42,4	39,8	41,5	29,3	37,1	39,9
ROE (%)	45,7	45,1	45,1	37,2	49,6	54,8
EPS cơ bản (VND)	10.329	6.401	4.963	6.863	6.512	7.467
GTSS (VND)	24.619	15.271	14.185	14.815	14.828	15.295
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	6.000	5.000	6.500	7.000	7.000
P/E (x)	8,0	10,4	16,6	11,5	9,0	7,9
P/BV (x)	3,6	4,9	6,5	6,0	3,9	3,8

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 17/04/2025.

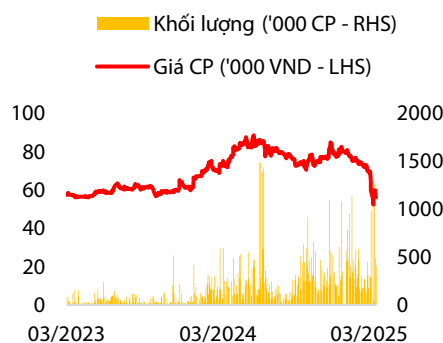
QUAN SÁT

Giá thị trường (VND)	58.000
Giá mục tiêu (VND)	N.R

Cổ tức tiền mặt trong vòng 12 tháng 3.500 VND

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng không
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.342,1
SLCPDLH (triệu cp)	94,9
Beta	0,9
Free Float (%)	40
Giá cao nhất 52 tuần	88.537
Giá thấp nhất 52 tuần	52.400
KLGD bình quân 20 phiên	444,33



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
SCS	-27,9	-23,3	-1,9
VN30 Index	-1,7	4,9	15,0
VN-Index	-2,9	-0,4	1,6

Cổ đông lớn (%)

CTCP Gemadept	33,42
TCT Cảng hàng không Việt Nam	13,62
CT TNHH MTV sửa chữa máy bay 41	7,07
Khác	45,89
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	12,16

Quân Cao

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 2223

quan.cn@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

KỊCH BẢN 1 – KHÔNG THAM GIA VÀO NHÀ GA HÀNG HÓA SỐ 1

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	15%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do ở hiện tại	5.155
Chi phí vốn chủ sở hữu	15%	+ Tiền mặt và Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.131
Lãi suất phi rủi ro	3%	- Nợ vay	0
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	12%	Giá trị vốn chủ sở hữu	6.286
Beta	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	94,9
Exit EV/EBITDA	10,0x	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	66.247

Bảng 1: Độ nhạy cho Giá trị hợp lý mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

		Exit EV/EBITDA				
		8	9	10	11	12
WACC	13%	63.113	66.569	70.024	73.480	76.936
	14%	61.469	64.780	68.091	71.402	74.713
	15%	59.900	63.074	66.247	69.421	72.594
	16%	58.403	61.446	64.489	67.531	70.574
	17%	56.972	59.891	62.810	65.729	68.647

KỊCH BẢN 2 – THAM GIA VÀO NHÀ GA HÀNG HÓA SỐ 1

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	15%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do ở hiện tại	9.259
Chi phí vốn chủ sở hữu	15%	+ Tiền mặt và Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.131
Lãi suất phi rủi ro	3%	- Nợ vay	0
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	12%	Giá trị vốn chủ sở hữu	10.390
Beta	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	94,9
Exit EV/EBITDA	10,0x	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	109.500

Bảng 2: Độ nhạy cho Giá trị hợp lý mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

		Exit EV/EBITDA				
		8	9	10	11	12
WACC	13%	102.685	109.808	116.930	124.053	131.176
	14%	99.475	106.300	113.124	119.949	126.773
	15%	96.416	102.958	109.499	116.040	122.582
	16%	93.501	99.773	106.045	112.317	118.589
	17%	90.719	96.736	102.752	108.768	114.784

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP PE

Mã cổ phiếu	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu thuần 2023 (triệu USD)	EBITDA 2023 (triệu USD)	Biên góp (%)	Biên ròng (%)	P/E 2023 (lần)	EV/EBITDA 2023 (lần)
NCT VN Equity	Việt Nam	95	29	12	48,3	30,9	11,2	7,1
AGLTY KK Equity	Kuwait	4.228	4.402	799	60,5	6,2	15,5	5,4
SATS SP Equity	Singapore	3.121	1.280	93	N/A	-1,5	N/A	42,5
CLEBI TI Equity	Thổ Nhĩ Kỳ	719	471	136	33,8	15,3	12,7	7,7
Trung vị 5 năm của ngành hàng hóa hàng không (2018-2023)							12,7	7,4

Bảng 3: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

			P/E				
			12,5x	13,5x	14,5x	15,5x	16,5x
EPS(VND)	2025	6.512	81.402	87.914	94.426	100.938	107.450
	2026	7.467	93.343	100.810	108.278	115.745	123.213

Nguồn: Fiinx, Bloomberg, CTCK Rông Việt

Mặc dù, triển vọng trong năm 2025 của SCS được dự báo sẽ tích cực nhưng diễn biến giá cổ phiếu đã giảm 14,2% YTD, tương đương P/E fwd 2025 là 10,4x (thấp hơn 28% so với mức trung vị ngành). Điều này hàm ý thị trường dành sự quan tâm về triển vọng về dài hạn của SCS, và “ngghi ngờ” với khả năng SCS được lựa chọn là đơn vị khai thác nhà ga số 1 tại LTIA.

Theo quan điểm của chúng tôi, SCS sở hữu năng lực khai thác tốt và cho rằng Công ty đang có lợi thế dẫn đầu trong cuộc cạnh tranh này ([xem thêm tại trang 29](#)). Tuy nhiên, quá trình đấu giá sẽ luôn tiềm ẩn yếu tố bất ngờ nên dự phóng của chúng tôi cho SCS sẽ được xây dựng thành hai kịch bản:

- **Kịch bản 1** – SCS **không** được chọn khai thác tại LTIA.
- **Kịch bản 2** – SCS được lựa chọn khai thác tại LTIA.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), giá mục tiêu cho hai kịch bản lần lượt là **66.200 VNĐ/cổ phiếu** và **109.500 VNĐ/cổ phiếu**, cùng với cổ tức tiền mặt dự kiến **3.500 VNĐ/cổ phiếu** trong 12 tháng tới. Chúng tôi khuyến nghị **QUAN SÁT** với mục tiêu giúp nhà đầu tư có được thông tin, nhận định khách quan và đưa ra quyết định giao dịch khi thông tin chính thức được công bố.

MỤC LỤC BÁO CÁO	
A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029	Trang 4
B. PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2020	Trang 16
C. PHỤ LỤC 2 – PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Trang 18
1. Tổng quan doanh nghiệp	Trang 18
2. Hoạt động kinh doanh chính	Trang 18
3. Vị thế của SCS so với các công ty khác trong nước	Trang 20
D. PHỤ LỤC 3 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG	Trang 23
E. PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA HÀNG KHÔNG	Trang 25
F. PHỤ LỤC 5– NHÀ GA HÀNG HÓA SỐ 1 TẠI SÂN BAY LONG THÀNH LÀ YẾU TỐ QUAN TRỌNG PHẢI THEO DÕI	Trang 27

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG (Quay lại Mục lục)

Sân bay quốc tế Long Thành (LTIA) dự kiến đi vào hoạt động vào Q1-FY27, đóng vai trò quan trọng trong triển vọng tăng trưởng dài hạn của SCS. LTIA sẽ có hai nhà ga hàng hóa thuộc hai dự án thành phần 3 và 4, thuộc hai chủ đầu tư khác nhau là Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam – CTCP (Upcom: ACV) và Bộ Giao thông vận tải (nay là Bộ Xây dựng) (Bảng 4). Qua thông tin thu thập được, chúng tôi cho rằng hai nhà ga hàng hóa có chức năng tương đồng nhau, cạnh tranh dựa trên chất lượng dịch vụ và sẽ có hai hình thức đầu tư khác nhau, cụ thể:

- **Nhà ga hàng hóa số 01** được đầu tư theo hình thức Nhượng quyền khai thác, do ACV làm chủ đầu tư và tổ chức đấu giá để lựa chọn đơn vị vận hành nhà ga, theo chia sẻ của SCS.
- **Nhà ga hàng hóa số 02** được đầu tư theo hình thức Công – Tư (PPP). Chúng tôi căn cứ theo hình thức đấu thầu của hạng mục suất ăn hàng không của Bộ GTVT. Do nhà ga hàng hóa số 02 và hạng mục suất ăn hàng không đều nằm trong công trình 4a của Dự án thành phần 4.

Theo SCS, Công ty dành sự quan tâm tới việc trở thành đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa số 01, do ACV làm chủ đầu tư. Nhà ga số 1 có thể được vận hành bởi một đơn vị hoặc liên danh giữa các công ty trong lĩnh vực khai thác hàng hóa. Hiện nay, **SCS đang là doanh nghiệp duy nhất cùng ACV**, trực tiếp làm việc với nhà tư vấn Incheon (Hàn Quốc) để thảo luận về các khía cạnh quan trọng như thiết kế kiến trúc, công năng, ứng dụng công nghệ, cũng như tư vấn khai thác và vận hành nên chúng tôi nghiêng về khả năng nhà ga số 1 được vận hành bởi một đơn vị duy nhất.

Trong khi đó, nhà ga số 2 nhận được sự quan tâm của Vietnam Airlines (HSX: HVN) và Viettel Post (HSX: VTP).

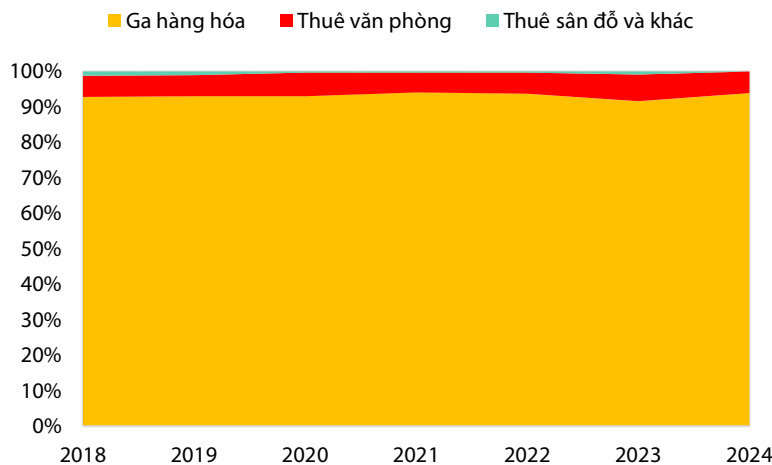
Bảng 4: Thông tin về nhà ga hàng hóa tại LTIA

Thông tin	Nhà ga hàng hóa số 01	Nhà ga hàng hóa số 02
Chủ đầu tư	ACV	Bộ Giao thông vận tải
Dự án	Thành phần 3	Thành phần 4
Hình thức đầu tư	Nhượng quyền khai thác	Công – Tư (PPP)
Lĩnh vực kinh doanh	Khai thác hàng hóa quốc tế/ nội địa Dịch vụ kho vận	Khai thác hàng hóa quốc tế/ nội địa Dịch vụ kho vận
Công suất thiết kế	600.000 tấn/năm	600.000 tấn/năm

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Doanh thu: Là doanh nghiệp ra đời sau tại TSN, nhà ga của SCS được thiết kế hiện đại với quy trình xử lý hàng hóa có tính tự động hóa cao, tạo nền tảng tăng trưởng bền vững. Doanh thu thuần của SCS đạt tăng trưởng kép 14%/năm trong giai đoạn 2014–2024, bất chấp tác động của COVID-19 (2020) và lạm phát toàn cầu (2023).

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của SCS

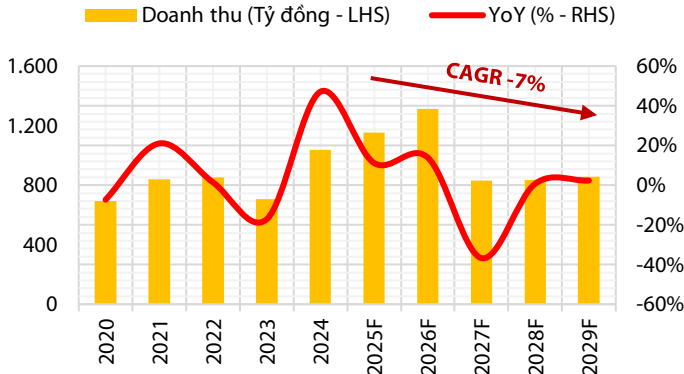


Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Trong giai đoạn này, SCS hưởng lợi từ xu hướng mở rộng kết nối của Việt Nam với thế giới, cùng với lợi thế khai thác vượt trội và tốc độ xử lý nhanh, giúp thu hút Qatar Airways và Cathay Pacific từ TCS ([xem thêm tại trang 20](#)). Hiện nay, hai hãng này xếp thứ 3 và 12 thế giới về sản lượng hàng hóa. Năm 2024, SCS đạt doanh thu 1.037 tỷ đồng (+47% YoY), nâng thị phần lên 19% (+380 bps YoY) (hình 4).

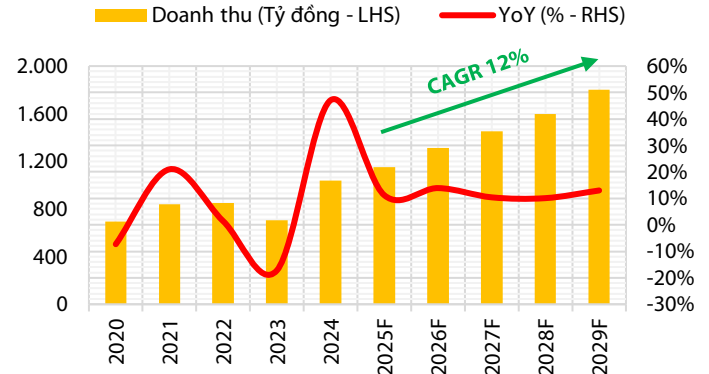
Lĩnh vực khai thác hàng hóa quốc tế chiếm tỷ trọng 85% - 90% tổng doanh thu của SCS từ khi đi vào hoạt động. Do đó, bước ngoặt sẽ đến khi LTIA đi vào hoạt động, lưu lượng hàng hóa quốc tế tại sân bay Tân Sơn Nhất (TSN) dự kiến sẽ giảm 40% vào năm 2027 ([xem thêm tại trang 27](#)). Qua đó, chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép về doanh thu của SCS là -7% theo Kịch bản 1 và +12% theo Kịch bản 2 trong giai đoạn 2025 - 2029.

Hình 2: Doanh thu của SCS theo Kịch bản 1



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Doanh thu của SCS theo Kịch bản 2



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực khai thác nhà ga hàng hóa

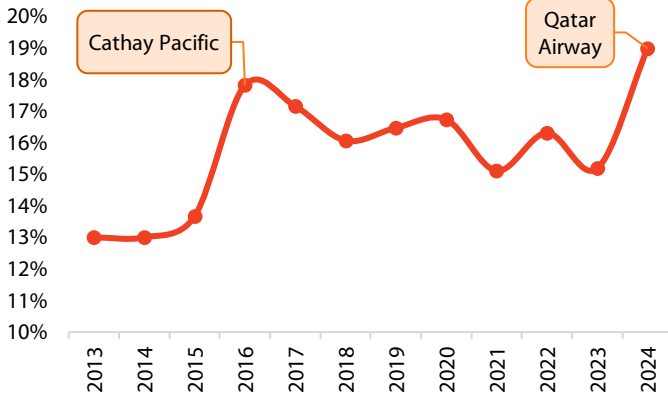
• Sản lượng hàng hóa quốc tế

- **Kịch bản 1:** Trong kịch bản này, SCS không thể tiếp tục phục vụ các khách hàng bị điều chuyển từ TSN về LTIA. Thị phần của SCS được dự báo thu hẹp còn 10% (-9 pps YoY) vào năm 2027 và chỉ còn các hãng hàng không giá rẻ tại TSN ([xem thêm tại trang 27](#)). Dự phóng sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS tăng trưởng kép -11% trong giai đoạn dự phóng.
- **Kịch bản 2:** Tham gia vào LTIA sẽ đảm bảo sản lượng hàng hóa quốc tế cho SCS. Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép đạt 11%, tương đương với tốc độ tăng của sản lượng hàng hóa quốc tế thông qua Việt Nam ([xem thêm tại trang 25](#)). Hàm ý rằng, thị phần của SCS được duy trì 19% trong giai đoạn dự phóng. Bởi vì SCS có thể tiếp tục phục vụ các khách hàng hiện tại của mình và môi trường cạnh tranh tại LTIA được xem như cuộc đua song mã giữa hai đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa số 1 và số 2, gần tương đồng với bối cảnh tại TSN hiện tại.

- **Sản lượng hàng hóa nội địa:** Khách hàng nội địa của SCS bao gồm Vietjet Air, Bamboo Airways và Vietravel Airlines. Trước dịch COVID-19, SCS gia tăng thị phần hàng nội địa nhờ xu hướng mở rộng của hãng hàng không giá rẻ. Nhưng kể từ năm 2022, hai khách hàng nội địa phải thu hẹp đội bay và cơ cấu lại tuyến/tần suất bay (hình 5). Do đó, thị phần trong ba năm gần nhất của SCS giảm trung bình 111 bps/năm. Dự phóng sản lượng hàng hóa nội địa của SCS đạt tốc độ tăng trưởng kép là 12% trong giai đoạn 2025 - 2029 dựa trên giả định:

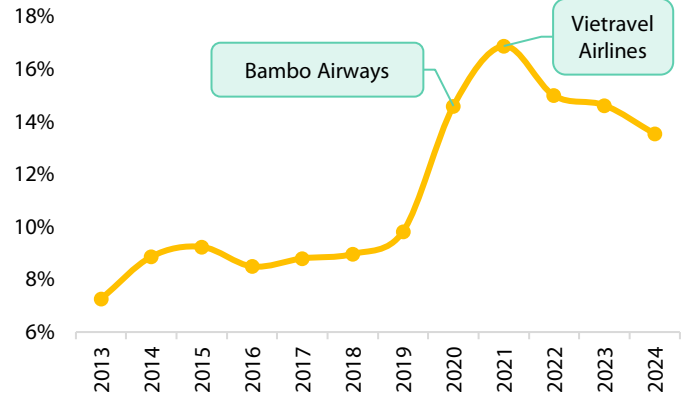
- Giai đoạn trước dịch COVID-19, lưu lượng hàng hóa trong nước ghi nhận tốc độ tăng trưởng trung bình 15%/năm, tương đương tăng trưởng gấp hai lần GDP của Việt Nam. Chúng tôi dự phóng lưu lượng hàng hóa nội địa sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng này.
- Hiện nay, hai hãng bay này có kế hoạch mở rộng đội bay trở lại nên chúng tôi dự phóng tốc độ thu hẹp thị phần của SCS sẽ chậm lại ở mức 30 bps/năm.

Hình 4: Thị phần hàng hóa quốc tế của SCS được mở rộng khi có thêm hai hãng hàng không lớn trên thế giới ...



Nguồn: SCS, ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 5: ...Trong khi đó, thị phần hàng hóa nội địa có xu hướng giảm kể từ 2022 khi các khách hàng nội địa tái cơ cấu



Nguồn: SCS, ACV, CTCK Rồng Việt

- **Giá dịch vụ trung bình:** Trung bình khoảng 3 năm, SCS sẽ điều chỉnh tăng phí dịch vụ từ 3 – 5% đối với các hãng bay. Do đó, chúng tôi giả định, SCS duy trì định kỳ 3 năm sẽ tăng phí dịch vụ 3% trong giai đoạn 2025 – 2029.

Lĩnh vực cho thuê văn phòng: Doanh thu ổn định từ lĩnh vực cho thuê văn phòng đóng góp tỷ trọng trung bình 7% cho SCS. Xuyên suốt giai đoạn 2013 – 2024, doanh thu cho thuê tăng trưởng kép 8% nhờ tăng được tỷ lệ cho thuê và giá thuê ([xem thêm tại trang 22](#)). Năm 2024, SCS đang cho thuê văn phòng với đơn giá ước tính là 7 triệu VND/m² và tỷ lệ lấp đầy lên tới 99%.

Chúng tôi giả định trong giai đoạn dự phóng, tỷ lệ lấp đầy sẽ được duy trì như năm 2024 và giá cho thuê tăng trưởng trung bình 2,6%/năm (tương đương tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2013 – 2024), lên mức 8 triệu VND/m² vào năm 2029.

Về dài hạn, SCS có kế hoạch mở rộng lĩnh vực này bằng cách đầu tư tòa nhà văn phòng SCSC-2 và Trung tâm phân phối suất ăn hàng không. Tuy nhiên, dự án chưa được Bộ Quốc phòng chấp thuận xây dựng nên chúng tôi không phản ánh tiềm năng tăng trưởng của dự án vào định giá.

Cơ cấu chi phí sản xuất: Sử dụng nhân lực hiệu quả là cách mà SCS tối ưu chi phí. Chúng tôi ước tính, mỗi nhân viên khai thác của SCS có khả năng xử lý được 1,75 tấn hàng hóa/ngày - mức cao nhất tại Việt Nam, tương đương với các nhà ga hiện đại như Bắc Kinh, Phố Đông (Thượng Hải), Bạch Vân (Quảng Châu) trong giai đoạn 2022 – 2023.

Đặc thù ngành là thâm dụng lao động. Do đó, chi phí nhân công và thuê ngoài của SCS chiếm tỷ lệ khoảng 70% trong cơ cấu giá vốn và có xu hướng tăng lên trong hai năm gần nhất do sản lượng tăng, đạt mức 83%.

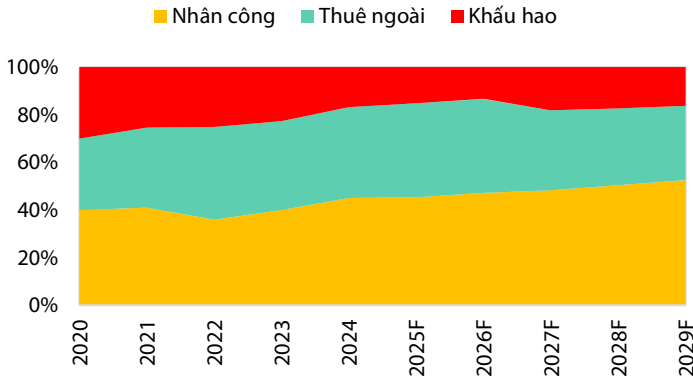
Ngoài ra, SCS không có chi phí thuê đất. Nhà ga tại TSN, SCS sử dụng đất của cổ đông lớn A41 ([xem thêm tại trang 18](#)), bù lại Công ty sẽ thanh toán cổ tức ưu đãi cố định cho A41 là 1,5 triệu USD đến năm 2028.

Dự phóng cho cả hai kịch bản, chi phí khấu hao không có sự khác biệt do ACV sẽ đầu tư xây dựng và máy móc thiết bị tại LTIA. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí thuê ngoài được duy trì ở mức 9% doanh thu thuần.

- **Kịch bản 1:** Chi phí nhân công được dự báo tăng trưởng kép -7% trong giai đoạn 2025 – 2029, do sản lượng tại TSN sụt giảm nên SCS giảm số lượng nhân viên khai thác.
- **Kịch bản 2:** Do ACV đầu tư toàn bộ chi phí xây dựng và máy móc thiết bị nên cơ cấu giá vốn sẽ có thêm chi phí quyền khai thác cho chủ đầu tư.
 - Chi phí nhân công được dự báo tăng trưởng kép 12% trong giai đoạn 2025 – 2029. SCS tăng thêm số lượng nhân viên khai thác để đảm bảo khả năng xử lý hàng hóa tại LTIA.
 - Theo thông tư 12/2022/TT-BGTVT của Bộ GTVT, phí nhượng quyền được quy định từ 1,5% - 4,5% của doanh thu nhà ga. Lựa chọn đơn vị khai thác nhà ga số 1 theo hình thức đấu giá, nghĩa là nhà

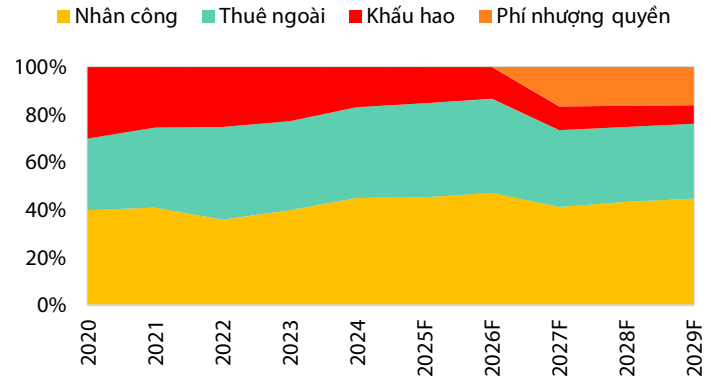
thầu có đủ năng lực cạnh tranh và sẵn sàng trả phí hấp dẫn nhất cho chủ đầu tư. Do đó, chúng tôi giả định SCS sẽ trúng thầu với phí nhượng quyền 4,5% doanh thu khai thác.

Hình 6: Cơ cấu giá vốn sản xuất theo Kịch bản 1



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Cơ cấu giá vốn sản xuất theo Kịch bản 2

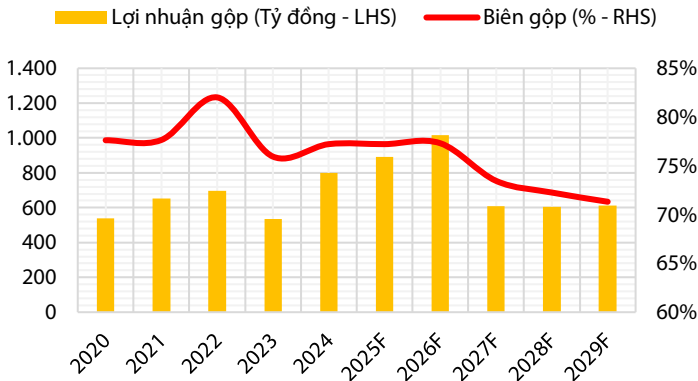


Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp: Do không mất chi phí thuê đất hàng năm như nêu trên, SCS luôn duy trì được biên lợi nhuận gộp ổn định, cao nhất thế giới so với các công ty cùng ngành, đạt mức trung bình là 76% trong 10 năm gần nhất. Tuy nhiên, biên gộp sẽ có xu hướng giảm kể từ năm 2027 trong cả hai kịch bản với nguyên nhân khác nhau:

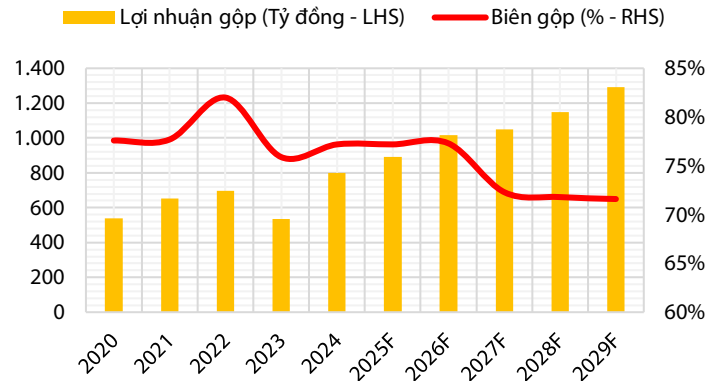
- **Kịch bản 1:** Giá dịch vụ trung bình dự báo tăng trưởng kép -4% trong giai đoạn 2025 – 2029 do giảm tỷ trọng sản lượng hàng hóa quốc tế. Hàng hóa quốc tế có thời gian lưu kho dài hơn hàng nội địa nên đơn giá dịch vụ của nhóm hàng này ước tính cao hơn 5 – 6 lần hàng nội địa.
- **Kịch bản 2:** Chi phí nhượng quyền khai thác tăng thêm là 4,5% doanh thu đã nêu phía trên.

Hình 8: Lợi nhuận gộp và biên gộp của SCS theo Kịch bản 1



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Lợi nhuận gộp và biên gộp của SCS theo Kịch bản 2



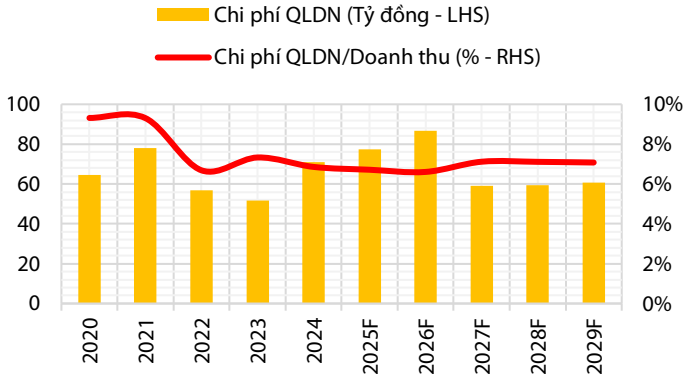
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN): SCS sở hữu khả năng quản lý chi phí hiệu quả. Khác với các doanh nghiệp cùng ngành trên thế giới, SCS không có chi phí bán hàng bởi vì:

- SCS và TCS tạo nên vị thế độc quyền nhóm tại khu vực phía Nam nên Công ty không có chi phí marketing hoặc hoa hồng đại lý.
- SCS tối ưu nguồn nhân lực bằng cách không tuyển dụng nhân viên kinh doanh, phần công việc này được thực hiện trực tiếp bởi Ban giám đốc.

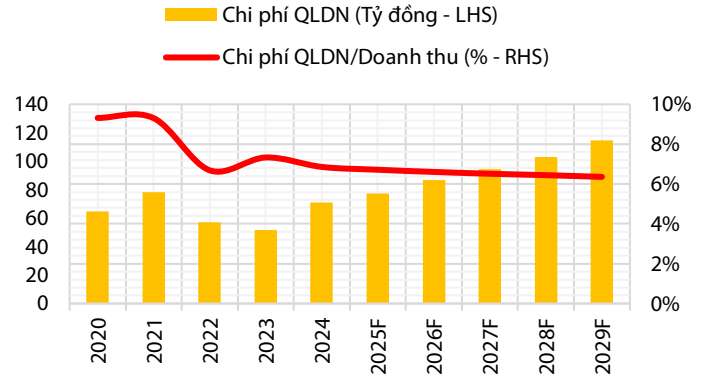
Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi giả định SCS sẽ duy trì tỷ lệ chi phí QLDN ở mức 6,5% - 7,0% doanh thu thuần. Trước thời điểm được niêm yết (năm 2017), chi phí QLDN chiếm tỷ lệ 16,2% doanh thu. Sau giai đoạn đó, tỷ lệ này đạt mức trung bình khoảng 9,5% từ 2018 – 2021, và giảm về mức 7,0% trong ba năm gần nhất. SCS có chính sách trả lương thấp cho nhân viên nhưng bù lại là chính sách phát hành cổ phiếu ưu đãi cho cán bộ chủ chốt, với tỷ lệ 0,5% - 1% số lượng cổ phiếu lưu hành.

Hình 10: Chi phí QLDN của SCS theo Kịch bản 1



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

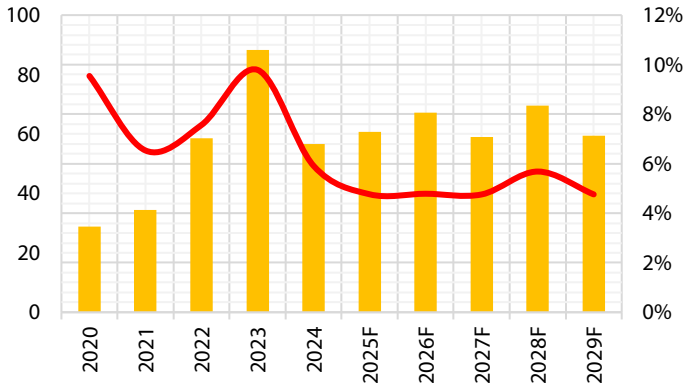
Hình 11: Chi phí QLDN của SCS theo Kịch bản 2



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

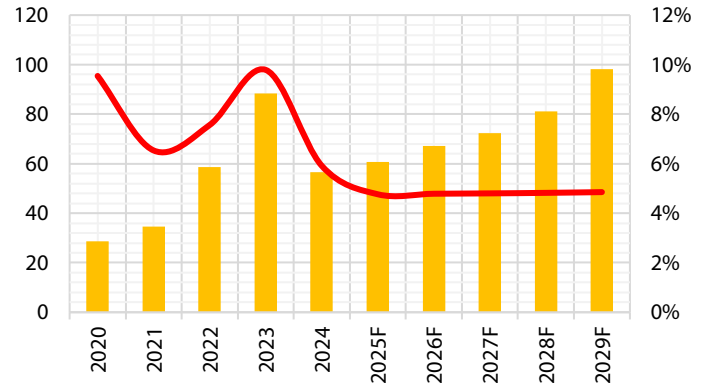
Hoạt động kinh doanh nguồn vốn: Chúng tôi lưu ý về khoản mục đóng góp đáng kể vào LNST của SCS là doanh thu tài chính. Nhờ lượng tiền mặt dồi dào, SCS thực hiện đầu tư vào tiền gửi ngắn hạn dưới một năm có lãi suất trung bình 5% – 6%. Trong 5 năm gần nhất, doanh thu tài chính của SCS đóng góp tỷ trọng 9% vào LNST. Chúng tôi cho rằng, hoạt động này dự kiến sẽ đóng góp khoảng 8 – 10% vào LNST của SCS trong giai đoạn 2025 – 2029.

Hình 12: Doanh thu thu tài chính của SCS theo Kịch bản 1



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Doanh thu thu tài chính của SCS theo Kịch bản 2



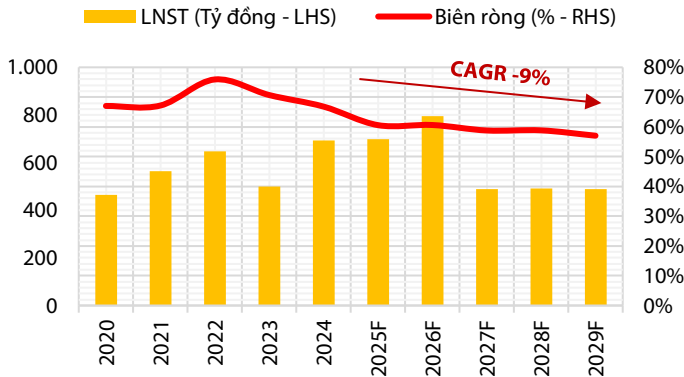
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận ròng: Năm 2025, thuế suất TNDN của SCS là 20% sau khi hết thời gian ưu đãi. Cụ thể, theo Nghị định 218/2013/NĐ-CP của Chính phủ quy định về Luật thuế TNDN, SCS được thành lập để đầu tư xây dựng nhà ga hàng hóa tại TSN, là dự án **đầu tư mới và duy nhất** nên được hưởng ưu đãi thuế suất 10% trong thời gian 15 năm kể từ 2010, miễn thuế phải nộp từ năm 2010 – 2013 và giảm 50% số thuế phải nộp 9 năm kể từ năm 2014.

Nếu tham gia vào dự án nhà ga hàng hóa số 1 tại LTIA, SCS đứng trên vai trò là đơn vị quản lý vận hành và đây là dự án thứ hai SCS tham gia. Do đó, chúng tôi cho rằng SCS không được ưu đãi về thuế suất TNDN như trước đây.

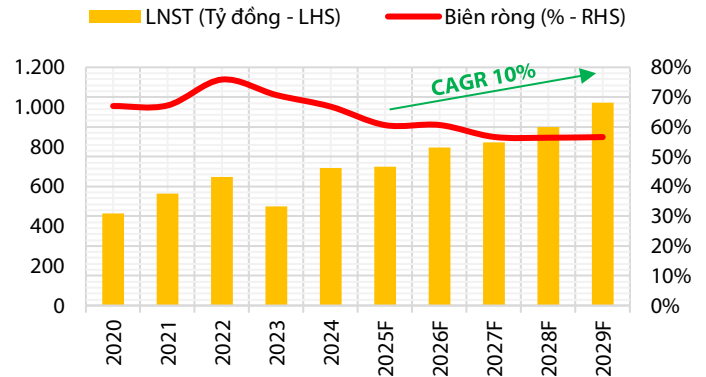
Cho năm 2025, dự phóng LNST của SCS đạt 698 tỷ đồng (+1% YoY) và biên lợi nhuận đạt 61% (-6 pps YoY). Trong hai kịch bản, LNST của SCS tăng trưởng kép lần lượt là -9% và +10% YoY trong giai đoạn dự phóng.

Hình 14: LNST và biên ròng của SCS theo Kịch bản 1



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 15: LNST và biên ròng của SCS theo Kịch bản 2

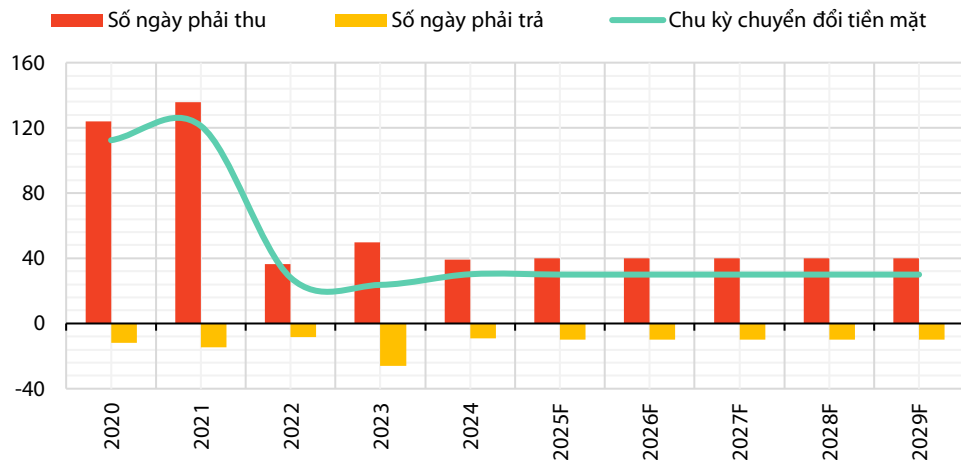


Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động: Khác với các công ty sản xuất, lĩnh vực hoạt động của SCS là cung cấp dịch vụ nên Công ty không có nhu cầu lớn về vốn lưu động để tích trữ hàng tồn kho. Số ngày phải thu và phải trả được SCS quản trị tốt và ổn định kể từ khi hoạt động (trừ giai đoạn dịch COVID-19), lần lượt ở mức 40 ngày và 10 ngày. Do đó, chúng tôi duy trì các chỉ số này trong giai đoạn dự phóng.

Hình 16: Dự phóng chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của SCS (ngày)

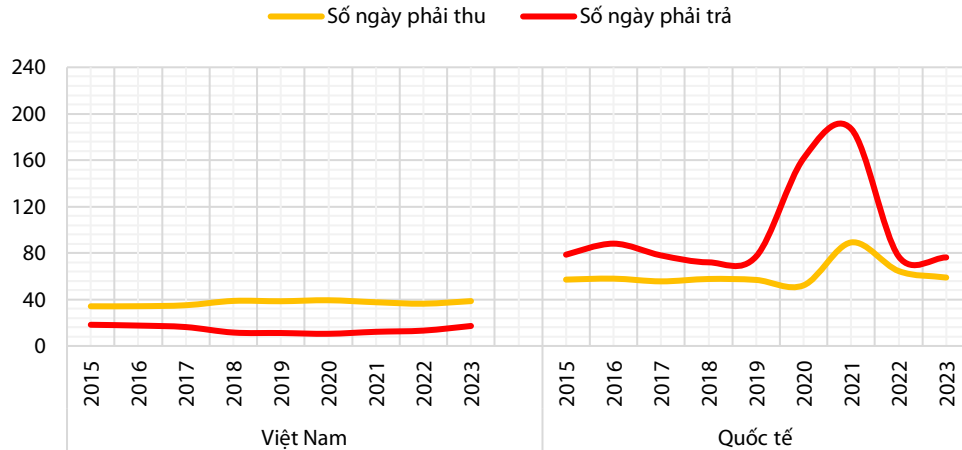


Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

So sánh với các công ty quốc tế, SCS có thể gia tăng được giá trị nếu tận dụng được nguồn vốn của nhà cung cấp:

- Các doanh nghiệp trong lĩnh vực khai thác nhà ga hàng hóa có năng lực đàm phán cao với khách hàng và nhà cung cấp nhờ môi trường ít cạnh tranh nhưng các công ty Việt Nam như SCS, NCT và ALS luôn thanh toán sớm cho nhà cung cấp nhưng thu tiền chậm với các hãng bay.
- Trong khi đó, các công ty quốc tế có chính sách phải thu nới lỏng hơn so với Việt Nam nhưng lại chiếm dụng vốn của nhà cung cấp rất triệt để. Mức trung vị số ngày phải trả luôn cao hơn khoảng 1,5 lần số ngày phải thu (hình 17).

Hình 17: Mức trung vị số ngày phải thu/phải trả của các công ty Việt Nam và Quốc tế



Nguồn: Fiinx, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

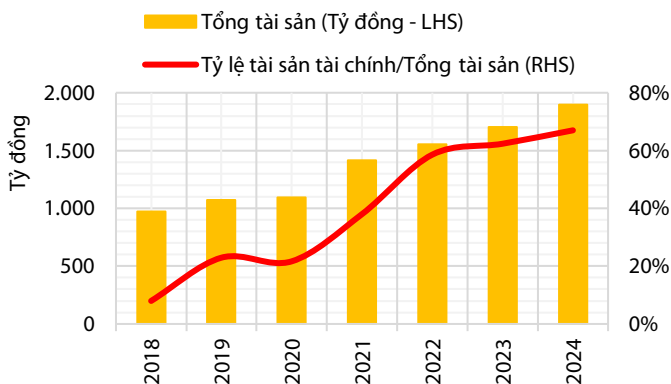
Đầu tư TSCĐ: Nhà ga của SCS được đầu tư ban đầu với tổng chi phí là 50 triệu USD. Giai đoạn trước năm 2022, Công ty chi trung bình 4,5 tỷ đồng để bảo dưỡng hệ thống máy móc hàng năm. Giai đoạn 2022 - 2024, SCS đầu tư 78 tỷ đồng vào hệ thống máy móc (xe nâng, hệ thống nâng/ hạ hàng ETV) để tăng công suất nhà ga từ 200.000 tấn/năm lên 350.000 tấn/năm, qua đó hoàn thiện hai giai đoạn của nhà ga tại TSN. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi dự phóng chi phí đầu tư (CAPEX) là 5 tỷ/năm do Công ty chưa có kế hoạch đầu tư lớn:

- Nhà ga số 1 tại LTIA được ACV đầu tư xây dựng và lắp đặt máy móc thiết bị toàn bộ.
- Chúng tôi chưa phản ánh chi phí đầu tư xây dựng Tòa nhà văn phòng SCSC – 2 do chưa có phê duyệt xây dựng trên đất của Bộ Quốc phòng.

Cơ cấu nguồn vốn lành mạnh: SCS sở hữu lượng tiền mặt và tài sản tài chính ngắn hạn dồi dào, chiếm tới 67% tổng tài sản. Cơ cấu vốn của SCS chỉ có vốn chủ sở hữu, không có sự hiện diện của nợ vay vì không có nhu cầu sử dụng vốn lưu động.

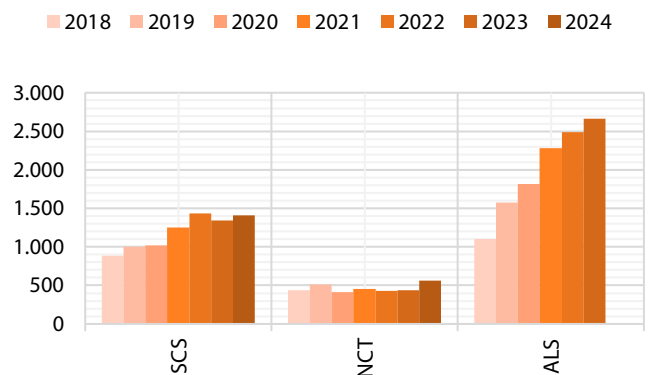
Quy mô vốn chủ sở hữu (VCSH) thuộc nhóm đầu của những doanh nghiệp khai thác nhà ga hàng hóa tại Việt Nam, đảm bảo tiêu chí về vốn để tham gia các dự án đấu thầu. Năm 2024, vốn chủ sở hữu (VCSH) của SCS đạt 1.021 tỷ đồng. So với các công ty đại chúng cùng ngành tại Việt Nam, VCSH của SCS xếp thứ hai, sau ALS do tỷ lệ chi trả cổ tức (payout ratios) của SCS cao hơn so với ALS. Trong năm 2023, tỷ lệ chi trả cổ tức của SCS là 75% và ALS là 40%.

Hình 18: SCS sở hữu lượng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn dồi dào



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

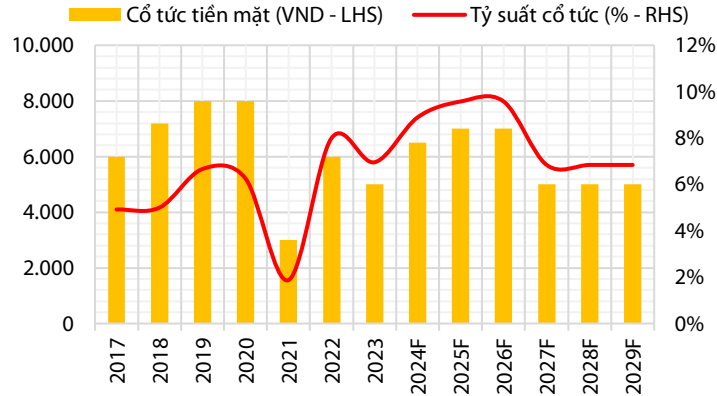
Hình 19: VCSH của SCS xếp thứ 2 trong số các công ty đại chúng của Việt Nam



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

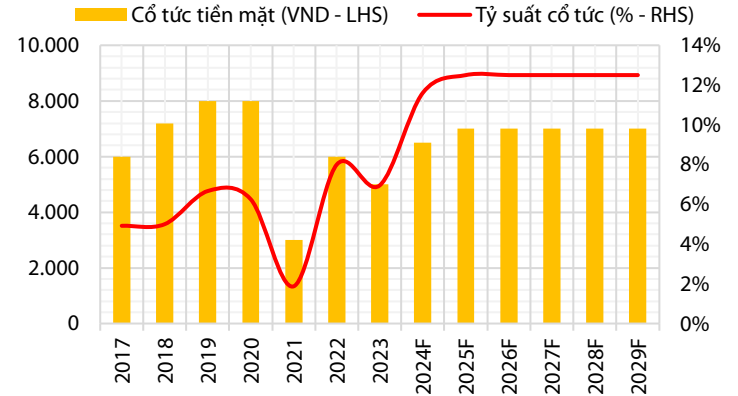
Chính sách cổ tức tiền mặt: SCS duy trì chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn, từ 5.000 – 8.000 VNĐ/cổ phiếu, với lợi suất 5-6%/năm (riêng năm 2021 là 30% do ảnh hưởng COVID-19). Do nhu cầu đầu tư TSCĐ trong ngắn hạn là không nhiều và tiền mặt dồi dào nên SCS dự kiến sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt khoảng 7.000 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng lợi tức cổ phiếu là 12% (tính trên giá đóng cửa 58.000 VND ngày 17/04/2025), cao hơn so với lãi suất tiền gửi kỳ hạn một năm tại ngân hàng Vietcombank (4,6%/năm). Do đó, SCS phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 20: Tỷ lệ cổ tức tiền mặt giảm nhẹ trong kịch bản 1 do cần đảm bảo lợi nhuận giữ lại dương để chi trả cổ tức



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

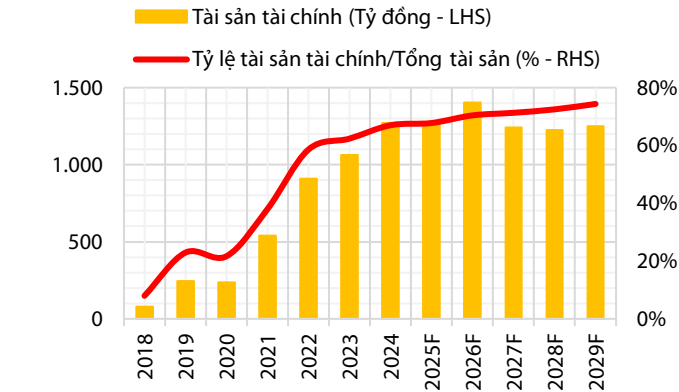
Hình 21: Kế hoạch của SCS sẽ tăng tỷ lệ cổ tức tiền mặt hàng năm lên 7.000 VNĐ/cổ phiếu theo kịch bản 2



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

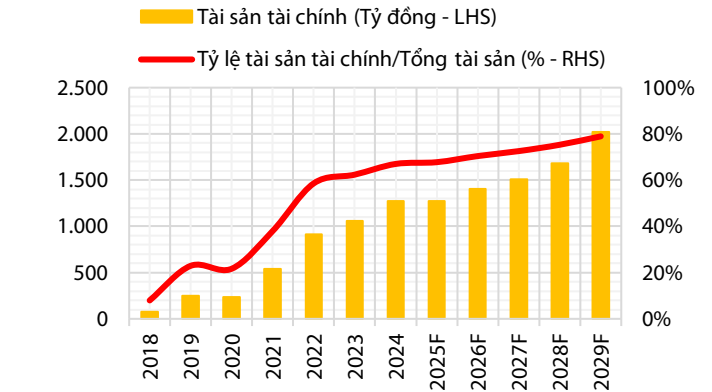
Trong cả hai kịch bản, SCS đều cho thấy sức khỏe tài chính vững mạnh. Tài sản tài chính bao gồm tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn dồi dào (hình 22&23). Giá trị tài sản tài chính luôn duy trì trên 800 tỷ đồng, tương ứng chiếm tỷ lệ trên 65% tổng tài sản. Điều này hàm ý rằng, SCS đủ sức duy trì tỷ lệ cổ tức cao và vẫn đảm bảo năng lực tài chính để có thể tham gia/đầu tư vào dự án nhà ga LTIA giai đoạn 2 – 3 trong tương lai.

Hình 22: Tỷ lệ tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn theo kịch bản 1



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Tỷ lệ tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn theo kịch bản 2



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

KỊCH BẢN 1 – SCS KHÔNG ĐƯỢC CHỌN KHAI THÁC TẠI LTIA
Bảng 5: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của SCS

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	839	851	705	1.037	1.153	1.313	830	836	856
Giá vốn hàng bán	187	153	170	236	259	294	217	229	242
Lợi nhuận gộp	652	698	535	801	894	1.019	613	608	614
Chi phí bán hàng và quản lý	78	57	52	71	77	87	59	59	61
Các chi phí tài chính khác	1	0	1	1	1	1	1	1	1
EBITDA	628	685	526	773	855	971	593	588	593
Chi phí không hoạt động	2	3	2	3	3	4	2	2	2
Thu nhập không hoạt động	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Thu nhập tài chính	35	59	88	57	61	67	59	70	59
Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Thu nhập trước thuế (EBT)	605	697	569	783	873	995	610	615	610
Chi phí thuế TNDN	42	50	70	90	175	199	122	123	122
Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	564	646	498	693	698	796	488	492	488
Biên ròng	67,2	75,9	70,7	66,8	60,6	60,6	58,8	57,8	57,0
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)	10.329	6.401	4.963	6.863	4.405	4.349	4.833	4.405	4.349

Nguồn: SCS, CTCK Rông Việt

Bảng 6: Bảng cân đối kế toán của SCS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	58	51	163	317	321	450	286	315	341
Đầu tư ngắn hạn	480	860	899	954	954	954	954	900	900
Các khoản phải thu	312	85	96	111	126	144	91	92	94
Hàng tồn kho	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Các tài sản ngắn hạn khác	1	4	4	6	6	7	5	5	5
Tài sản ngắn hạn	851	1.000	1.163	1.388	1.408	1.555	1.335	1.312	1.340
Tài sản cố định ròng	499	491	477	446	411	376	341	305	270
Đầu tư tại các công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản vô hình	1	1	0	0	0	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	65	64	64	63	63	63	63	63	63
Tài sản dài hạn	564	555	540	509	474	439	404	368	333
Tổng tài sản	1.416	1.556	1.703	1.898	1.882	1.994	1.739	1.680	1.672
NỢ PHẢI TRẢ									
Nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Các khoản phải trả	8	4	12	6	7	8	6	6	7
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	157	114	346	478	461	526	333	335	343
Nợ phải trả ngắn hạn	164	118	358	484	469	534	339	341	349
Nợ phải trả dài hạn	2	4	6	8	7	9	6	6	6
Tổng nợ phải trả	166	122	364	492	475	542	344	347	355
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phiếu ưu đãi	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Cổ phiếu phổ thông	507	939	944	949	949	949	949	949	949
Lợi nhuận giữ lại	618	423	315	370	372	416	359	298	282
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	52	-	8	15	15	15	15	15	15
Vốn chủ sở hữu	1.249	1.434	1.339	1.406	1.407	1.451	1.395	1.333	1.317
Tổng nguồn vốn	1.416	1.556	1.703	1.898	1.882	1.994	1.739	1.680	1.672

Nguồn: SCS, CTCK Rông Việt

Bảng 7: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận ròng	564	646	498	693	698	796	488	484	488
Cộng:									
Khấu hao TSCĐ	54	44	44	45	40	40	40	40	41
Phân bổ TSCĐ vô hình	1	0	0	0	0	0	0	0	0
(Lãi)/Lỗ thanh lý tài sản	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Lãi lỗ từ cty LDLC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Khác									
Dòng tiền từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	619	691	543	738	739	837	529	525	529
(tăng)/giảm tiền hoạt động	(22)	7	(112)	(154)	257	-	-	-	-
(tăng)/giảm khoản phải thu	(77)	227	(11)	(15)	(15)	(18)	53	(1)	(2)
(tăng)/giảm hàng tồn kho	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(tăng)/giảm các tài sản ngắn hạn khác	8	(3)	(0)	(1)	(1)	(1)	3	(0)	(0)
Tăng/(giảm) khoản phải trả người bán	3	(4)	9	(6)	1	1	(2)	0	0
Tăng/(giảm) các khoản phải trả khác	88	(43)	232	132	(17)	64	(193)	2	8
(tăng)/giảm vốn lưu động	0	184	118	(45)	(31)	47	(140)	2	6
Chi phí bất thường	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(tăng)/giảm tài sản dài hạn khác	2	1	0	1	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) các khoản phải trả dài hạn khác	(3)	3	1	2	(1)	2	(3)	(0)	(0)
Dòng tiền thuần từ HĐKD	619	878	662	695	707	885	387	527	535
Chi đầu tư TSCĐ	(6)	(37)	(22)	(19)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Lãi/lỗ thanh lý tài sản	0	0	0	1	1	1	1	1	1
(tăng)/giảm các khoản đầu tư ngắn hạn	(279)	(380)	(39)	(55)	-	-	-	54	-
(tăng)/giảm đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(285)	(417)	(61)	(73)	(4)	(4)	(4)	50	(4)
Tăng/(giảm) các khoản vay nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) khoản nợ vay dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phiếu ưu đãi	35	35	36	38	39	40	41	42	-
Cổ tức trả cho chủ sở hữu	(271)	(439)	(367)	(515)	(617)	(664)	(474)	(474)	(474)
Tăng/(giảm) cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) cổ phần phổ thông	-	431	5	5	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) vốn chủ sở hữu khác	(0)	(52)	8	7	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(237)	(24)	(317)	(465)	(578)	(625)	(434)	(432)	(474)
Lưu chuyển tiền thuần	97	437	284	158	124	256	(51)	144	56

Nguồn: SCS, CTCK Rong Việt

KỊCH BẢN 2 – SCS ĐƯỢC LỰA CHỌN KHAI THÁC TẠI LTIA
Bảng 8: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của SCS

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	839	851	705	1.037	1.153	1.313	1.450	1.597	1.804
Giá vốn hàng bán	187	153	170	236	259	294	396	444	505
Lợi nhuận gộp	652	698	535	801	894	1.019	1.054	1.152	1.299
Chi phí bán hàng và quản lý	78	57	52	71	77	87	94	103	115
Các chi phí tài chính khác	1	0	1	1	1	1	2	2	2
EBITDA	628	685	526	773	855	971	998	1.088	1.223
Chi phí không hoạt động	2	3	2	3	3	4	4	4	5
Thu nhập không hoạt động	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Thu nhập tài chính	35	59	88	57	61	67	72	81	98
Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Thu nhập trước thuế (EBT)	605	697	569	783	875	1.000	1.034	1.136	1.290
Chi phí thuế TNDN	42	50	70	90	175	200	207	227	258
Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	564	646	498	693	698	796	821	900	1.021
Biên ròng	67,2	75,9	70,7	66,8	60,6	60,6	56,6	56,4	56,6
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)	10.329	6.401	4.963	6.863	6.512	7.467	7.271	7.997	9.574

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: Bảng cân đối kế toán của SCS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	58	51	163	317	321	450	554	728	1.069
Đầu tư ngắn hạn	480	860	899	954	954	954	954	954	954
Các khoản phải thu	312	85	96	111	126	144	159	175	198
Hàng tồn kho	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Các tài sản ngắn hạn khác	1	4	4	6	6	7	8	9	10
Tài sản ngắn hạn	851	1.000	1.163	1.388	1.408	1.555	1.675	1.865	2.231
Tài sản cố định ròng	499	491	477	446	411	376	341	305	270
Đầu tư tại các công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản vô hình	1	1	0	0	0	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	65	64	64	63	63	63	63	63	63
Tài sản dài hạn	564	555	540	509	474	439	404	368	333
Tổng tài sản	1.416	1.556	1.703	1.898	1.882	1.994	2.079	2.234	2.564
NỢ PHẢI TRẢ									
Nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Các khoản phải trả	8	4	12	6	7	8	11	12	14
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	157	114	346	478	461	526	580	639	722
Nợ phải trả ngắn hạn	164	118	358	484	469	534	591	651	736
Nợ phải trả dài hạn	2	4	6	8	7	9	10	11	12
Tổng nợ phải trả	166	122	364	492	475	542	601	662	748
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phiếu ưu đãi	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Cổ phiếu phổ thông	507	939	944	949	949	949	949	949	949
Lợi nhuận giữ lại	618	423	315	370	372	416	442	536	780
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	52	-	8	15	15	15	15	15	15
Vốn chủ sở hữu	1.249	1.434	1.339	1.406	1.407	1.451	1.477	1.572	1.816
Tổng nguồn vốn	1.416	1.556	1.703	1.898	1.882	1.994	2.079	2.234	2.564

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận ròng	564	646	498	693	698	796	821	900	1.021
Cộng:									
Khấu hao TSCĐ	54	44	44	45	40	40	40	40	41
Phân bổ TSCĐ vô hình	1	0	0	0	0	0	0	0	0
(Lãi)/Lỗ thanh lý tài sản	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Lãi lỗ từ cty LDLC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Khác									
Dòng tiền từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	619	691	543	738	739	837	862	941	1.062
(tăng)/giảm tiền hoạt động	(22)	7	(112)	(154)	257	-	-	-	-
(tăng)/giảm khoản phải thu	(77)	227	(11)	(15)	(15)	(18)	(15)	(16)	(23)
(tăng)/giảm hàng tồn kho	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(tăng)/giảm các tài sản ngắn hạn khác	8	(3)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Tăng/(giảm) khoản phải trả người bán	3	(4)	9	(6)	1	1	3	1	2
Tăng/(giảm) các khoản phải trả khác	88	(43)	232	132	(17)	64	55	59	83
(tăng)/giảm vốn lưu động	0	184	118	(45)	(31)	47	42	43	61
Chi phí bất thường	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(tăng)/giảm tài sản dài hạn khác	2	1	0	1	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) các khoản phải trả dài hạn khác	(3)	3	1	2	(1)	2	1	1	1
Dòng tiền thuần từ HĐKD	619	878	662	695	707	885	905	985	1.124
Chi đầu tư TSCĐ	(6)	(37)	(22)	(19)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Lãi/lỗ thanh lý tài sản	0	0	0	1	1	1	1	1	1
(tăng)/giảm các khoản đầu tư ngắn hạn	(279)	(380)	(39)	(55)	-	-	-	-	-
(tăng)/giảm đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(285)	(417)	(61)	(73)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
Tăng/(giảm) các khoản vay nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) khoản nợ vay dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phiếu ưu đãi	35	35	36	38	39	40	82	87	51
Cổ tức trả cho chủ sở hữu	(271)	(439)	(367)	(515)	(617)	(664)	(664)	(664)	(664)
Tăng/(giảm) cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) cổ phần phổ thông	-	431	5	5	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) vốn chủ sở hữu khác	(0)	(52)	8	7	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(237)	(24)	(317)	(465)	(578)	(625)	(582)	(577)	(613)
Lưu chuyển tiền thuần	97	437	284	158	124	256	319	403	506

Nguồn: SCS, CTCK Rong Việt

PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029

Bảng 11: Doanh thu dự phóng theo mảng kinh doanh (tỷ đồng) ([Quay lại Mục lục](#))

DOANH THU (TỶ ĐỒNG)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Nhà ga hàng hóa									
Kịch bản 1	790	798	646	970	1.084	1.243	758	763	780
Tăng trưởng YoY	22%	1%	-19%	50%	12%	15%	-39%	1%	2%
Tỷ trọng	94%	94%	92%	94%	94%	95%	91%	91%	91%
Kịch bản 2	790	798	646	970	1.084	1.243	1.378	1.523	1.729
Tăng trưởng YoY	22%	1%	-19%	50%	12%	15%	11%	11%	14%
Tỷ trọng	94%	94%	92%	94%	94%	95%	95%	95%	96%
Cho thuê văn phòng					62	63	65	67	68
Tăng trưởng YoY	1%	9%	5%	13%	3%	3%	3%	3%	3%
Tỷ trọng	6%	6%	8%	6%	5%	5%	4%	4%	4%
Khác					7	7	7	7	7
Tăng trưởng YoY	9%	-4%	121%	27%	0%	0%	0%	0%	0%
Tỷ trọng	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Tổng cộng									
Kịch bản 1	839	851	705	1.037	1.153	1.313	830	836	856
Tăng trưởng YoY	21%	1%	-17%	47%	11%	14%	-37%	1%	2%
Kịch bản 2	839	851	705	1.037	1.153	1.313	1.450	1.597	1.804
Tăng trưởng YoY	21%	1%	-17%	47%	11%	14%	10%	10%	13%

Nguồn: SCS, CTCK Rông Việt

Bảng 12: Khả năng sinh lời

ĐƠN VỊ: TỶ ĐỒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận gộp									
Kịch bản 1	652	698	535	801	894	1.019	613	608	614
Biên lợi nhuận gộp	77,7%	82,0%	75,9%	77,2%	77,5%	77,6%	73,8%	72,7%	71,8%
Tăng trưởng YoY	21%	7%	-23%	50%	12%	14%	-40%	-1%	1%
Kịch bản 2	652	698	535	801	894	1.019	1.054	1.152	1.299
Biên lợi nhuận gộp	77,7%	82,0%	75,9%	77,2%	77,5%	77,6%	72,7%	72,2%	72,0%
Tăng trưởng YoY	21%	7%	-23%	50%	12%	14%	3%	9%	13%
Chi phí BH&QLDN									
Kịch bản 1	78	57	52	71	77	87	59	59	61
Chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần	9,3%	6,7%	7,3%	6,9%	6,7%	6,6%	7,1%	7,1%	7,1%
Tăng trưởng YoY	21%	-27%	-9%	38%	9%	12%	-32%	1%	2%
Kịch bản 2	78	57	52	71	77	87	94	103	115
Chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần	9,3%	6,7%	7,3%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,4%
Tăng trưởng YoY	21%	-27%	-9%	38%	9%	12%	9%	9%	11%
EBIT									
Kịch bản 1	573	641	482	729	815	931	553	547	553
Biên EBIT	68,2%	75,3%	68,4%	70,3%	70,7%	70,9%	66,6%	65,4%	64,6%
Tăng trưởng YoY	21%	12%	-25%	51%	12%	14%	-41%	-1%	1%
Kịch bản 2	573	641	482	729	815	931	958	1.048	1.182
Biên EBIT	68,2%	75,3%	68,4%	70,3%	70,7%	70,9%	66,0%	65,6%	65,5%

Tăng trưởng YoY	21%	12%	-25%	51%	12%	14%	3%	9%	13%
LNST									
Kịch bản 1	564	646	498	693	698	796	488	484	488
Biên ròng	67,2%	75,9%	70,7%	66,8%	60,6%	60,6%	58,8%	57,8%	57,0%
Tăng trưởng YoY	21%	15%	-23%	39%	11%	14%	-37%	1%	2%
Kịch bản 2	564	646	498	693	700	800	827	908	1.032
Biên ròng	67,2%	75,9%	70,7%	66,8%	60,7%	60,9%	57,0%	56,9%	57,2%
Tăng trưởng YoY	21%	15%	-23%	39%	1%	14%	3%	10%	14%

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Bảng 13: Chỉ số hoạt động dự phóng

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	135,9	36,6	49,8	39,2	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Số ngày tồn kho	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Số ngày phải trả	14,6	8,5	26,1	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Bảng 14: Cổ tức tiền mặt hằng năm của SCS

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	3.000	6.000	5.000	6.500	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức	48,1%	67,9%	73,6%	74,3%	88,1%	83,0%	80,3%	73,1%	64,4%
Tỷ suất cổ tức	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 2 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP [\(Quay lại Mục lục\)](#)

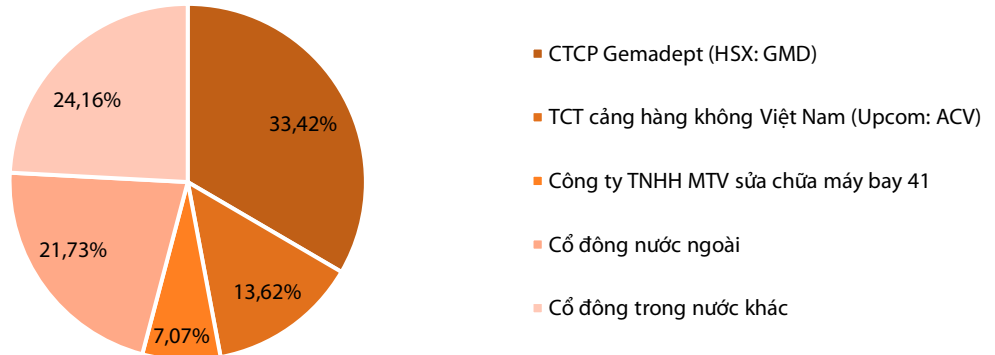
Tổng quan doanh nghiệp

CTCP dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (HSX: SCS) thành lập vào năm 2008 nhằm đầu tư xây dựng và phát triển nhà ga hàng hóa hàng không theo tiêu chuẩn quốc tế tại sân bay Tân Sơn Nhất. Dự án ga hàng hóa tại Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất của SCS được triển khai xây dựng từ tháng 06/2009 và hoàn thành vào tháng 08/2010. Nhà ga hàng hóa chính thức được đưa vào vận hành khai thác từ đầu năm 2012, sau hơn một năm chạy thử và nghiệm thu.

Cơ cấu cổ đông của SCS tương đối cô đặc, ba tổ chức là CTCP Gemadept (HSX: GMD), TCT cảng hàng không Việt Nam (Upcom: ACV) và Công ty TNHH MTV sửa chữa máy bay 41 là nhóm cổ đông sáng lập của SCS.

- **CTCP Gemadept (HSX: GMD):** sở hữu 33,42% cổ phần tại SCS. GMD được thành lập vào năm 1990, hoạt động chính trong lĩnh vực cảng biển và Logistics. GMD có vị thế lớn trong ngành cảng biển, sở hữu và khai thác hệ thống cảng trải dài từ Bắc vào Nam, đa dạng về loại hình từ cảng cạn (ICD), cảng sông và cảng nước sâu.
- **Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam (Upcom: ACV):** sở hữu 13,62% cổ phần tại SCS. ACV là doanh nghiệp nhà nước, có vị thế độc quyền về khai thác 22 cảng hàng không tại Việt Nam, bao gồm 7 sân bay quốc tế và 15 sân bay quốc nội.
- **Công ty TNHH MTV sửa chữa máy bay 41 (A41):** sở hữu 7,07% cổ phần tại SCS. A41 là công ty thuộc Quân chủng Phòng không Không quân. Hàng năm, SCS phải trả lợi nhuận theo từng giai đoạn cụ thể cho A41 cho đến năm 2057 mà không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh do A41 sở hữu 7% là cổ phiếu ưu đãi không có quyền biểu quyết. [\(Quay lại Cơ cấu chi phí sản xuất\)](#)

Hình 24: Cơ cấu cổ đông của SCS

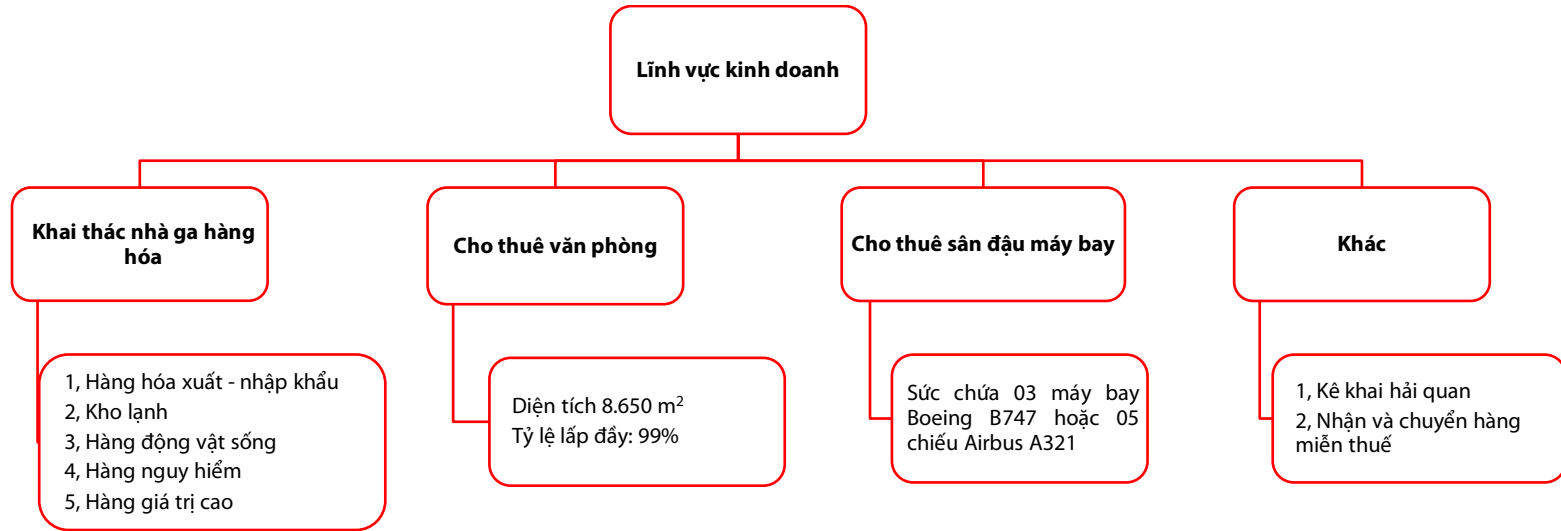


Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh chính [\(Quay lại Mục lục\)](#)

SCS đang cung cấp ba dịch vụ chính (hình 25), bao gồm: Dịch vụ nhà ga hàng hóa, cho thuê văn phòng và cho thuê sân đậu máy bay. Ngoài ra, SCS cung cấp các dịch vụ gi tăng khác như kê khai hải quan, chuyển hàng miễn thuế và thức ăn bán trên máy bay cho khách hàng Vietjet.

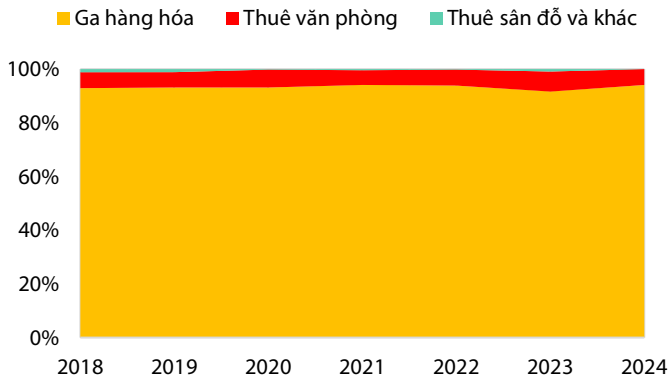
Hình 25: Lĩnh vực kinh doanh của SCS



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

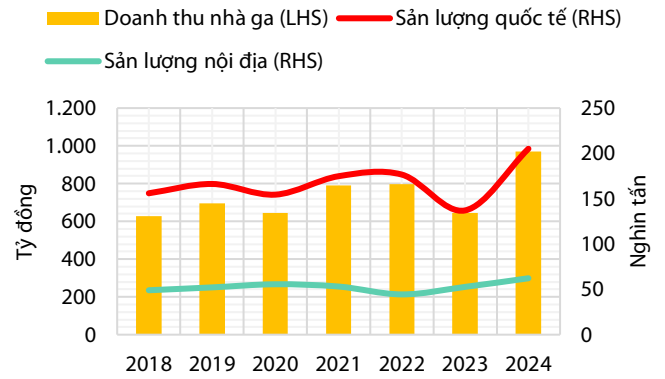
Chúng tôi sẽ tập trung phân tích lĩnh vực quan trọng nhất của SCS, đó là khai thác nhà ga hàng hóa vì **lĩnh vực này luôn đóng góp tỷ trọng trên 90% về doanh thu kể từ năm 2016 – hiện tại (hình 26)**. Trong đó, doanh thu khai thác nhà ga phụ thuộc vào sản lượng hàng hóa quốc tế từ hàng hóa quốc tế do hàng quốc tế thường có thời gian lưu kho dài hơn so với hàng nội địa (hình 27).

Hình 26: Doanh thu theo mảng kinh doanh của SCS



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Tương quan giữa doanh thu khai thác nhà ga và sản lượng hàng hóa



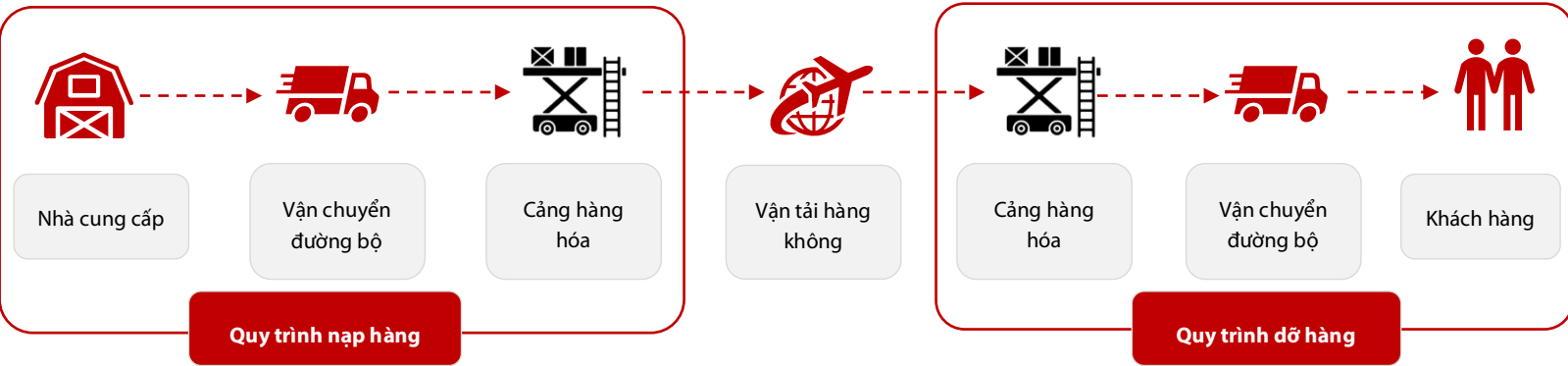
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Nhà ga hàng hóa tại cảng hàng không là một phần quan trọng trong chuỗi cung ứng logistics, nơi vận chuyển nhanh chóng và an toàn là ưu tiên hàng đầu. Phần hành nạp hàng và dỡ hàng khá tương đồng nhưng quy trình ngược nhau. Các nghiệp vụ trong xử lý hàng hóa gồm:

- **Tiếp nhận hàng hóa:** Hàng hóa được giao đến nhà ga, kiểm tra vận đơn (Air Waybill), cân đo, và đảm bảo không chứa chất cấm.
- **Phân loại và lưu kho:** Hàng được phân loại theo điểm đến, loại hàng (thường, dễ hỏng, giá trị cao, nguy hiểm), và lưu trong kho phù hợp.
- **Đóng gói và kiểm tra an ninh:** Hàng được xếp lên pallet hoặc container (ULD), qua máy quét X-ray, và hải quan kiểm tra nếu là hàng nhập.

- **Giao hàng cuối:** Nếu là hàng nhập, sau khi xuống máy bay, hàng được giao cho khách hàng hoặc xe tải, hoàn tất quy trình.

Hình 28: Chuỗi giá trị của lĩnh vực nhà ga hàng hóa tại sân bay



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Vị thế của SCS so với các công ty khác trong nước ([Quay lại Mục lục](#))

Môi trường kinh doanh có mức độ cạnh tranh thấp...

Lĩnh vực khai thác nhà ga hàng hóa hàng không là sân chơi riêng biệt của các doanh nghiệp có vốn nhà nước và không phải cạnh tranh với khối FDI (có tiềm lực tài chính mạnh và công nghệ hiện đại) do rào cản gia nhập ngành rất cao. Tại Việt Nam, có 5 doanh nghiệp khai thác nhà ga hàng hóa, tập trung tại hai sân bay lớn là Tân Sơn Nhất và Nội Bài nhờ gần các khu vực phát triển mạnh mẽ về thương mại và logistics.

- **Vốn đầu tư ban đầu cao:** dao động từ 500 – 1.000 tỷ đồng dành cho xây dựng kho bãi, hệ thống băng tải, trang thiết bị an ninh, máy móc nâng hạ,... Ngoài ra, xu hướng tự động hóa, tích hợp công nghệ tiên tiến, yêu cầu tiêu chuẩn an ninh và an toàn quốc tế khiến chi phí đầu tư có thể lớn hơn nhiều lần so với mức đầu tư ban đầu.
- **Yêu cầu pháp lý phức tạp:** Doanh nghiệp phải đáp ứng quy định nghiêm ngặt của Cục Hàng không Việt Nam và tiêu chuẩn an toàn, an ninh quốc tế (ICAO) để được cấp phép hoạt động.
- **Ưu tiên về vị trí địa lý:** Nhà ga hàng hóa cần được xây dựng trong hoặc gần sân bay để tiết kiệm thời gian vận chuyển hàng hóa giữa kho bãi và máy bay. Đây là yếu tố trọng yếu trong việc quản lý, xếp dỡ và xử lý hàng hóa nhanh chóng, hiệu quả.

Bảng 15: Các doanh nghiệp khai thác nhà ga hàng hóa tại Việt Nam

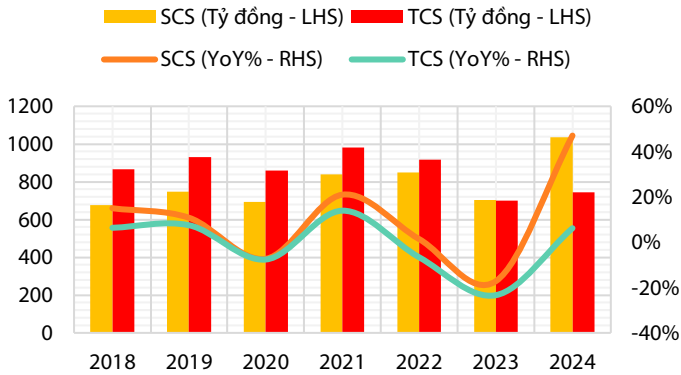
STT	Công ty	Tên viết tắt	Khu vực khai thác	Trạng thái
1	CTCP dịch vụ hàng hóa Sài Gòn	SCS	Tân Sơn Nhất	Niêm yết
2	CTCP dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất	TCS	Tân Sơn Nhất	Chưa niêm yết
3	CTCP dịch vụ hàng hóa Nội Bài	NCT	Nội Bài	Niêm yết
4	CTCP Logistics hàng không	ALS	Nội Bài	Chưa niêm yết
5	CTCP dịch vụ hàng hóa hàng không Việt Nam	ACSV	Nội Bài	Chưa niêm yết

Nguồn: CTCK Rồng Việt

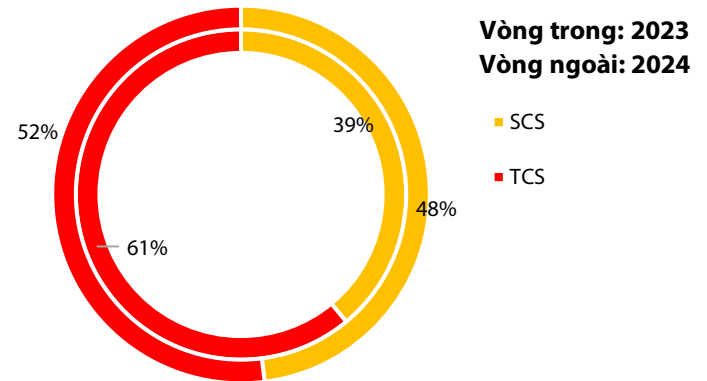
... và thị phần của SCS dẫn bắt kịp được với TCS, hàm ý năng lực khai thác tốt đã giúp SCS thu hút được các đơn vị vận chuyển ([Quay lại trang 5](#))

TCS và SCS là hai đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa tại sân bay TSN. Năm 2024, thị phần theo sản lượng hàng hóa quốc tế đạt 48% (+9 pps YoY), qua đó thu hẹp khoảng cách với TCS. Giai đoạn 2018 – 2024, doanh thu của SCS đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7%, chỉ tiêu này đối với TCS là -2%. Những bước tiến mà SCS đạt được nhờ năng lực khai thác tốt nên thu hút được các đơn vị vận chuyển.

Hình 29: Quy mô về doanh thu của SCS đã vượt qua TCS



Hình 30: Thị phần theo sản lượng hàng quốc tế tại TSN



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Các hãng vận tải đánh giá nhà ga dựa trên sự cân bằng giữa một số tiêu chí chính: An ninh – An toàn, chi phí dịch vụ và hiệu suất xử lý hàng hóa. Chúng tôi nhận thấy, không có sự khác biệt rõ rệt về tiêu chí An ninh – An toàn và chi phí dịch vụ, nhưng hiệu suất xử lý của SCS được các chủ hàng đánh giá vượt trội hơn so với TCS. Quy trình xử lý hàng hóa của SCS được tối ưu thời gian nhờ chuẩn hóa quy trình ngay từ khi thiết kế bởi Tập đoàn Lufthansa tư vấn. Nhà ga của SCS ra đời sau TCS là 13 năm nên quy trình xử lý hàng hóa được xây dựng hiện đại, có tính tự động hóa cao hơn.

- **Khu vực truck dock được thiết kế hợp lý, giúp tiết kiệm thời gian nhận/trả hàng hóa:** Khu vực truck dock là nơi tiếp nhận/trả hàng hóa cho các chủ hàng, được thiết kế cao hơn mặt đất, thường cao tương đương với sàn xe tải. Ngoài ra, SCS sử dụng dock leveler (bục nâng hạ) có thể điều chỉnh cho phù hợp với sàn xe, để kết nối sàn xe tải và sân kho, giúp xe nâng có thể dễ dàng di chuyển vào thùng xe tải để lấy/ trả hàng. TCS hiện chỉ có khu vực truck dock tại nhà ga hàng hóa nhập AF1, khu vực tiếp nhận hàng hóa xuất chưa có truck dock.

Hình 31: Điểm tập kết xe giao/nhận hàng tại kho SCS



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Dock leveler là cầu nối giữa sàn xe tải và sân kho



Nguồn: CTCK Rồng Việt

- **Hệ thống băng chuyền tự động từ khu vực soi chiếu đến khu vực dỡ xe chuyên dụng:** Đối với hàng hóa là các mâm, thùng hàng đã đóng sẵn, sau khi hoàn tất thủ tục khai báo hải quan, SCS sẽ tiếp nhận hàng từ xe tải, đưa đến băng chuyền tự động để chuyển vào máy soi chiếu. Sau khi hoàn tất soi chiếu an ninh, thùng hàng sẽ tiếp tục di chuyển theo băng chuyền tự động ra các cửa chuyển tiếp để xe đầu kéo chuyển ra sân đậu máy bay. Thời gian để tiếp nhận và xử lý các mâm, thùng đã đóng sẵn đến khi chuyển ra máy bay trung bình là 15 phút. TCS hiện chưa có

hệ thống băng chuyền tự động này, việc vận chuyển các mâm, thùng hàng đã đóng sẵn được thực hiện bởi xe nâng.

Hình 33: Hệ thống băng chuyền tự động của SCS



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 34: Máy soi chiếu tự động X-Ray có thể xử lý hàng hóa chiều cao 4,5m và chiều rộng 3,2m trong khoảng 2 phút



Nguồn: CTCK Rồng Việt

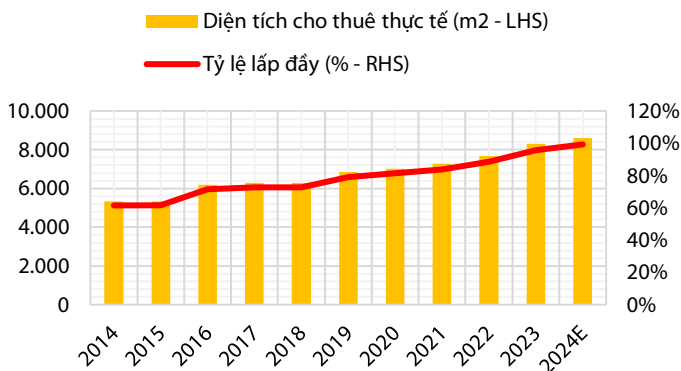
Năm 1994, hãng Hàng không Quốc gia Việt Nam (Vietnam Airlines) đã liên doanh với SATS và Công ty TNHH Một thành viên Dịch Vụ Hàng Không Sân Bay Tân Sơn Nhất (SASCO) để thành lập Công ty TNHH Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS). Ngày 01 tháng 01 năm 1997, nhà ga hàng hoá số 1 AFT1, TCS đã chính thức cung cấp dịch vụ phục vụ hàng hoá tại TSN.

Lĩnh vực cho thuê văn phòng ([Quay lại trang 6](#))

Tòa nhà văn phòng của SCS có tổng diện tích xây dựng là 8.650 m². Tỷ lệ lấp đầy của tòa nhà được gia tăng qua từng năm nhờ có vị trí đặc địa, gần TSN, thuận tiện cho các hãng bay và đại lý giao nhận hàng hóa thuê văn phòng làm đại diện. Ước tính tỷ lệ lấp đầy đã đạt 99% vào năm 2024.

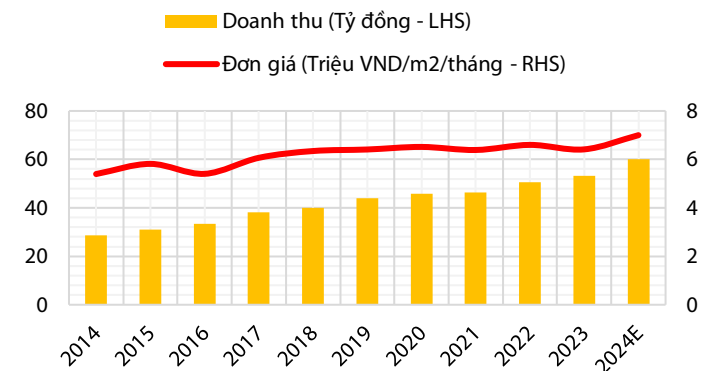
Khuôn viên của SCS còn 13.000 m² đất trống, thuộc tài sản của Bộ Quốc phòng. SCS đã thông qua chủ trương xây dựng tòa nhà văn phòng SCSC-2 và Trung tâm sản xuất, phân phối suất ăn hàng không trên khu đất này. Mặc dù, SCS đã nộp hồ sơ xin phép xây dựng nhưng chưa được Bộ Quốc phòng chấp thuận. Do đó, chúng tôi chưa phản ánh tiềm năng của hai dự án đầu tư này vào định giá của SCS.

Hình 35: Diện tích cho thuê thực tế tại tòa nhà văn phòng



Nguồn: SCS, HVN, CTCK Rồng Việt

Hình 36: Doanh thu cho thuê văn phòng và giá thuê bình quân của tòa nhà SCS



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 3 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG NGÀNH DỊCH VỤ HÀNG HÓA HÀNG KHÔNG (Quay lại Mục lục)

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm công ty chuyên khai thác nhà ga hàng hóa có mô hình kinh doanh tương đồng với SCS làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

CTCP dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCT VN Equity): là công ty con của Vietnam Airlines, hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ hàng hóa hàng không tại Sân bay Quốc tế Nội Bài, với lịch sử hoạt động hơn 20 năm. NCT đang phục vụ 33 hãng hàng không quốc tế và nội địa.

CTCP logistics hàng không (ALS VN – VN OTC): được thành lập năm 2007, với các cổ đồng sáng lập bao gồm Vietnam Airlines, Công ty TNHH MTV Đầu tư Thương mại và Dịch vụ Quốc tế, và Công ty Cổ phần dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCT). ALS cung cấp một hệ sinh thái dịch vụ logistics đa dạng, bao gồm: xử lý hàng hóa tại sân bay Nội Bài với công suất 350.000 tấn, diện tích 60.000 m² và dịch vụ kho bãi, với tổng diện tích kho lên đến 1.000.000 m², bao gồm kho ngoại quan và kho tài liệu.

Agility Public Warehousing (AGLTY KK Equity): là một công ty logistics toàn cầu có trụ sở tại Sulaihiya, Kuwait. Được thành lập vào năm 1979, Agility hoạt động chính trong hai lĩnh vực Logistics và Dịch vụ liên quan. Agility sở hữu Menzies Aviation, một trong những công ty dịch vụ hàng không lớn nhất thế giới, hoạt động trên sáu châu lục, cung cấp các dịch vụ mặt đất, nhiên liệu và hàng hóa hàng không. Agility sở hữu công viên Logistics, cung cấp dịch vụ kho vận tại Trung Đông, Châu Phi và Nam Á.

SATS Ltd (SATS SP Equity): là một công ty có trụ sở tại Singapore, chuyên cung cấp các giải pháp hàng không và dịch vụ thực phẩm. Sau khi mua lại Worldwide Flight Services (WFS) vào năm 2023, mạng lưới kết hợp của SATS và WFS hoạt động tại hơn 215 trạm ở 27 quốc gia, bao gồm khu vực châu Á-Thái Bình Dương, châu Mỹ, châu Âu, Trung Đông và châu Phi, bao phủ các tuyến thương mại chiếm hơn 50% lưu lượng hàng hóa hàng không toàn cầu. SATS cung cấp các dịch vụ như xử lý hàng hóa hàng không, xử lý hành lý và bãi đỗ, dịch vụ hành khách, an ninh hàng không, xử lý tàu du lịch và quản lý nhà ga du lịch.

Celebi Hava Servisi AS (CLEBI TI Equity): được thành lập năm 1958 tại Thổ Nhĩ Kỳ. Công ty hoạt động tại hơn 70 sân bay ở 6 quốc gia, cung cấp các dịch vụ mặt đất (xử lý hành khách, hành lý và máy bay), dịch vụ hàng hóa (xử lý hàng hóa đặc biệt và quản lý kho bãi). Mảng dịch vụ hàng hóa chiếm tỷ trọng khoảng 35% tổng doanh thu, nhưng đang có xu hướng tăng trưởng nhanh (CAGR đạt 70% trong giai đoạn 2018 - 2023), và dự kiến chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tương lai.

Bảng 16: Mức định giá của các công ty khai thác nhà ga hàng hóa trên thế giới

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
Tỷ trọng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Số ngày phải thu							
Trung bình	49,4	49,9	99,4	75,0	47,9	47,5	60,1
Trung vị	45,7	45,7	45,7	46,2	45,7	45,6	45,8
Số ngày tồn kho							
Trung bình	9,4	9,7	21,9	35,3	34,2	26,8	23,6
Trung vị	4,7	4,2	5,7	6,4	7,8	8,1	6,3
Số ngày phải trả							
Trung bình	49,4	49,9	99,4	75,0	47,9	47,5	60,1
Trung vị	55,1	53,0	49,3	45,6	39,9	44,3	47,3
Biên gộp (%)							
Trung bình	40,1%	39,9%	43,4%	44,8%	46,3%	46,3%	43,7%
Trung vị	39,7%	40,9%	47,3%	47,5%	47,3%	45,4%	44,9%

Biên EBIT (%)							
Trung bình	22,4%	21,5%	20,8%	20,8%	21,4%	19,6%	21,0%
Trung vị	18,0%	15,1%	14,4%	19,9%	25,7%	23,1%	19,9%
Biên ròng (%)							
Trung bình	20,5%	22,0%	15,0%	56,0%	18,4%	16,1%	23,9%
Trung vị	15,2%	13,6%	10,4%	30,1%	17,8%	15,3%	17,0%
EV/EBITDA							
Trung bình	9,7x	10,1x	12,2x	15,5x	23,6x	16,5x	15,2x
Trung vị	7,2x	8,5x	11,x	7,9x	10,1x	9,1x	9,0x
P/E							
Trung bình	12,8x	15,x	20,x	25,1x	73,6x	10,5x	27,7x
Trung vị	10,9x	14,3x	15,7x	9,1x	21,7x	13,3x	14,5x
P/B							
Trung bình	3,4x	3,3x	5,3x	3,x	4,x	3,5x	3,7x
Trung vị	3,8x	3,6x	3,7x	3,1x	4,2x	3,2x	3,6x
P/S							
Trung bình	1,9x	2,x	2,9x	3,4x	3,1x	2,3x	2,6x
Trung vị	1,8x	2,x	3,1x	3,5x	3,1x	1,9x	2,6x

Nguồn: Fiinx, Bloomberg, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA HÀNG KHÔNG (Quay lại Mục lục)

Hàng hóa quốc tế - Vững bước tăng trưởng (Quay lại trang 5)

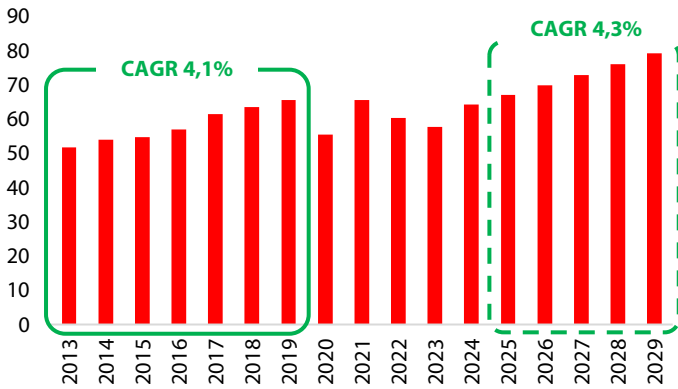
Chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa thông qua Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng kép 11% trong xuyên suốt giai đoạn dự phóng, đạt 1,8 triệu tấn vào năm 2029. Điều này đến từ các yếu tố sau:

- **Theo IATA, lưu lượng hàng hóa toàn cầu được dự báo tăng trưởng kép 4,3% (hình 37)**
 - Nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng máy bay đã được gia tăng đáng kể sau hai năm liên tiếp giảm mạnh do đại dịch. Qua đó, nhu cầu vận chuyển đã quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng vốn đó như trước dịch COVID – 19 (hình 38).

CTK – Cargo Tonne Kilometers: đo lường lượng hàng hóa được vận chuyển theo quãng đường thực tế. CTK phản ánh nhu cầu vận tải hàng hóa qua đường hàng không.

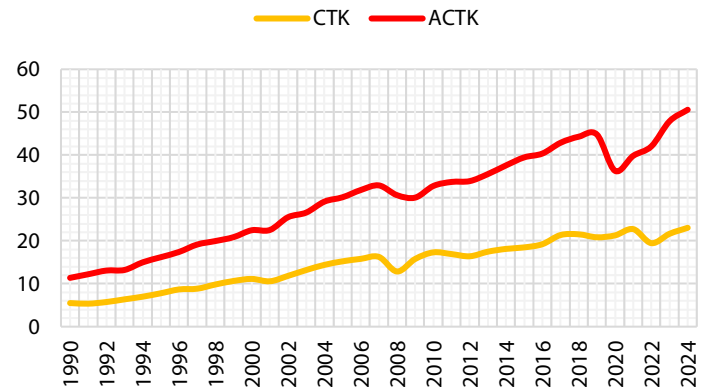
ACTK – Available Cargo Tonne Kilometers: đo lường khả năng vận chuyển hàng hóa của hãng hàng không. ACTK cho biết nguồn cung khả dụng.

Hình 37: Sản lượng hàng hóa quốc tế được dự báo sẽ quay về quỹ đạo tăng trưởng (Triệu tấn)



Nguồn: Statista, IATA, CTCK Rồng Việt

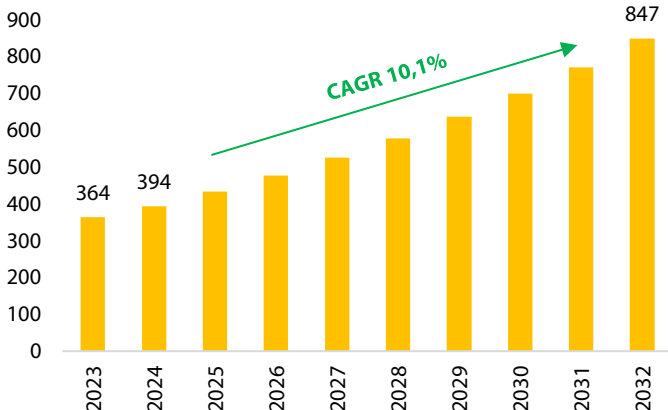
Hình 38: ACTK và CTK trên toàn cầu (được điều chỉnh theo mùa) (tỷ USD)



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

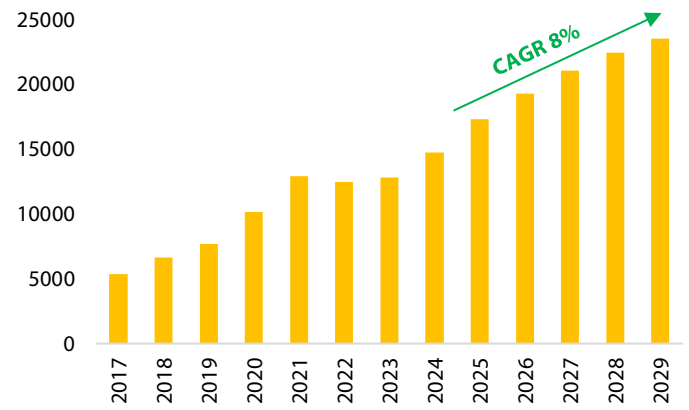
- Theo Fortune Business Insights, thương mại linh kiện điện tử, máy tính và bán dẫn tăng trưởng kép 10,1% nhờ nhu cầu gia tăng đối với trí tuệ nhân tạo và pin năng lượng tái tạo (hình 39). Đây là nhóm hàng hóa chủ yếu vận chuyển bằng đường hàng không do giá trị cao, dễ hư hỏng và yêu cầu thời gian giao hàng ngắn.
- Theo Statista, quy mô thị trường thương mại điện tử (TMĐT) toàn cầu được dự báo tăng trưởng kép 8% trong giai đoạn 2025 – 2029. TMĐT xuyên biên giới từ lâu đã trở thành động lực tăng trưởng cho vận tải hàng không toàn cầu. Theo IATA, khoảng 25% hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không phục vụ TMĐT.

Hình 39: Quy mô thị trường linh kiện điện tử (Tỷ USD)



Nguồn: Fortune Business Insights, CTCK Rồng Việt

Hình 40: Quy mô của thị trường thương mại điện tử (Tỷ USD)

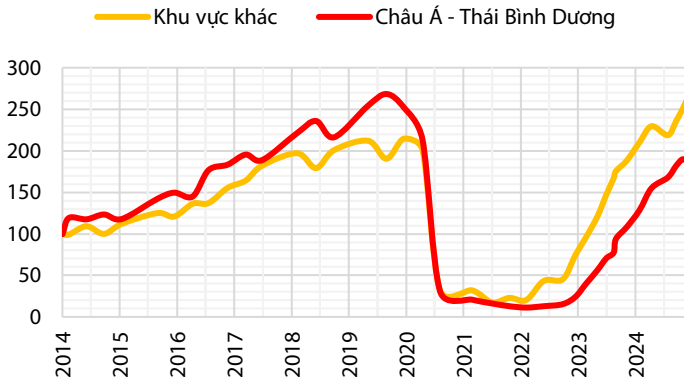


Nguồn: Statista, CTCK Rồng Việt

- **Mức độ kết nối của Việt Nam đối với các thị trường quốc tế ngày càng được gia tăng**
 - Việt Nam đã trở thành một trung tâm sản xuất quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu nhờ chi phí nhân công thấp, phù hợp với các ngành thâm dụng lao động, đặc biệt trong lĩnh vực điện tử, dệt may, nông – thủy sản.
 - Trong bối cảnh chiến tranh thương mại từ năm 2018, Việt Nam có vị trí địa lý thuận lợi (trung tâm Đông Nam Á và tiếp giáp Trung Quốc – công xưởng lớn nhất thế giới) nên đã thu hút được nhiều tập đoàn như Apple, Samsung, Intel dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc.
 - Trong giai đoạn 2014 – 2020 (trước dịch COVID-19), chỉ số kết nối của Việt Nam (*) với thế giới có xu hướng tăng trưởng kép 11% (hình 41), tương ứng với thị phần hàng hóa thông qua Việt Nam được mở rộng trung bình 12 bps trong tổng lượng hàng hóa toàn cầu (hình 42). Năm 2024, Việt Nam đã lấy lại đà tăng trưởng vốn có. Do đó, chúng tôi dự phóng thị phần hàng hóa thông qua Việt Nam sẽ tăng thêm 12 bps mỗi năm trong giai đoạn 2025 – 2029.

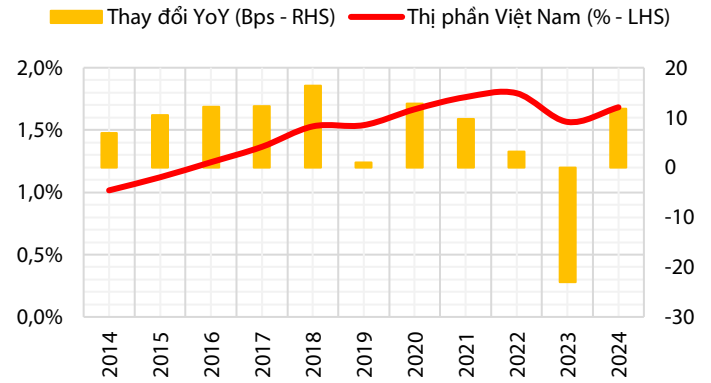
(*) Chỉ số kết nối hàng không quốc tế của IATA là công cụ đánh giá mức độ kết nối của một quốc gia hoặc thành phố với mạng lưới hàng không toàn cầu. Chỉ số này được đo lường dựa trên số lượng điểm đến mà một sân bay có thể kết nối, tần suất chuyến bay và số lượng ghế cung ứng. Chỉ số này cho biết mức độ thuận lợi trong việc luân chuyển hàng hóa giữa các quốc gia, hỗ trợ phân bổ nguồn lực hiệu quả và giúp các hãng bay tối ưu lợi ích kinh tế.

Hình 41: Chỉ số kết nối của Việt Nam với thế giới bằng đường hàng không (2014 = 100)



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Hình 42: Thay đổi về thị phần sản lượng hàng hóa thông qua Việt Nam bằng đường hàng không



Nguồn: ACV, Statista, CTCK Rồng Việt

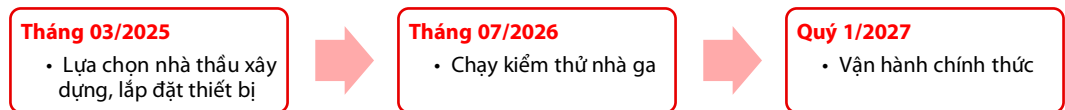
PHỤ LỤC 5– NHÀ GA HÀNG HÓA SỐ 1 TẠI SÂN BAY LONG THÀNH LÀ YẾU TỐ QUAN TRỌNG PHẢI THEO DÕI (Quay lại Mục lục)

Giai đoạn 1 của LTIA sẽ có hai nhà ga hàng hóa với tổng công suất thiết kế là 1,2 triệu tấn/năm. SCS đang quan tâm tới việc trở thành đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa số 1. Thông tin về nhà ga hàng hóa số 1 như sau:

- **Chủ đầu tư:** Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam – CTCP (Upcom: ACV).
- **Công suất thiết kế:** 600.000 tấn/năm.
- **Dự kiến khởi công:** Q1 – FY25.
- **Thời gian xây dựng:** 16 tháng.
- **Dự kiến khai thác:** Q1-FY27.

Theo SCS, trong giai đoạn kiểm thử, SCS sẽ lập hồ sơ năng lực để trình Cục hàng không Việt Nam để có được quyền khai thác nhà ga.

Hình 43: Lộ trình triển khai nhà ga hàng hóa số 01



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình thức vận hành tại LTIA (thu phí quyền khai thác)

Trong thời gian khai thác nhà ga số 1, đơn vị khai thác có nghĩa vụ thanh toán cho chủ đầu tư hai khoản mục là:

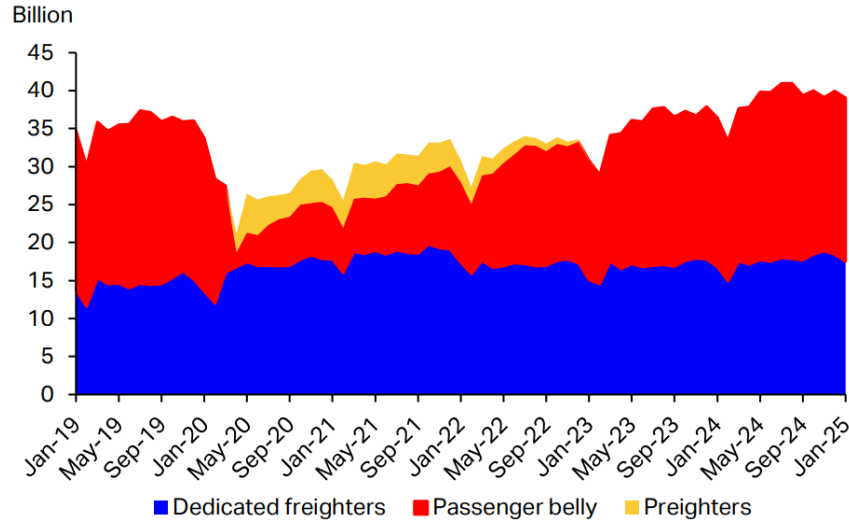
- **Phí nhượng quyền:** Theo thông tư 12/2022/TT-BGTVT của Bộ Giao thông vận tải (nay là Bộ Xây dựng) thì phí nhượng quyền khai thác được quy định từ 1,5% - 4,5% doanh thu.
- **Phân chia lợi nhuận:** Ngoài phí nhượng quyền thì đơn vị khai thác sẽ thanh toán một phần lợi nhuận sau thuế cho chủ đầu tư. Phương án đưa ra có thể dựa theo tỷ lệ hoặc chi phí cố định. Tương tự như SCS đang thanh toán số tiền cố định 1,5 triệu USD cho Công ty TNHH MTV sửa chữa máy bay 41.

Hàng hóa quốc tế sẽ được dịch chuyển từ TSN xuống LTIA (Quay lại Dự phóng doanh thu)

Hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa sẽ dần dịch chuyển từ TSN sang LTIA. Chúng tôi dự báo, khi LTIA chính thức đi vào vận hành, tổng sản lượng hàng hóa quốc tế tại TSN sẽ giảm khoảng 40% trong năm 2027.Dự

- Theo kế hoạch của ACV, 90% công suất của LTIA sẽ tập trung khai thác các chuyến bay hành khách quốc tế, chủ yếu được điều chuyển từ sân bay TSN.
- Theo IATA, khoảng 54,8% sản lượng hàng hóa được vận chuyển bằng máy bay hành khách (phần bụng máy bay) trong năm 2024 (hình 44). Qua đó, lượng hàng hóa sẽ thao các chuyến bay hành khách từ TSN xuống LTIA.

Hình 44: Giá trị hàng hóa quốc tế theo phương tiện vận chuyển (Tỷ USD)



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Dedicated Freighters: là các máy bay chở hàng chuyên dụng, được thiết kế hoặc cải biến đặc biệt để vận chuyển hàng hóa, không chở hành khách.

Passenger belly: là khoang hàng hóa nằm ở phần bụng của máy bay chở khách, nơi chứa hành lý ký gửi và hàng hóa thương mại. Trong các chuyến bay thương mại, ngoài việc vận chuyển hành khách, các hãng hàng không còn tận dụng không gian trống trong khoang bụng để chở thêm hàng hóa.

Preighters: là thuật ngữ kết hợp giữa "passenger" (hành khách) và "freighter" (máy bay chở hàng), dùng để chỉ máy bay chở khách được tạm thời sử dụng để vận chuyển hàng hóa. Trong giai đoạn dịch COVID-19, nhu cầu vận chuyển hàng hóa tăng cao, trong khi số lượng chuyến bay chở khách giảm mạnh nên Preighters được sử dụng phổ biến.

Sự ra đời của LTIA sẽ không cắt đứt lưu lượng hàng quốc tế tại TSN. Về dài hạn, LTIA sẽ trở thành trung tâm vận tải hàng hóa quốc tế mới, nhưng TSN vẫn tiếp tục đóng vai trò quan trọng, hình thành hai khu vực vận tải tại phía Nam Việt Nam, dựa trên các yếu tố sau:

- Nhà ga hàng hóa TSN được trang bị hiện đại, đáp ứng nhu cầu hiện tại với công nghệ và quy trình đạt tiêu chuẩn quốc tế. Cả TCS và SCS đều có khả năng xử lý đa dạng hàng hóa như hàng có giá trị cao, hàng tươi sống và hàng nguy hiểm. Kho lạnh của TCS và SCS đã đạt chứng nhận IATA CEIV Pharma, đảm bảo tiêu chuẩn cao trong việc xử lý hàng được phẩm nhờ công nghệ tiên tiến và quy trình giám sát nghiêm ngặt.
- Việc dịch chuyển từ TSN về LTIA do ACV quyết định nhưng cần đảm bảo lợi ích cho các hãng hàng không. Tại TSN, cơ sở vật chất kém hiện đại hơn so với LTIA, dẫn đến chi phí xếp dỡ hàng hóa và thuê kho bãi thấp hơn. Do đó, TSN là lựa chọn phù hợp cho các hãng hàng không giá rẻ.
- TSN có vị trí thuận lợi gần trung tâm Thành phố Hồ Chí Minh, giúp tối ưu hóa việc vận chuyển các mặt hàng điện tử, dệt may và thủy sản đến tay người tiêu dùng trong khu vực nội thành. Trong khi đó, LTIA nằm cách các khu công nghiệp trọng điểm phía Nam (Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Bình Dương...) khoảng 40 km, tạo điều kiện thuận lợi cho việc luân chuyển hàng hóa công nghiệp nặng, linh kiện công nghệ cao, hàng siêu trọng và dược phẩm sinh học quy mô lớn, đáp ứng nhu cầu của các nhà sản xuất.

Chúng tôi đánh giá, SCS là ứng viên sáng giá để trở thành nhà khai thác nhà ga hàng hóa số 1 ([Quay lại trang 3](#))

Chúng tôi cho rằng SCS đang sở hữu vị thế dẫn đầu để trở thành đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa tại LTIA. Công ty không chỉ đáp ứng được các tiêu chí về năng lực khai thác mà còn phù hợp với đặc điểm kinh tế - xã hội và chuỗi Logistics tại khu vực phía Nam.

- **SCS có lợi thế trong việc hiểu rõ thiết kế và vận hành nhà ga hàng hóa số 1:** Hiện nay, **SCS đang là doanh nghiệp duy nhất cùng ACV**, trực tiếp làm việc với nhà tư vấn Incheon (Hàn Quốc) để thảo luận về các khía cạnh quan trọng như thiết kế kiến trúc, công năng, ứng dụng công nghệ, cũng như tư vấn khai thác và vận hành.
- Tại phía Nam, SCS đang khai thác hiệu quả hơn với TCS như đã trình bày phía trên. Khi so sánh với các đơn vị phía Bắc đang khai thác tại sân bay Nội Bài, lựa chọn SCS được chúng tôi đánh giá là phương án hợp lý bởi:
 - **Khả năng xử lý hàng hóa nhanh chóng, am hiểu thị trường phía Nam:** SCS có kinh nghiệm chuyên sâu trong việc xử lý hàng hóa dễ hư hỏng như nông sản, thủy sản – các mặt hàng chủ lực của Đồng bằng sông Cửu Long. Trong khi đó, các công ty phía Bắc chủ yếu tập trung vào hàng công nghiệp, hàng khô.
 - **Mối quan hệ với các hãng hàng không quốc tế:** Việc lựa chọn SCS sẽ thuận tiện trong việc đàm phán hợp đồng, ổn định khai thác bởi các hãng hàng không được dịch chuyển từ TSN về LTIA đang là khách hàng của SCS.
 - **Năng lực xử lý hàng hóa được phẩm theo tiêu chuẩn quốc tế:** SCS sở hữu chứng chỉ IATA CEIV Pharma – tiêu chuẩn quan trọng trong logistics dược phẩm, trong khi các đối thủ như ALS, NCT, ACSV chưa có. Đây là lợi thế lớn khi LTIA hướng đến trở thành trung tâm logistics quốc tế, đặc biệt với nhóm hàng dược phẩm giá trị cao. Các tập đoàn như Pfizer, AstraZeneca yêu cầu đối tác đạt chuẩn này để đảm bảo chất lượng vận chuyển.

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng
• Công Nghệ

Đỗ Thạch Lam
Manager
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng
Manager
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Thủy Quyên
Senior Analyst
quyen.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Bán lẻ
• Dược

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền
Analyst
hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst
hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn
Analyst
toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân
Analyst
luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Analyst
giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang
Analyst
trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương
Analyst
huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính
Analyst
chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant
thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du,
P. Bến Thành, Quận 1, TP. HCM

T (+84) 28 6299 2006
E info@vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, số 2 Tôn Thất Tùng,
P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 258 3820 006
F (+84) 258 3820 008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, số 95-97-99 Võ Văn Tấn,
P. Tân An, Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

T (+84) 292 3817 578
F (+84) 292 3818 387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
Phường 7, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 254 777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

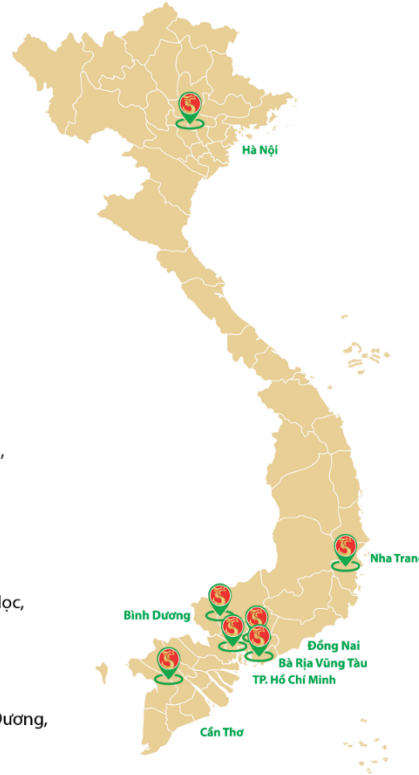
Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương

T (+84) 274 777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 251 777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**