Báo cáo cổ phiếu: SCS & ACV

ACV, SCS khi Long Thành bắt đầu hoạt động

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HOSE: SCS) và **Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCoM: ACV)** · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 (kho AAS), lộ trình chuyển đổi Long Thành (ACV đề xuất 07/2026), giá điều chỉnh đến 25/09/2026 · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ SCS 25/09	P/E TRƯỢT	P/B	LN Q3/2026F	LN Q4/2026F	GIÁ TRỊ KỲ VỌNG
44,3	**6,1x**	**2,81x**	**187 tỷ**	**179 tỷ**	**40,2**
nghìn đ · dưới MA200 48,5	Thấp nhất lịch sử	z-score 3 năm −1,63	−8,4% so cùng kỳ	−4,6% so cùng kỳ	nghìn đ/cp · 3 kịch bản

SCS – KẾT LUẬN

SCS là "máy in tiền" ở Tân Sơn Nhất: biên HĐKD 73%, ROE 50%, không nợ vay, trả 75–80% LN bằng tiền mặt. Nhưng khoảng 78% sản lượng và khoảng 91% doanh thu là hàng quốc tế, đúng phần sẽ chuyển sang Long Thành. SCS chưa có vai trò nào ở Long Thành: nhà ga hàng hóa 1 thuộc ACV, nhà ga 2 và nhà ga chuyển phát nhanh thuộc VNA. Lợi thế còn lại là MOU hợp tác với ACV, cổ đông lớn giữ 13,69% SCS.

Q3/2026 dự báo LNST **187 tỷ (−8,4%)**, Q4/2026 **179 tỷ (−4,6%)**. Cả năm 2026 đạt 727 tỷ (−3,2%); LNTT 908 tỷ, bằng 95% kế hoạch 960 tỷ. Tác động thật đến từ hè 2027: LN 2028 còn 174–430 tỷ tùy kịch bản. Giá 44.300 đ đang phản ánh gần đúng kịch bản cơ sở (44.039 đ). Giá trị kỳ vọng theo xác suất là 40.190 đ, nên **chưa có biên an toàn**. Cổ tức tiền mặt (khoảng 11%/năm ở giá hiện tại) là phần bù cho rủi ro này. **Đề xuất SCS: nắm giữ, chưa mua mới**; mua thăm dò ⩽ 36.000 đ, mua mạnh ⩽ 31.000 đ; nâng tỷ trọng ngay nếu SCS có hợp đồng khai thác nhà ga hàng hóa 1 của ACV.

ACV TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

GIÁ ACV 25/09	P/E TRƯỢT	P/B	LN Q3/2026F	LN Q4/2026F	MA200
39,4	**10,5x**	**1,90x**	**3.187 tỷ**	**2.106 tỷ**	**46,5**
nghìn đ · dưới MA200	P/E 2027F 17,4x	Thấp nhất lịch sử	−0,7% so cùng kỳ	−40,3% so cùng kỳ	nghìn đ · giá đang dưới

ACV – KẾT LUẬN

P/E trượt 10,5x và P/B 1,90x đều thấp nhất lịch sử. Tuy vậy, con số này đánh giá thấp chi phí sắp tới: từ 01/12/2026, tài sản Long Thành (khoảng 100 nghìn tỷ) chuyển từ XDCB dở dang sang TSCĐ, bắt đầu trích khấu hao và phát sinh chi phí vận hành. Q3/2026 dự báo LNST **3.187 tỷ (−0,7%)**. Q4/2026 dự báo **2.106 tỷ (−40,3%)**, trong khoảng 1.867–2.313 tỷ. LNST 2027 dự báo 8.107 tỷ, tức P/E 2027 khoảng 17,4x chứ không phải 10,5x.

Mua bán ACV theo backtest: mua theo ngưỡng P/E hay P/B tuyệt đối thắng trong mẫu 2017–2021 nhưng thua ngoài mẫu 2022–2026, vì cổ phiếu bị định giá lại xuống liên tục. Quy tắc bền nhất là **chỉ mua khi rẻ VÀ giá đã vượt MA200**. Hiện ACV rẻ (P/B ở phân vị 0,3%) nhưng giá 39,4 còn dưới MA200 46,5, nên đề xuất **giữ tối đa 50% tỷ trọng mục tiêu**, chia nhiều lần. Chỉ mua đủ khi giá đóng cửa trên MA200 hoặc sau khi KQ Q4/2026 (cuối 01/2027) cho thấy chi phí Long Thành không vượt kịch bản cơ sở.

Chú giải viết tắt

ACV	Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam	LNTT / LNST	Lợi nhuận trước thuế / sau thuế
SCS	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	HĐKD	Hoạt động kinh doanh (LN gộp – chi phí bán hàng và quản lý)
TSN	Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất	ĐTNH	Đầu tư tài chính ngắn hạn (tiền gửi có kỳ hạn)
Long Thành	Cảng hàng không quốc tế Long Thành (Đồng Nai)	XDCB, TSCĐ	Xây dựng cơ bản dở dang, tài sản cố định
TCS	Công ty Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (đối thủ của SCS, thuộc VNA)	CFO	Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh
VNA	Vietnam Airlines	Capex	Chi đầu tư tài sản cố định
CAAV	Cục Hàng không Việt Nam	TTM	Tổng 4 quý gần nhất
IATA	Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế; lịch bay chia mùa hè (từ CN cuối tháng 3) và mùa đông (từ CN cuối tháng 10)	ROE	LNST / vốn chủ sở hữu bình quân
QT	Quốc tế	P/E, P/B	Giá / LN mỗi cổ phiếu (4 quý gần nhất), giá / giá trị sổ sách
NGHH	Nhà ga hàng hóa	Phân vị	Vị trí so với lịch sử: phân vị 10% = thấp hơn 90% số phiên trước đó
GĐ	Giai đoạn	Z-score 3 năm	Số độ lệch chuẩn so với trung bình 3 năm
BCNCKT	Báo cáo nghiên cứu khả thi	MA200	Trung bình giá 200 phiên
Slot	Khung giờ cất/hạ cánh được cấp cho hãng	MAPE	Sai số dự báo tuyệt đối trung bình (%) khi kiểm định quá khứ
Code C / E / F	Nhóm tàu bay theo sải cánh: C = thân hẹp (A320/A321/B737), E = thân rộng (B787/A350), F = A380	Trong / ngoài mẫu	Giai đoạn chọn quy tắc (2017–2021) / giai đoạn kiểm tra quy tắc đó (2022–2026)
MOU	Biên bản ghi nhớ hợp tác	KH	Kế hoạch năm của doanh nghiệp
DT	Doanh thu thuần	ĐBSH, ĐBSCL	Đồng bằng sông Hồng, đồng bằng sông Cửu Long

1 SCS: cấu trúc và chất lượng tài chính

Năm	DT (tỷ)	Tăng DT	LNST (tỷ)	Tăng LN	Biên gộp	Biên HĐKD	ROE	CFO/ LNST	Cổ tức/ LN	Tiền + ĐTNH
2018	676	+15%	432	+25%	78%	68%	48%	0,97	92%	77
2019	748	+11%	508	+18%	80%	70%	54%	1,12	72%	246
2020	693	–7%	464	–9%	78%	68%	46%	1,08	95%	237
2021	839	+21%	565	+22%	78%	68%	50%	1,05	48%	538
2022	851	+1%	646	+14%	82%	75%	48%	0,91	68%	911
2023	705	–17%	498	–23%	76%	69%	36%	0,91	74%	1.062
2024	1.037	+47%	693	+39%	77%	70%	50%	0,96	74%	1.271
2025	1.197	+15%	751	+8%	78%	73%	51%	0,98	81%	1.557
TTM Q2/26	1.190	+6%	753	+5%	78%	72%	49%	–	–	1.746

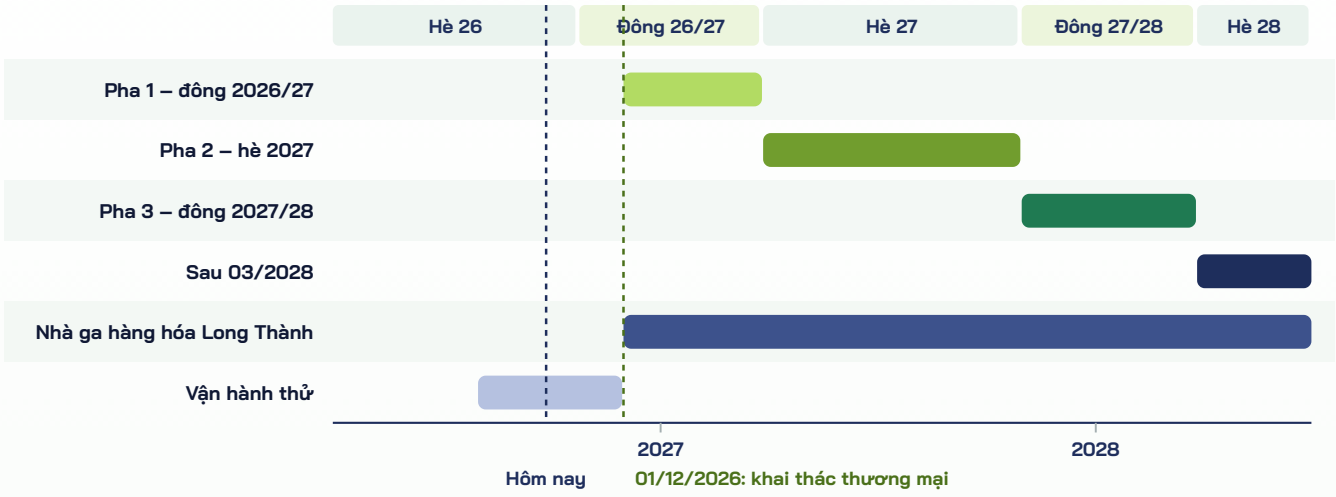
H1/2026: doanh thu –1,2%, LNST +0,5%. Q1/2026 sản lượng khoảng 60,9 nghìn t (–5%) vì các chuyến Trung Đông bị cắt từ tháng 2. LN Q2 giữ được là nhờ lãi tiền gửi (+63%), không phải nhờ hàng hóa. Thuế TNDN tăng từ khoảng 11% lên 20% từ 2025 (hết ưu đãi), nên LNTT tăng nhưng LNST gần như đi ngang.

2 ACV: cấu trúc và chất lượng tài chính

Năm	DT (tỷ)	Tăng DT	LNST (tỷ)	Tăng LN	LN không gồm tỷ giá	Biên gộp	Biên HĐKD	ROE	CFO/ LNST	Capex (tỷ)	Tiền + ĐTNH	XDCB dở dang
2018	16.088	+16%	6.216	+48%	7.494	48%	41%	21%	1,28	2.008	24.369	592
2019	18.293	+14%	8.343	+34%	8.311	51%	44%	25%	1,10	1.959	31.271	865
2020	7.784	−57%	1.712	−79%	3.402	18%	8%	5%	1,62	2.414	33.684	1.065
2021	4.758	−39%	677	−60%	−398	−14%	−44%	2%	−0,89	1.651	33.290	1.686
2022	13.834	+191%	7.127	+953%	5.215	47%	33%	17%	0,46	5.063	32.995	4.761
2023	20.033	+45%	8.572	+20%	8.994	60%	41%	18%	0,82	12.894	28.739	7.888
2024	22.597	+13%	11.677	+36%	11.346	61%	55%	21%	0,82	13.263	26.555	20.893
2025	25.898	+15%	12.465	+7%	13.675	60%	54%	19%	1,34	29.558	14.746	35.200
TTM Q2/26	26.372	+9%	13.444	+19%	13.771	60%	53%	19%	–	–	10.791	41.989

ACV khai thác 22 cảng hàng không, doanh thu chủ yếu từ phí dịch vụ hàng không (phục vụ hành khách, cất hạ cánh, soi chiếu an ninh; phí QT tính theo USD), phần còn lại là cho thuê mặt bằng và nhượng quyền. Biên HĐKD tăng từ 41% (2023) lên 54–55% (2024–2025) nhờ khách QT phục hồi. LNST dao động mạnh theo tỷ giá vì nợ vay chủ yếu bằng JPY (khoảng 9,2 nghìn tỷ): lỗ tỷ giá 1,5 nghìn tỷ năm 2025. H1/2026 doanh thu +3,7%, LNST +17,1%, nhưng LN không gồm tỷ giá chỉ +1,5%; khách H1/2026 khoảng 61 triệu (+6%), hàng hóa khoảng 920 nghìn t (+13%). Đầu tư Long Thành hút tiền mạnh: capex 2025 là 29,6 nghìn tỷ so với CFO 16,8 nghìn tỷ; tiền giảm từ 33,7 nghìn tỷ (2020) xuống 10.791 tỷ; XDCB dở dang 41.989 tỷ sẽ chuyển thành TSCĐ khi Long Thành khai thác. ACV không trả cổ tức tiền từ 2020; chia 64,58% bằng cổ phiếu (08/2025), vốn điều lệ 35.828 tỷ. LNST dùng là LNST hợp nhất (LN cổ đông thiểu số theo FiinPro không hợp lý).

3 Lộ trình chuyển chuyến bay TSN → Long Thành



Nguồn: ACV, Cục Hàng không (đề xuất 07/2026, chưa phê duyệt chính thức); VTV, Tiền Phong, Thanh Niên.

Pha	Thời gian	Nội dung
Pha 1 – đông 2026/27	01/12/2026 – 27/03/2027	Tuyến QT mới, tăng tần suất, charter, chuyến chở hàng; hãng Việt chuyển tự nguyện (~19% khách QT)
Pha 2 – hè 2027	28/03/2027 – 30/10/2027	Toàn bộ đường dài (Âu, Mỹ, Úc, Trung Đông, Nam Á) + hàng hóa
Pha 3 – đông 2027/28	31/10/2027 – 25/03/2028	Phần QT còn lại; giữ tuyến QT < 1.000 km của hãng Việt ở TSN
Sau 03/2028	từ 26/03/2028	> 90% khách QT ở Long Thành; TSN: nội địa + QT ngắn

Cơ sở phân chia Long Thành – Tân Sơn Nhất

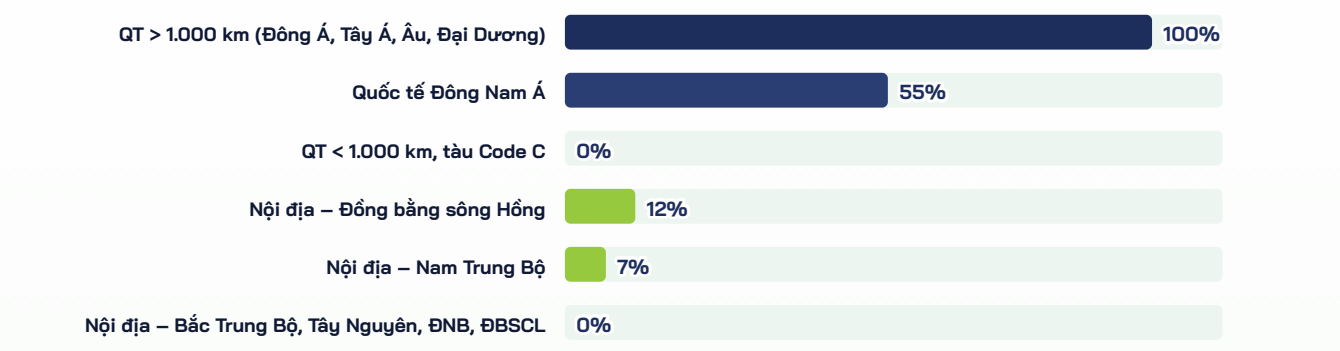
Căn cứ pháp lý. Nghị quyết Quốc hội và quy hoạch hệ thống cảng hàng không không phân vai QT/nội địa cho từng sân bay. Tỷ lệ 80/20 (QT), 10/90 (nội địa) và ngưỡng 1.000 km bắt nguồn từ **Báo cáo nghiên cứu khả thi GĐ1**, được Thủ tướng duyệt tại QĐ 1777/QĐ-TTg ngày 11/11/2020. Phương án 2025–2026 là văn bản điều hành cấp CAAV/Bộ Xây dựng; công cụ thực thi là cấp phép đường bay và điều phối slot.

Văn bản	Nội dung liên quan	Vai trò với việc phân chia
NQ 94/2015/QH13 (25/6/2015) – chủ trương đầu tư Long Thành	Quy mô 100 triệu khách, 5 triệu t/năm; GĐ1 25 triệu khách, 1,2 triệu t/năm. Về TSN chỉ yêu cầu "tiếp tục đầu tư, khai thác có hiệu quả"	Không quy định tỷ lệ, không phân vai TSN sau khi Long Thành khai thác
QĐ 1777/QĐ-TTg (11/11/2020) – duyệt Báo cáo nghiên cứu khả thi GĐ1	**Long Thành khai thác 80% chuyến QT và 10% nội địa; TSN 20% QT và 90% nội địa. Long Thành nhận toàn bộ đường bay QT từ 1.000 km trở lên, chuyến QT không thường lệ, chuyến mới TSN không tiếp nhận được; đường bay còn lại do hãng chọn**	**Căn cứ gốc duy nhất của tỷ lệ 80/10 và ngưỡng 1.000 km**
QĐ 648/QĐ-TTg (7/6/2023) – quy hoạch hệ thống cảng hàng không 2021–2030, tầm nhìn 2050	TSN và Long Thành cùng là cảng đầu mối vùng TP.HCM; định hướng xây dựng trung tâm trung chuyển	Không phân vai QT/nội địa cho từng sân bay
QĐ 2429/QĐ-BXD (2025) – nhiệm vụ lập quy hoạch TSN	TSN cấp 4E, công suất thiết kế 50 triệu khách/năm, khoảng 791 ha	TSN không bị thu hẹp; quy hoạch TSN chưa được duyệt
Nghị quyết Quốc hội 11/2024 (kỳ họp 8, khóa XV)	Lùi hạn hoàn thành GĐ1 đến 31/12/2026; Chính phủ tự duyệt BCNCKT điều chỉnh	Không đổi nguyên tắc phân chia
VB 8796/VPCP-CN (17/9/2025) → Báo cáo Bộ Xây dựng (02/10/2025)	Mô hình "cặp cảng hàng không quốc tế khai thác đồng thời": Nhà nước điều phối, phân định tỷ lệ QT–nội địa theo từng thời kỳ; **xem xét lại tiêu chí sau 5 năm khai thác**	Khung điều hành hiện hành
Thông tư 29/2021/TT-BGTVT – quản lý, khai thác cảng hàng không, điều phối slot	Slot lịch sử khi chuỗi slot dùng đúng ≥ 80% (QT) / ≥ 70% (nội địa); lịch bay theo mùa	Công cụ thực thi: cấp phép đường bay + điều phối slot
Phương án ACV (07/2026), CAAV thống nhất (28–29/7/2026)	3 giai đoạn theo mùa lịch bay (đông 2026, hè 2027, đông 2027); cơ chế bảo lưu slot lịch sử ở TSN đang nghiên cứu	**Chưa có quyết định phê duyệt** của Bộ Xây dựng hay Thủ tướng (đến 27/9/2026)

Tiêu chí phân chia của ACV (07/2026): khu vực địa lý + cự ly

Viện dẫn BCNCKT đã được Hội đồng Thẩm định Nhà nước thông qua.

Tỷ lệ chuyến bay chuyển sang Long Thành theo nhóm đường bay



Phần còn lại ở Tân Sơn Nhất (TSN = 100% − Long Thành). Nguồn: ACV (07/2026).

Cơ sở lý luận của cách chia

Nguyên tắc	Nội dung	Căn cứ
Công suất và phân kỳ đầu tư	TSN tối đa 50 triệu khách/năm (4E, nằm giữa đô thị, không mở rộng thêm); Long Thành GĐ1 25 triệu khách/năm. Chia 80% QT + 10% nội địa để lấp đầy dần Long Thành GĐ1 trong khi TSN không quá tải	QĐ 1777/2020; QĐ 2429/QĐ-BXD
Hub trung chuyển quốc tế	Gom chuyến QT đường dài về một sân bay để khách nối chuyến trong cùng nhà ga; tàu thân rộng (Code E/F) cần sân đỗ, đường lăn cấp 4F của Long Thành	QĐ 648/2023 (định hướng trung tâm trung chuyển)
Ngưỡng 1.000 km ≈ ranh giới tàu thân hẹp	Chặng < 1.000 km chủ yếu bay bằng tàu Code C; khách công vụ và bay thẳng cần sân bay gần trung tâm (TSN cách 6–7 km, Long Thành cách 40 km). Văn bản chính thức không giải thích lý do chọn ngưỡng; đây là diễn giải của báo chí và chuyên gia	BCNCKT 2020; Thanh Niên 20/7/2026
Chuyển theo mùa lịch bay	Hãng nộp lịch bay theo mùa đông/hè; đổi sân bay đúng mốc mùa để không xáo trộn slot, vé đã bán, hàng đã đặt chỗ. Các hãng đề nghị tối thiểu 12 tháng chuẩn bị	Thông tư 29/2021; thông lệ IATA
Kết nối mặt đất là điều kiện tiên quyết	Chuyển mạnh (GĐ2–3) chỉ khi có cao tốc, đường sắt Thủ Thiêm–Long Thành (~48 km, PPP; chưa xác nhận khởi công)	CAAV 09/2025
Bài học quốc tế: không dồn 100% QT ra sân bay xa	Nhật chuyển toàn bộ QT sang Narita (1978), phải mở lại QT ở Haneda (2007–2010). Hàn Quốc dồn về Incheon (2001), khoảng 2 năm sau mở lại QT chặng ngắn ở Gimpo. Bộ Xây dựng yêu cầu nghiên cứu Incheon–Gimpo, Narita–Haneda, Don Mueang–Suvarnabhumi; tư vấn là Incheon Airport	Báo cáo Bộ Xây dựng 10/2025

Cự ly thực tế từ TSN (đường tròn lớn, AAS tính)

Nhóm	Điểm đến
QT < 1.000 km → ở lại TSN (hãng Việt)	Phnom Penh (PNH) 213 km; Siem Reap (SAI) 422 km; Bangkok (BKK) 716 km; Bangkok DMK 741 km; Viêng Chăn (VTE) 911 km
QT sát ngưỡng 1.000–1.400 km → sang Long Thành	Kuala Lumpur (KUL) 1.050 km; Singapore (SIN) 1.092 km; Luang Prabang (LPQ) 1.118 km; Yangon (RGN) 1.321 km
QT xa hơn → sang Long Thành	Hồng Kông (HKG) 1.493 km; Thâm Quyến (SZX) 1.519 km; Quảng Châu (CAN) 1.566 km; Manila (MNL) 1.611 km; Jakarta (CGK) 1.884 km; Đài Bắc (TPE) 2.208 km; Thượng Hải (PVG) 2.747 km; Bắc Kinh (PEK) 3.398 km; Busan (PUS) 3.523 km; Seoul (ICN) 3.561 km; Delhi (DEL) 3.651 km; Osaka (KIX) 3.911 km...
Nội địa ⩾ 1.000 km	Thanh Hóa (THD) 1.018 km; Hải Phòng (HPH) 1.112 km; Vân Đồn (VDO) 1.148 km; Hà Nội (HAN) 1.160 km; Điện Biên (DIN) 1.239 km
Nội địa 800–1.000 km	Vinh (VII) 887 km

Bốn tuyến nội địa Vietjet đăng ký chuyển sang Long Thành từ 01/12/2026 là HAN, HPH, THD, VII. Ba tuyến đầu đều trên 1.000 km, riêng Vinh là 887 km. Singapore và Kuala Lumpur vượt ngưỡng chỉ 50–90 km.

Ý NGHĨA VỚI SCS

Ngưỡng 1.000 km không quy định loại tàu, nhưng trên thực tế chia theo loại tàu. Phần ở lại TSN là các chặng ngắn bay bằng tàu thân hẹp, khoang hàng nhỏ. Phần sang Long Thành là các chặng thân rộng và chuyến chở hàng, tức nguồn hàng chính của SCS. Tiêu chí sẽ được xem xét lại sau 5 năm khai thác; đây là cửa để TSN giữ thêm QT nếu Long Thành quá tải hoặc kết nối mặt đất chậm.

Các mô hình chuyển đổi và tác động đến SCS

Mô hình chuyển đổi	Cách làm	Tiền lệ	Rủi ro xáo trộn	SCS giữ lại 2028*
1. Chuyển một lần (big bang)	Đóng QT ở sân bay cũ trong một đêm	Kuala Lumpur (1998), Hồng Kông Kai Tak (1998), Istanbul (04/2019)	Rất cao: lỗi hành lý, hàng hóa ùn tắc (Hồng Kông 1998 phải chuyển hàng về lại Kai Tak)	10–15%
2. Theo thị trường + mùa IATA (ACV đề xuất 07/2026)	3 pha: đông 26/27, hè 27, đông 27/28; đường dài + hàng hóa đi trước	Doha Hamad (2014, chuyển theo hãng); Seoul Incheon–Gimpo (2001)	Thấp: đổi lịch bay đúng thời điểm hãng nộp lịch mùa, không phải đổi giữa mùa	20–40%
3. Theo cự ly (< 1.000 km ở TSN)	QT ngắn và nội địa ở sân bay cũ, QT dài ở sân bay mới	Gimpo giữ tuyến "city shuttle" ⩽ 2.000 km (Haneda, Thượng Hải)	Thấp–vừa; hai sân bay phải chia khách nối chuyến	35–45%
4. Tự nguyện + cấm cấp mới ở TSN (CAAV 09/2025, giai đoạn 1)	Không cấp tuyến/tần suất QT mới ở TSN; hãng tự chuyển	Bangkok Don Mueang mở lại cho LCC (2007/2012)	Thấp; tốc độ chuyển chậm, phụ thuộc ưu đãi phí	45–60%

* Ước tính của AAS về tỷ lệ sản lượng hàng QT SCS giữ lại ở TSN năm 2028 so với khi không có Long Thành, chưa tính phần SCS có thể khai thác tại Long Thành. Lộ trình hiện tại là mô hình 2 (theo thị trường + mùa IATA) chồng lên mô hình 4 (cấm cấp mới ở TSN). Rủi ro xáo trộn thấp, nhưng hàng hóa bị đưa vào nhóm chuyển sớm (pha 1–2), nên bất lợi cho SCS hơn mô hình 3.

4 Tác động của Long Thành đến SCS: vừa lợi vừa hại

+ Có lợi cho SCS

- **Giảm tải TSN:** TSN đang vượt công suất. Khi chuyến QT chuyển đi, SCS có thêm slot và sân đỗ cho hàng nội địa và QT ngắn còn ở lại.
- **Chuyển đổi chậm hơn kế hoạch:** Long Thành thiếu khoảng 1.668 nhân sự, còn hơn 20.000 bản vẽ chưa xong, đường kết nối chưa hoàn thành. Forwarder và kho ngoại quan nằm quanh TSN. Mỗi quý chuyển chậm giữ lại khoảng 40–80 tỷ LN so với lộ trình đúng hạn.
- **MOU với ACV:** nhà ga hàng hóa 1 (550 nghìn t/năm) của ACV chưa có đơn vị khai thác. ACV giữ 13,69% SCS nên có động lực giao cho SCS vận hành hoặc liên doanh.
- **Tài sản đất 14,3 ha** sát TSN, trong đó khoảng 5 ha sân đỗ đang cho ACV thuê. Nếu hàng QT giảm, có thể chuyển sang logistics đô thị, kho lạnh hoặc cho thuê. Phần này chưa đưa vào mô hình.
- **Tiền mặt 1.746 tỷ, không cần capex:** lãi tiền gửi khoảng 120 tỷ/năm, đủ để duy trì cổ tức cao ngay cả trong kịch bản xấu.

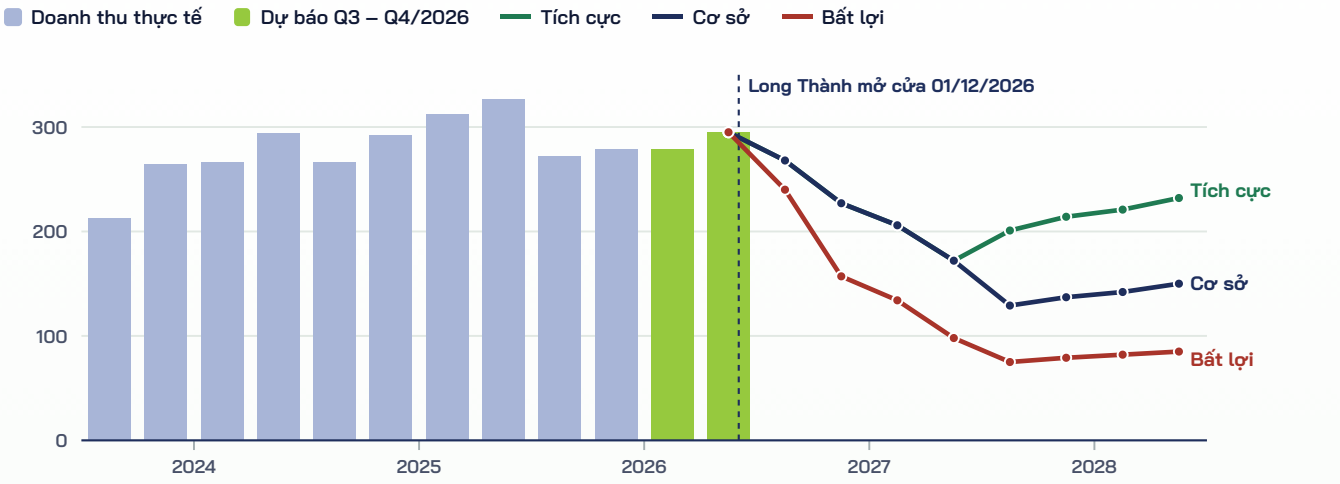
– Có hại cho SCS

- **Chuyến chở hàng và đường dài đi trước** (pha 1–2): đây là nhóm khách chủ lực của SCS (hãng nước ngoài, chuyến chở hàng Trung Đông, châu Âu, Mỹ).
- **Tuyến QT > 1.000 km chuyển hết từ đông 2027,** kể cả Đông Bắc Á (Trung Quốc, Hàn, Nhật, Đài Loan). Chỉ tuyến QT < 1.000 km của hãng Việt (Campuchia, Lào, Thái Lan) ở lại, và các tuyến này chở ít hàng.
- **Nội địa:** theo phương án ACV, 12% chuyến Đồng bằng sông Hồng và 7% Nam Trung Bộ sang Long Thành. Vietjet chuyển HAN, HPH, THD, VII (khoảng 18 chuyến/ngày) từ 01/12/2026, thêm DAD, HUI, PQC từ 16/01/2027; VNA chuyển HAN.
- **Năng lực Long Thành 1,2 triệu t/năm,** lớn hơn khoảng 60% toàn bộ TSN: không có giới hạn công suất nào buộc hàng phải ở lại TSN.
- **Tiền lệ Incheon (2001):** Gimpo giữ tuyến QT ngắn, nhưng hàng hóa gần như dồn hết về Incheon.
- **Chi phí cố định** (nhân công, khấu hao) không giảm theo sản lượng: doanh thu mất 50% thì LN mất khoảng 60–70%.

Kịch bản doanh thu và LN 2027–2028

Doanh thu SCS theo quý và ba kịch bản 2027 – 2028

Tỷ đồng



Nguồn: BCTC SCS (kho AAS); mô hình AAS.

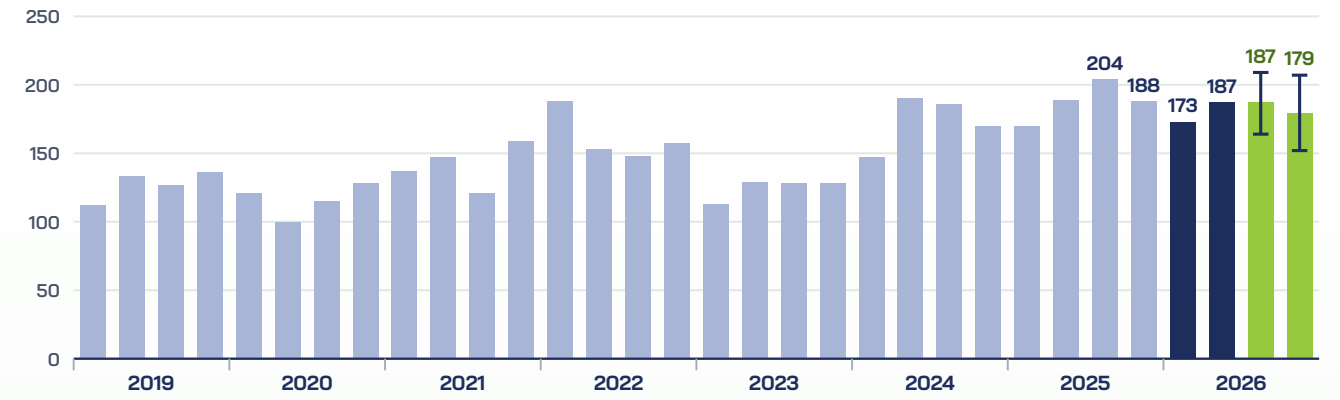
Kịch bản	Hàng QT giữ lại (Q1–Q4/2027 → 2028)	DT 2027	LNST 2027	DT 2028	LNST 2028	LN 2028 so 2026	Giá trị/cp (đ)	So giá 44.300
Bất lợi	85% / 50% / 40% / 25% → 20%	629	387	321	174	−76%	29.213	−34%
Cơ sở	95% / 75% / 65% / 50% → 40%	873	554	558	344	−53%	44.039	−1%
Tích cực	95% / 75% / 65% / 50% → 40%	873	554	868	430	−41%	50.741	+15%

Giá trị kỳ vọng (xác suất Bất lợi 35%, Cơ sở 45%, Tích cực 20%): **40.190 đ/cp**.

5 Dự báo SCS quý 3 và quý 4/2026

LNST SCS theo quý

Tỷ đồng



Nguồn: BCTC SCS (kho AAS); mô hình AAS.

Kỳ	Doanh thu	So cùng kỳ	LNTT	LNST	So cùng kỳ	Khoảng LNST
Q3/2026	279	−10,5%	235	187	−8,4%	164–209
Q4/2026	295	−9,9%	219	179	−4,6%	152–207
Cả năm 2026	1.125	−6,0%	908	727	−3,2%	LNTT = 95% KH

6 ACV: dự báo Q3/Q4 2026 và cú sốc chi phí Long Thành

LNST hợp nhất ACV theo quý

Tỷ đồng



Nguồn: BCTC ACV (kho AAS); mô hình AAS.

Kỳ	Doanh thu	LNTT	LNST	So cùng kỳ	Khoảng LNST
Q3/2026	6.500	3.938	3.187	–0,7%	2.752–3.622
Q4/2026	6.550	2.606	2.106	–40,3%	1.867–2.313
Cả năm 2026	–	–	11.998	–3,7%	

2027: năm đầu chịu đủ chi phí Long Thành

Kịch bản	LNST 2027	So 2026	P/E 2027 ở giá 39.400	LNST 2028	Giá trị/cp (đ)	So giá
Tích cực	10.271	–14%	13,7x	12.325	55.041	+40%
Cơ sở	8.107	–32%	17,4x	9.485	42.357	+8%
Bất lợi	6.520	–46%	21,7x	7.433	33.193	–16%
Bình quân 25/50/25					43.237	+10%

7 Mua bán ACV và SCS: kết quả backtest P/E, P/B

P/B ACV (tuần) và phân vị lịch sử



Nguồn: kho AAS, giá điều chỉnh. Đường vàng: phân vị 10%, trung vị, 90%.

Giá ACV điều chỉnh và MA200

Nghìn đồng



Nguồn: kho AAS, giá điều chỉnh.

Quy tắc	Trong mẫu 2017–21 /năm	Ngoài mẫu 2022–26 /năm	Cả kỳ /năm	Sụt tối đa	Số lệnh	Thời gian cầm
Mua & giữ	+0,9%	−6,2%	−2,9%	−64%	1	100%
Chỉ xu hướng: giá > MA200	−0,9%	−2,9%	−1,9%	−49%	36	46%
Z P/E 3 năm ≤ −1 mua, ≥ +1 bán	+0,4%	−1,6%	−0,7%	−53%	2	46%
Z P/B 3 năm ≤ −1 mua, ≥ +1 bán	+5,6%	+0,2%	+3,6%	−47%	3	57%
P/E thấp (≤ phân vị 25%) + > MA200 mua; P/E ≥ phân vị 75% hoặc < MA200 bán	−1,6%	+2,8%	+0,7%	−32%	6	13%
P/B thấp (≤ phân vị 25%) + > MA200 mua; < MA200 bán	+5,8%	+0,6%	+3,0%	−32%	13	32%
P/B phân vị ≤ 10% + giá > MA200 mua; < MA200 bán	**+0,0%**	**+4,7%**	**+2,5%**	**−28%**	**3**	**12%**
P/B phân vị ≤ 20% mua; ≥ 60% bán	+5,6%	−1,3%	+2,7%	−47%	3	64%
P/E phân vị ≤ 20% + > MA200 mua; P/E phân vị ≥ 70% hoặc < MA200 bán	−5,4%	−0,6%	−2,8%	−35%	19	19%
Z P/B ≤ −1,5 + > MA200 mua; Z P/B ≥ 0 hoặc < MA200 bán	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0%	0	0%
Bậc thang tỷ trọng theo phân vị P/B + MA200	+2,5%	−1,9%	+0,1%	−31%	–	43%
Ngưỡng P/E tốt nhất trong mẫu: mua ≤ 12,0, bán ≥ 40,0	+13,1%	−4,2%	+3,5%	−25%	2	14%
Ngưỡng P/B tốt nhất trong mẫu: mua ≤ 2,5, bán ≥ 5,5	+18,0%	−4,2%	+6,3%	−25%	2	27%

- **Mua và giữ ACV từ 11/2017 lỗ −2,3%/năm** (giá điều chỉnh), sụt tối đa −64%, dù LNST tăng gấp đôi (6,2 → 12,5 nghìn tỷ). P/E đã giảm từ 40x xuống 10x. Đây là định giá lại mang tính cấu trúc (capex Long Thành, không trả cổ tức tiền, cổ phiếu ít tự do chuyển nhượng, bê bối đấu thầu 2026), không phải dao động quanh một mức trung bình.
- **Ngưỡng tuyệt đối thất bại ngoài mẫu:** ngưỡng P/B tốt nhất 2017–2021 (mua ≤ 2,5x, bán ≥ 5,5x) cho +18%/năm trong mẫu nhưng −4,2%/năm giai đoạn 2022–2026. Z-score P/E 3 năm cũng là bẫy giá trị (−1,6%/năm ngoài mẫu).
- **Quy tắc bền nhất: P/B ở phân vị ≤ 10% + giá > MA200:** +4,7%/năm ngoài mẫu so với −5,9% nếu mua và giữ, sụt tối đa −28% thay vì −64%. Tuy vậy chỉ có 3 lệnh, nên độ tin cậy thấp. Bộ lọc xu hướng là phần tạo ra lợi thế; điều kiện "rẻ" chỉ chọn thời điểm.
- **Hiện tại:** P/B 1,90x (phân vị 0,3%), z 3 năm −1,73, P/E trượt 10,5x, chênh lệch lợi suất LN − lãi suất 12 tháng +2,9%. Giá 39,4 nằm dưới MA200 46,5, nên tín hiệu mua chưa đủ điều kiện.

ĐỀ XUẤT ACV

Tích lũy từng phần — chờ xu hướng

TỶ TRỌNG HIỆN TẠI
≤ 50% mục tiêu

MUA ĐỦ KHI
Đóng cửa > MA200 (46,5, đang giảm dần)

VÙNG MUA THÊM
≤ 35,0 (P/B ≈ 1,7x)

CHỐT DẦN
P/B ≥ 3x (≈ 62) hoặc thủng MA200 sau khi mua

- **Kế hoạch thực hiện:** giải ngân 25% ngay, 25% ở vùng ≤ 35.000 đ. Phần 50% còn lại chỉ mua khi giá đóng cửa trên MA200 2 phiên liên tiếp, hoặc sau khi KQ Q4/2026 cho LNST ≥ 2.106 tỷ.
- **Chất xúc tác:** Long Thành khai thác đúng hạn 01/12/2026; phê duyệt phí phục vụ hành khách QT 25 USD tại Long Thành; chuyển niêm yết HOSE; phương án cổ tức cổ phiếu 2026.
- **Rủi ro:** Long Thành chậm hoặc đội vốn; khấu hao cao hơn giả định; JPY tăng mạnh; lưu lượng quốc tế chậm lại.

ĐỀ XUẤT SCS

Nắm giữ – chưa mua mới

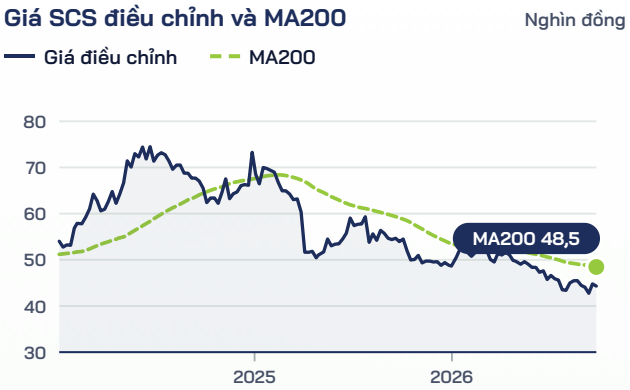
TỶ TRỌNG HIỆN TẠI
⩽ 30% mục tiêu

MUA THĂM DÒ
⩽ 36.000

MUA MẠNH
⩽ 31.000

CHỐT DẦN
⩾ 50.500 (nếu chưa có vai trò ở Long Thành)

Giá SCS điều chỉnh và MA200



Nguồn: kho AAS, giá điều chỉnh.

P/E trượt SCS (tuần) và phân vị lịch sử



Nguồn: kho AAS.

Quy tắc (SCS)	Trong mẫu 2018–21 /năm	Ngoài mẫu 2022–26 /năm	Cả kỳ /năm	Sụt tối đa	Số lệnh
Mua & giữ	+3,3%	−5,4%	−2,5%	−47%	1
Chỉ xu hướng: giá > MA200	+6,2%	−5,1%	−1,2%	−38%	21
Z P/B 3 năm ⩽ −1 mua, ⩾ +1 bán	+7,2%	−6,5%	−1,0%	−44%	1
P/B phân vị ⩽ 10% + giá > MA200 mua; < MA200 bán	**+8,2%**	**−1,4%**	**+2,6%**	**−26%**	**9**
Bậc thang tỷ trọng theo phân vị P/B + MA200	+5,2%	−4,0%	−0,4%	−29%	–
Ngưỡng P/E tốt nhất trong mẫu: mua ⩽ 10,0, bán ⩾ 20,0	+21,1%	−3,2%	+4,3%	−44%	1

- **P/E 6,1x là "rẻ giả".** LN đang ở đỉnh trước khi mất hàng QT. Theo LN 2028, cùng vốn hóa 4.567 tỷ tương đương P/E 13,3x (Cơ sở) và 26,3x (Bất lợi).
- **Backtest không ủng hộ mua vì rẻ:** ngưỡng P/E tốt nhất 2018–2021 lỗ ngoài mẫu; mua và giữ 2022–2026 lỗ −5,8%/năm. Quy tắc tốt nhất (P/B phân vị ⩽ 10% + giá > MA200) chỉ giảm lỗ ngoài mẫu còn −1,4%/năm và giảm sụt tối đa còn −26% (so với −47%). Nghĩa là với SCS, **mức giá so với giá trị theo kịch bản quan trọng hơn tín hiệu định giá lịch sử.**
- **Hiện tại:** giá 44,3 dưới MA200 48,5; P/B 2,81x ở phân vị 0,8%. Giá bằng kịch bản Cơ sở (44.039 đ) nhưng cao hơn giá trị kỳ vọng (40.190 đ), nên chưa mua mới. Người đang nắm giữ có thể giữ để hưởng cổ tức (5.000 đ cho năm 2025, khoảng 11% ở giá hiện tại). Các đợt tạm ứng cổ tức gần đây chốt vào tháng 12.
- **Mua thăm dò ⩽ 36.000 đ**, tức thấp hơn giá trị kỳ vọng 10%. **Mua mạnh ⩽ 31.000 đ**, khi giá gần bằng kịch bản Bất lợi (29.213 đ đã gồm cổ tức đến 2027), nên rủi ro giảm tiếp còn nhỏ.
- **Nâng tỷ trọng ngay, bất kể giá ⩽ 45.000 đ, khi SCS ký hợp đồng khai thác NGHH 1 với ACV** (kịch bản Tích cực, 50.741 đ), đặc biệt nếu giá vượt MA200 cùng lúc.
- **Giảm hoặc bán** nếu một hãng chở hàng lớn công bố chuyển sang Long Thành từ hè 2027, hoặc sản lượng quý giảm quá 15% so với cùng kỳ. Chốt dần ở ⩾ 50.500 đ nếu vẫn chưa có vai trò ở Long Thành.

ACV: biến động năm 32%, beta 0,64, GTGD trung vị 1 năm 33 tỷ/phiên, giá thấp hơn đỉnh −52%. SCS: biến động 27%, beta 0,46, GTGD 8,3 tỷ/phiên, thấp hơn đỉnh −42%. Dữ liệu đến 25/09/2026.

AAS | RESEARCH
Báo cáo do AAS Research thực hiện, dựa trên kho dữ liệu AAS (BCTC, giá, vĩ mô) và mô hình dự báo của AAS Research. Tài liệu chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải lời mời mua hoặc bán chứng khoán.