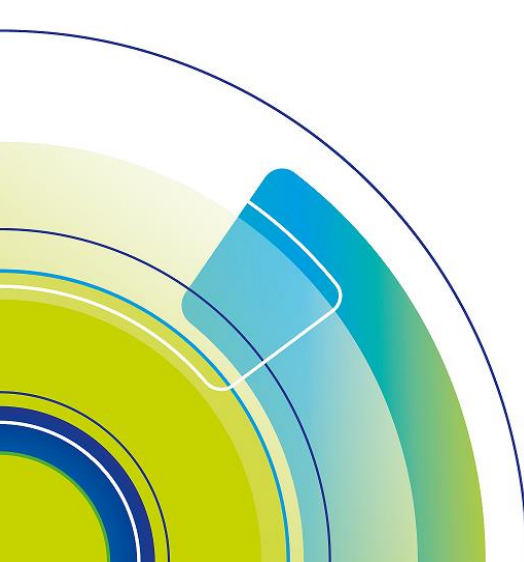




Báo cáo lần đầu **VSC – TRUNG LẬP**

Ngày 28/03/2025



Nguyễn Thế Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1047)

hungnt@acbs.com.vn

Báo cáo lần đầu

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

HSX: VSC

Cảng biển

Giá mục tiêu (VND) 17.900

Giá hiện tại (VND) 17.500

Tỷ lệ tăng giá 2,3%

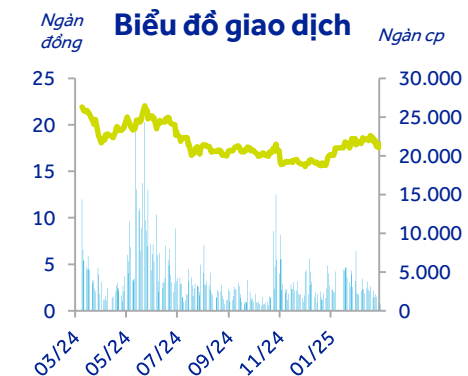
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 5,6%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 7,9%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	10,4	-5,1	8,6	-14,0
Tương đối	5,6	-6,9	4,4	-19,2

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Vietinbank Capital	19,0%
Lucerne Enterprise Ltd	5,7%
CTCP Đầu tư Sao Á D.C	5,0%
CTCP Đại lý Vận tải SAFI	4,5%
CTCP Quỹ TM Holding	3,7%

Thông kê

Mã Bloomberg	27/03/25	VSC VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	15.300 – 22.500	
SL lưu hành (triệu cp)	268	
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.256	
Vốn hóa (triệu USD)	204	
Room khối ngoại còn lại (%)	44,7	
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	60,4	
KLGD TB 3 tháng (cp)	2.836.475	
VND/USD	25.730	
Index: VNIndex / HNX	1.323,8 / 239,5	

CTCP CONTAINER VIỆT NAM (HSX: VSC)

CTCP Container Việt Nam (VSC) được thành lập vào năm 1985 và niêm yết trên HoSE vào năm 2008, là một trong những doanh nghiệp khai thác cảng biển và cung cấp các dịch vụ hậu cần khác, đóng vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng khu vực Hải Phòng.

VSC hiện đang sở hữu 4 cảng dọc sông Cấm có tổng công suất thiết kế (CSTK) 1,6 triệu TEU/năm, với thị phần đứng thứ 2 ở Hải Phòng sau CTCP Cảng Hải Phòng (PHP). Trong đó gồm 2 cảng nước sâu đang được vận hành ở hạ nguồn là Nam Hải Đình Vũ và Xanh VIP có tổng CSTK 1 triệu TEU/năm.

Năm 2024, VSC ghi nhận doanh thu đạt 2.788 tỷ đồng (+27,8% svck) với lợi nhuận gộp đạt 843,5 tỷ đồng (+28,9% svck) và biên LNG đạt 30,3%, tăng nhẹ 0,3% sv 2023. LNTT đạt 524,5 tỷ đồng (+98% svck), kết quả doanh thu và LNTT lần lượt hoàn thành 114% và 164% kế hoạch của Công ty. Trong đó đáng chú ý là mảng khai thác cảng biển với doanh thu đạt 1.404 tỷ đồng (+34% svck) với lợi nhuận gộp đạt 722 tỷ đồng (+50,5% svck) và biên LNG đạt 51,5%.

Triển vọng tăng trưởng của VSC kể từ 2025 sẽ chủ yếu đến từ cảng Nam Hải Đình Vũ với CSTK 500.000 TEU/năm khi cảng đóng góp tăng trưởng chính trong những năm gần đây là Xanh VIP đã hoạt động vượt CSTK. Bên cạnh đó là việc hưởng lợi dài hạn từ Thông tư 39/2023/TT-BGTVT kể từ tháng 2/2024 giúp cải thiện mức phí xếp dỡ container, đặc biệt đối với hàng container trung chuyển và xuất nhập khẩu.

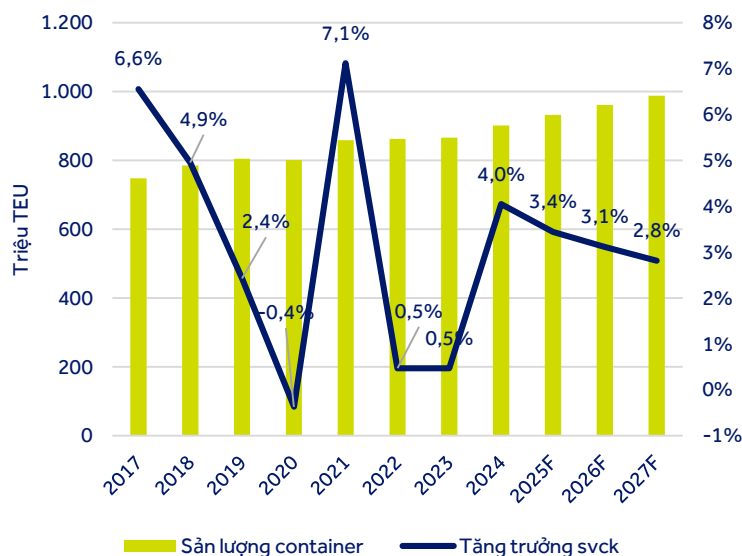
Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNTT đạt 3.115 tỷ đồng (+11,7% svck) và 516 tỷ đồng (-1,6% svck). Dựa trên phương pháp định giá DCF, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Trung lập** cho cổ phiếu VSC với giá hợp lý là 17.900 đồng/cp. So với giá đóng cửa ngày 27/03/2025, mức định giá này tương ứng với tỷ lệ tăng 7,9%, bao gồm cổ tức tiền mặt 1.000 đồng/cp, với P/E 2025 là 11,7x và P/B 2025 là 1,0x.

	2022	2023	2024U	2025F	2026F
DT thuần (tỷ đồng)	2.007	2.181	2.788	3.115	3.295
Tăng trưởng	6%	9%	28%	12%	6%
EBITDA (tỷ đồng)	680	629	865	962	996
Tăng trưởng	-1%	-7%	37%	11%	3%
LNST	393	199	435	428	461
Tăng trưởng	-5%	-49%	118%	-2%	8%
EPS (hiệu chỉnh VND)	1.371	694	1.515	1.491	1.607
Tăng trưởng	-5%	-49%	118%	-2%	8%
ROE (%)	12%	6%	11%	9%	9%
ROA (%)	9%	4%	7%	6%	6%
Nợ ròng/EBITDA (x)	1,3	2,5	2,0	2,3	2,0
EV/EBITDA (x)	7,7	8,3	5,2	6,5	6,2
P/E (x)	12,8	25,2	11,6	11,7	10,9
P/B (x)	0,7	0,7	1,0	1,0	0,9
Cổ tức (VND)	1.000	-	-	1.000	1.000
Suất sinh lợi cổ tức	5,8%	-	-	5,6%	5,6%

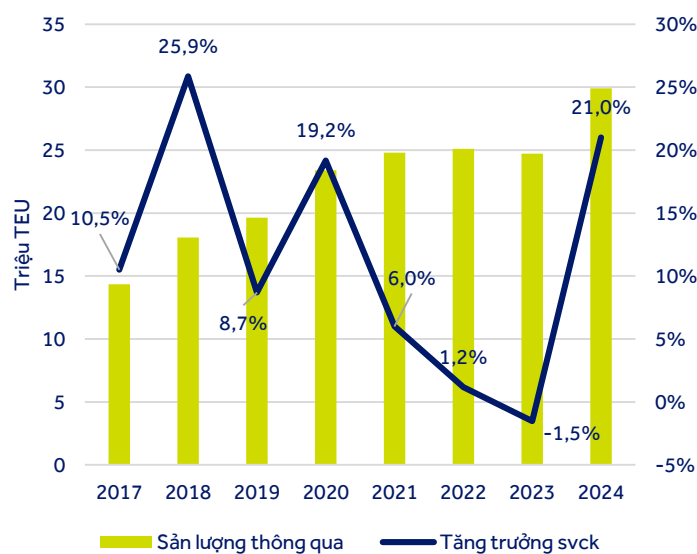
I. Tổng quan ngành cảng biển

Năm 2024, sản lượng container thông qua toàn cầu đạt 901 triệu TEU, tăng 4% so với 2023, đánh dấu sự phục hồi và được dự phóng quay trở lại mức tăng trưởng trung bình 3-4% kể từ năm 2025. Trước đó, sản lượng container chỉ đạt mức tăng trưởng thấp với 0,7% năm 2022 và 0,5% năm 2023.

Sản lượng container thông qua toàn cầu



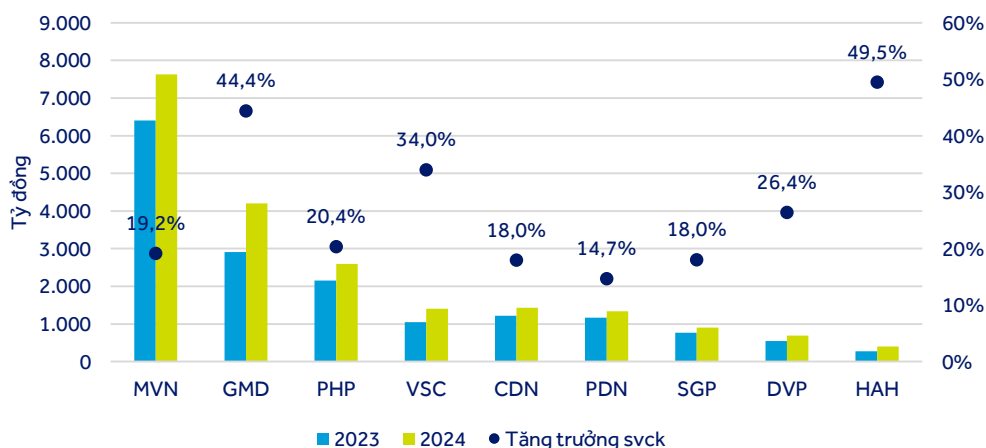
Sản lượng container thông qua Việt Nam



Nguồn: Statista, ACBS

Diễn biến tương đồng với sự phục hồi của sản lượng thông qua toàn cầu, sản lượng container thông qua các cảng tại Việt Nam cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ, vượt mức đỉnh sản lượng đạt được trong 2022, đạt 30 triệu TEU trong 2024 (+21% svck). Qua đó thúc đẩy hầu hết các doanh nghiệp logistics lấy lại được đà tăng trưởng trong 2024 với MVN ghi nhận doanh thu mảng cảng biển đạt 7.686 tỷ đồng (+20,1% svck), GMD đạt 4.201 tỷ đồng (+44,4% svck), PHP đạt 2.595 tỷ đồng (+20,4% svck), VSC đạt 1.404 tỷ đồng (+34% svck), và CDN đạt 1.432 tỷ đồng (+18% svck) ...

KQKD mảng khai thác cảng của các doanh nghiệp niêm yết



Nguồn: ACBS

Những năm vừa qua, ngành cảng biển cũng được quy hoạch tập trung và đầu tư phát triển đi sâu hơn vào chuỗi giá trị, so với giai đoạn trước năm 2020, khi đa phần các cảng hoạt động nhỏ lẻ, manh mún với công suất thiết kế thấp. Hiện tại, các cảng được đặt ở các vị trí thuận lợi gần cửa biển, đầu tư công suất khai thác lớn nhằm đáp ứng xu hướng khai thác tàu container tải trọng lớn của các hãng tàu trên thế giới. Việc vận hành theo quy mô lớn sẽ giúp các cảng có lợi thế hơn trong việc tiết giảm chi phí, tối ưu hóa hiệu suất khai thác và nâng cao năng lực cạnh tranh. Cụ thể, ở Hải Phòng là khu vực hạ nguồn sông Cấm tiếp giáp cửa biển và khu bến cảng Lạch Huyện; ở miền Nam là khu vực Cái Mép-Thị Vải, Bà Rịa-Vũng Tàu.

VSC là một trong những doanh nghiệp hiện đang sở hữu 4 cảng biển dọc sông Cấm, trong đó có 2 cảng biển có CSTK lớn ở khu vực hạ nguồn là cảng Nam Hải Đình Vũ và Xanh VIP.

II. Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành

CTCP Container Việt Nam (VSC) là một trong những doanh nghiệp nhà nước cung cấp dịch vụ vận chuyển container vào năm 1985. Sau khi được cổ phần hóa vào năm 2002, VSC được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vào năm 2008.

Bảng 1: Lịch sử hình thành & hoạt động của VSC

Năm	Hoạt động chính
1985	Công ty Container Việt Nam được thành lập
2004	Đưa cảng Xanh vào hoạt động với CSTK đạt 300.000 TEU/năm
2008	Niêm yết trên sàn HoSE với mã chứng khoán VSC
2015	Hoàn thành cảng Xanh VIP giai đoạn 1 với CSTK đạt 300.000 TEU/năm
2016	Hoàn thành cảng Xanh VIP giai đoạn 2 với tổng CSTK đạt 700.000 TEU/năm
2017	Đầu tư Trung Tâm Logistics (GIC) tại KCN Đình Vũ
2022	Tăng vốn điều lệ từ 551 tỷ đồng lên 1.213 tỷ đồng, gia tăng đầu tư vào các hoạt động M&A
2023	Tăng vốn điều lệ từ 1.213 tỷ đồng lên 1.334 tỷ đồng Sở hữu 36% cảng VIMC Đình Vũ
2024	Tăng vốn điều lệ từ 1.334 tỷ đồng lên 2.686 tỷ đồng Hoàn thành mua lại và sở hữu 100% cảng Nam Hải Đình Vũ có CSTK 500.000 TEU/năm

Nguồn: VSC, ACBS

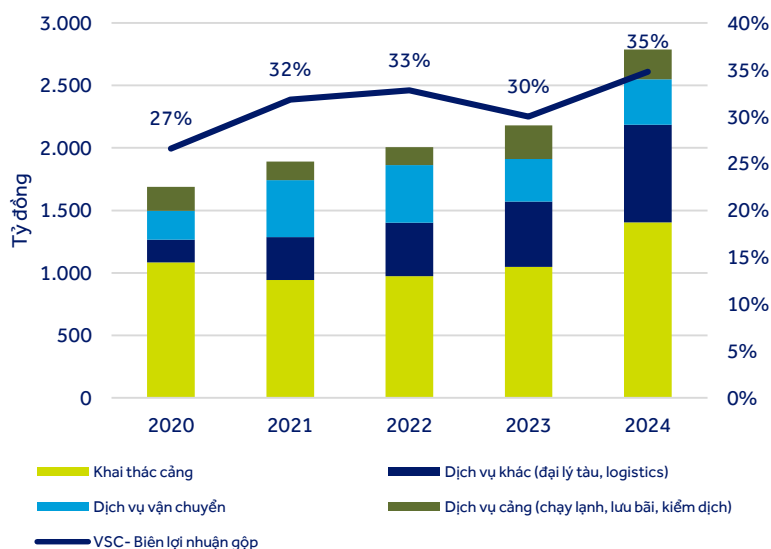
2. Lĩnh vực hoạt động

Hiện tại, VSC đang hoạt động ở 4 lĩnh vực (1) khai thác cảng biển, (2) dịch vụ cảng (chạy lạnh, lưu bãi, kiểm dịch), (3) dịch vụ vận chuyển, (4) dịch vụ khác (đại lý tàu, logistics). Trong đó, khai thác cảng biển là hoạt động chính đóng góp 85,6% trong tổng cơ cấu lợi nhuận gộp của VSC trong 2024.

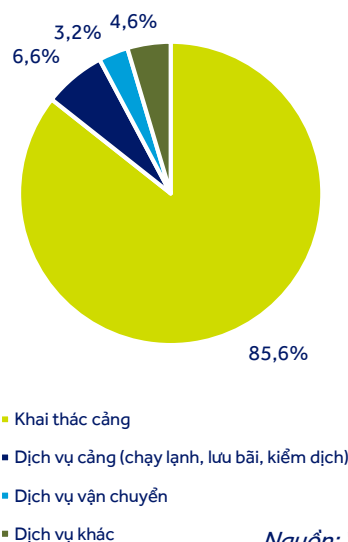
Tính đến cuối năm 2024, VSC sở hữu 4 cảng biển, tập trung dọc sông Cấm, Hải Phòng, với tổng CSTK là 1,6 triệu TEU/năm.



Cơ cấu doanh thu của VSC



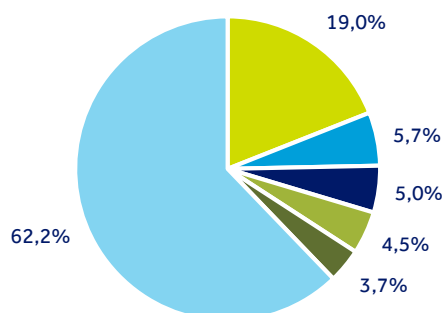
Cơ cấu lợi nhuận gộp 2024



Nguồn: VSC, ACBS

Cơ cấu sở hữu & chính sách cổ tức

Cơ cấu cổ đông VSC tính đến ngày 28/02/2025



- CT TNHH MTV Vietinbank Capital
- CTCP Đại lý Vận tải SAFI
- CTCP Đầu tư Sao Á D.C
- CTCP Quý TM Holding
- Khác

Nguồn: Bloomberg, ACBS

Cơ cấu sở hữu của VSC đến cuối tháng 2/2025 đã trở nên cô đặc hơn so với đầu năm 2024, với sự gia tăng tỷ trọng nắm giữ của các cổ đông tổ chức. Cụ thể, các tổ chức nắm giữ 37,8% vốn điều lệ, trong đó nổi bật là VietinBank Capital với tỷ lệ sở hữu lên tới 19%. Ngược lại, tại thời điểm đầu năm 2024, cơ cấu sở hữu của VSC còn khá phân mảnh, chủ yếu là các cổ đông cá nhân, với tỷ lệ sở hữu lớn nhất chỉ ở mức 1,6%.

VSC duy trì chính sách chi trả cổ tức ở mức 10–15% LNST trong giai đoạn công ty không có nhiều hoạt động đầu tư. Tuy nhiên, từ năm 2022, nhằm tăng cường huy động vốn phục vụ các thương vụ M&A, VSC đã ngừng chi trả cổ tức tiền mặt và chuyển sang phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu.

Bảng 2: Cơ cấu tổ chức VSC

		STT	Tên công ty	Tỷ lệ Sở hữu
CTCP Container Việt Nam	Công ty con	1	CT TNHH MTV Vận tải biển Ngôi sao xanh	100%
		2	CT TNHH MTV Trung tâm Logistics Xanh	100%
		3	CT TNHH MTV Viconship Hồ Chí Minh	100%
		4	CT TNHH MTV Dịch vụ Cảng Xanh	100%
		5	CT TNHH Cảng Nam Hải Đình Vũ	100%
		6	CTCP Cảng cận Quảng Bình-Đình Vũ	100%
		7	CTCP Cảng Xanh VIP	74%
		8	CTCP Đầu tư dịch vụ & Phát triển Xanh	66%
		9	CTCP Container Miền Trung	65%
		10	CTCP Container Quy Nhơn	55%
	Công ty liên doanh, liên kết	1	CTCP Dịch vụ vận tải Hoàng Hồng Anh	44%
		2	CTCP Vận tải biển Vinship	40%
		3	CTCP Cảng VIMC Đình Vũ	36%
		4	CTCP Logistics Cảng Đà Nẵng	31%
		5	CT TNHH Tuyến Container T.S. Hà Nội	30%

Nguồn: VSC, ACBS

III. Hoạt động kinh doanh

1. Khai thác cảng biển

VSC hiện đang sở hữu 4 cảng biển dọc trên sông Cấm, Hải Phòng với tổng CSTK 1,6 triệu TEU/năm. Trong đó cảng mới nhất là Nam Hải Đình Vũ được VSC hoàn thành nhận chuyển nhượng từ 35% lên 100% từ CTCP Gemadept vào Q3/2024.

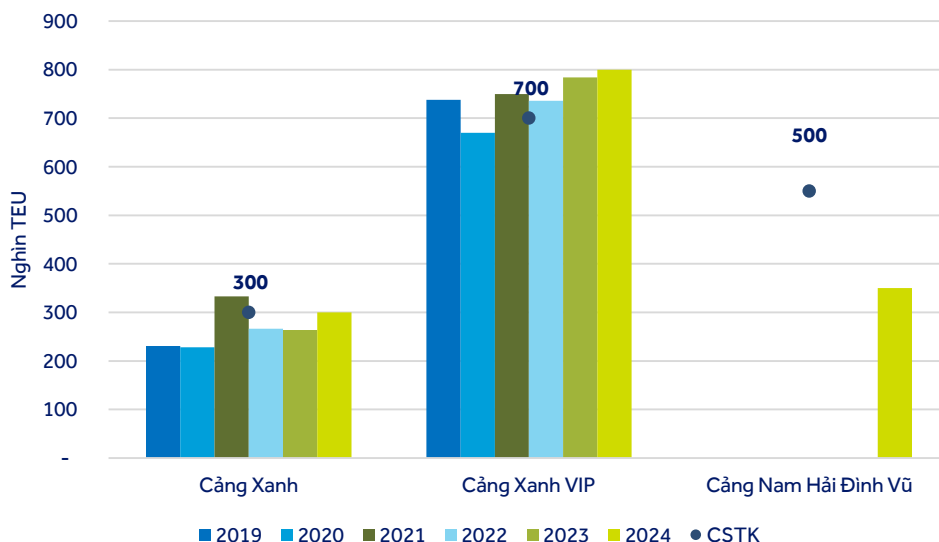
Bảng 3: Danh sách các cảng của VSC

Cảng	Năm hoạt động	Vị trí	Sở hữu	CSTK (TEU/năm)	Cỡ tàu tiếp nhận tối đa (DWT)
Xanh	2004	Thượng nguồn	100%	300.000	25.000
Nam Hải Đình Vũ	2013	Hạ nguồn	100%	500.000	48.000
Xanh Vip	2015	Hạ nguồn	74%	700.000	48.000
VIMC Đình Vũ	2022	Trung nguồn	36%	300.000	40.000

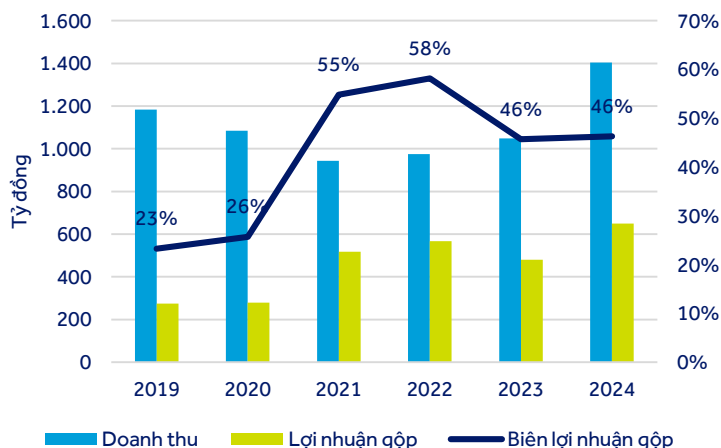
Nguồn: VSC, ACBS

Khai thác cảng biển là hoạt động kinh doanh cốt lõi của VSC, đóng góp 51% tổng doanh thu và 85,6% lợi nhuận gộp năm 2024. Trong đó, cảng Xanh VIP đóng vai trò quan trọng duy trì đà tăng trưởng chung của Công ty nhờ vị trí thuận lợi gần cửa biển, phù hợp để tiếp nhận tàu tải trọng lớn. Ngoài ra, việc hãng tàu Evergreen sở hữu 21,8% cổ phần của cảng Xanh VIP giúp đảm bảo nguồn hàng ổn định, đóng góp trung bình trên 70% sản lượng container thông qua VSC. Nhờ đó, kể từ năm 2021, cảng đã hoạt động vượt mức CSTK, góp phần nâng biên lợi nhuận gộp trung bình của mảng khai thác cảng của VSC đạt trung bình trên 46%.

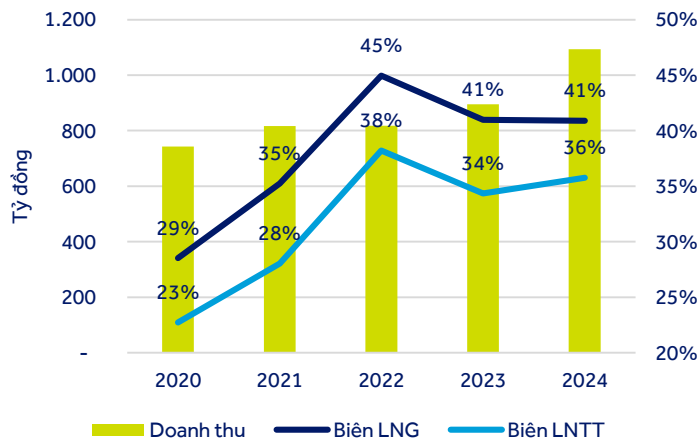
Sản lượng container thông qua VSC



KQKD mảng khai thác cảng



KQKD cảng Xanh Vip



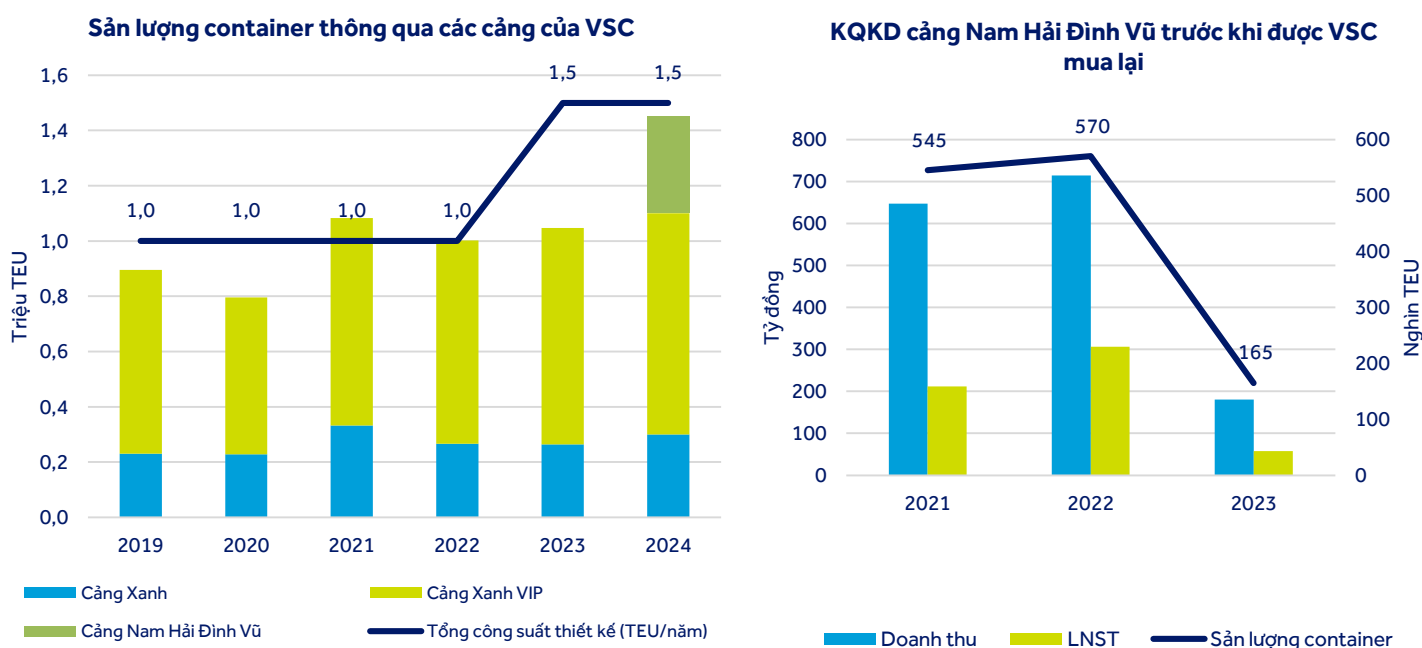
Nguồn: VSC, ACBS

Đẩy mạnh hoạt động M&A trong giai đoạn 2022-2024 giúp VSC có thêm dư địa tăng trưởng đồng thời xây dựng được lợi thế hoạt động theo quy mô ở hạ nguồn sông Cấm.

Dư địa tăng trưởng của VSC không còn nhiều khi cảng Xanh VIP hoạt động vượt CSTK kể từ năm 2021. Trong khi đó cảng Xanh đóng góp không nhiều vào tổng doanh thu và lợi nhuận gộp do vị trí không thuận lợi nằm sâu trong thượng nguồn sông Cấm, vốn chỉ khai thác các tàu tải trọng nhỏ, dẫn đến sản lượng container thông qua không ổn định.

Triển vọng tăng trưởng của VSC kể từ 2025 sẽ chủ yếu đến từ cảng Nam Hải Đình Vũ. Việc VSC hoàn thành thành sở hữu 100% cảng NHĐV từ GMD (từ mức 35%) vào Q3/2024 sẽ giúp KQKD hợp nhất tích cực hơn. Khi cảng này vận hành hết công suất trong những năm tiếp theo sẽ mang lại sản lượng container khai thác tăng thêm khoảng 550.000 TEU, đồng thời VSC ghi nhận doanh thu 600-700 tỷ đồng và LNST 200-300 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, việc vận hành 2 cảng thông nhau là Xanh VIP và NHĐV sẽ giúp VSC tối ưu hóa hơn về mặt chi phí vận hành (chi phí giá vốn và quản lý doanh nghiệp) nhờ lợi thế hoạt động theo quy mô lớn.



Nguồn: VSC, ACBS

2. Dịch vụ cảng, vận tải, và dịch vụ khác

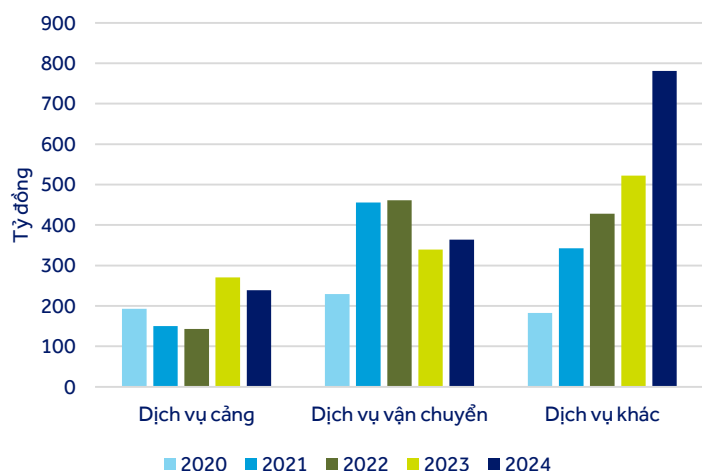
Bãi container	Diện tích (ha)
Depot cảng Xanh VIP	13,7
Depot cảng Xanh	9,5
GIC	9,2
GLC	5,3
Depot Đà Nẵng	4,5
Tổng	42,2

Bên cạnh hoạt động khai thác cảng, VSC còn cung cấp các dịch vụ (1) dịch vụ cảng (chạy lạch, lưu bãi, kiểm dịch); (2) dịch vụ vận chuyển; (3) dịch vụ khác (đại lý tàu, logistics).

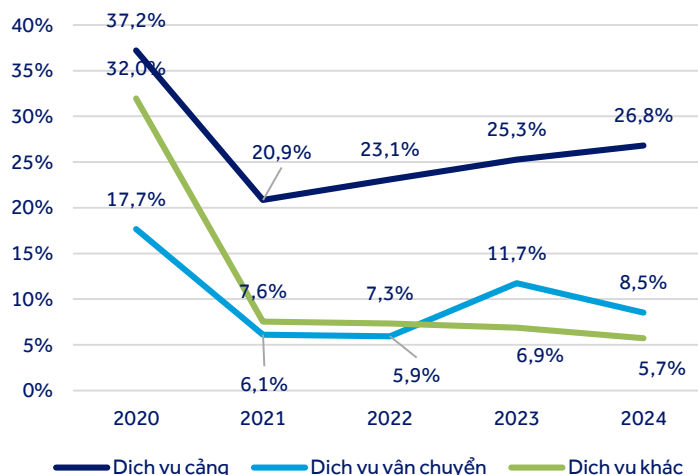
Bãi container: VSC sở hữu 4 bãi container với tổng diện tích 37,7 ha, bao gồm Trung tâm Logistics (GIC) và Trung tâm Logistics Xanh (GLC) có vị trí gần các cảng biển ở khu vực trung nguồn sông Cấm; và 2 depot nằm trong các cảng Xanh và Xanh VIP. Nhờ đó, bên cạnh việc cung cấp dịch vụ cho các cảng trong khu vực, 2 trung tâm Logistics của VSC đóng vai trò là điểm hậu cần quan trọng, giúp giảm tải xử lý container tại cảng Nam Hải Đình Vũ và Xanh VIP.

Các hoạt động này chiếm tỷ trọng 49% trong tổng cơ cấu doanh thu nhưng chỉ đóng góp 14,4% vào lợi nhuận gộp cho VSC. Trong đó hoạt động dịch vụ vận chuyển và dịch vụ khác (đại lý container, logistics...) đều ghi nhận biên lợi nhuận gộp khá thấp, lần lượt là 8,5% và 5,7%, do các hoạt động này chủ yếu đóng vai trò hỗ trợ chính cho hoạt động khai thác cảng biển.

Doanh thu các hoạt động khác



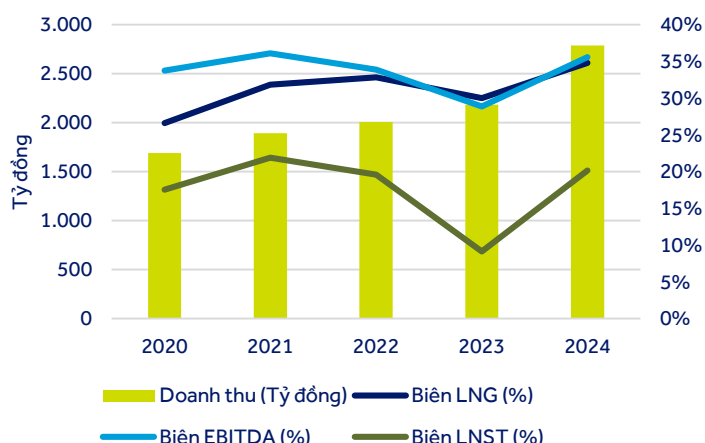
Biên lợi nhuận gộp



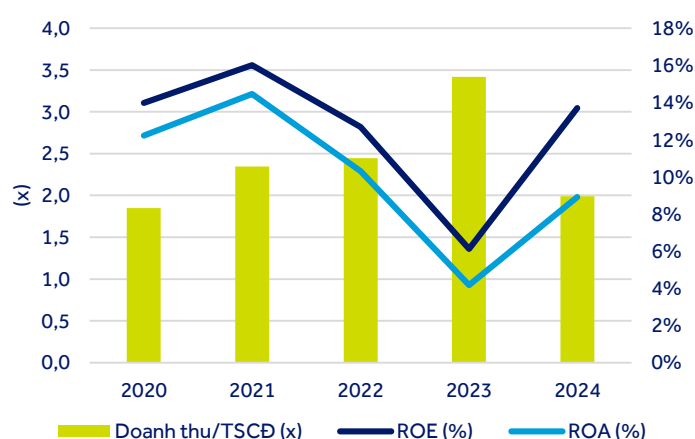
Nguồn: VSC, ACBS

IV. Tình hình tài chính

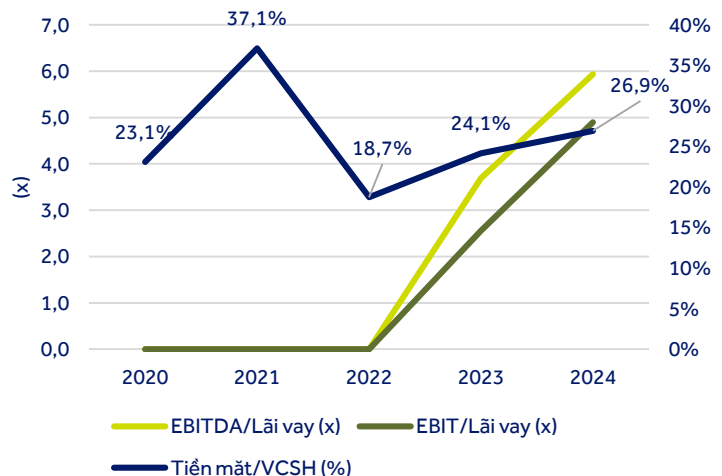
Hiệu quả hoạt động



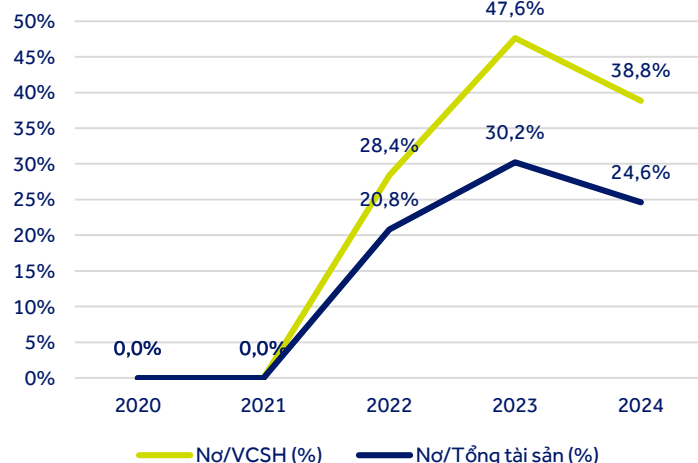
Hệ số sinh lời



Hệ số thanh khoản



Hệ số đòn bẩy



Nguồn: VSC, ACBS

Kết thúc 2024, tổng nợ vay của VSC ghi nhận 1.950 tỷ đồng (+24,3% svck) và chiếm 24,6% tổng tài sản. Trong đó, vay dài hạn đạt 1.650 tỷ đồng (+13,8% svck) và vay ngắn hạn đạt 299,8 tỷ đồng (+152% svck). Tỷ lệ nợ vay/VCSH là 38,8%, việc tăng nợ vay của công ty chủ yếu diễn ra từ cuối năm 2022 nhằm phục vụ các hoạt động M&A thông qua sở hữu thêm các công ty vận tải và cảng biển.

Thời điểm	Hoạt động M&A	Giá trị (Tỷ đồng)
T7/2024	Thoái vốn dự án Hyatt Place Hải Phòng	+814
T8/2024	Mua 65% cổ phần cảng NHĐV, nâng sở hữu lên 100%	-2.179
T9/2024	Thoái vốn PTSC Đình Vũ	+88
T10/2024	Mua sở hữu 40,1% CTCP Vận tải biển Vinaship (VNA)	-345
Giá trị lũy kế năm 2024		-1.621

Nguồn: VSC, ACBS

Sau khi hoàn thành sở hữu cảng Nam Hải Đình Vũ, là hoạt động chính trong chiến lược M&A của VSC, nhu cầu gia tăng nợ vay của công ty trong các năm tới sẽ thấp. Cùng với đó là KQKD của VSC vẫn duy trì được đà tăng trưởng đủ để chi trả các nghĩa vụ nợ, thể hiện qua tỷ lệ EBITDA/lãi vay = 5,9 và EBIT/lãi vay = 4,9 đang tích cực vào cuối năm 2024. Do đó chúng tôi đánh giá rủi ro về nợ vay của VSC vẫn đang trong tầm kiểm soát.

V. Triển vọng tăng trưởng

1. Hưởng lợi dài hạn nhờ Thông tư 39/2023/TT-BGTV giúp cải thiện mức phí xếp dỡ container

Thông tư 39/2023/TT-BGTVT có hiệu lực từ tháng 02/2024 điều chỉnh khung giá dịch vụ tại các cảng biển Việt Nam. Mức điều chỉnh tăng trung bình khoảng 10% đối với các cảng ở khu vực miền Bắc và miền Nam. Đặc biệt, một số cảng nước sâu sẽ có mức tăng cao hơn, lên tới 20% đối với phí xếp dỡ hàng container XNK hoặc trung chuyển qua cảng.

Việc điều chỉnh này được kỳ vọng sẽ mang lại tác động tích cực đến hoạt động kinh doanh của các cảng thuộc VSC, đặc biệt là các cụm cảng nước sâu như Nam Hải Đình Vũ và Xanh VIP.

2. Xây dựng thị phần vững chắc ở khu vực hạ nguồn sông Cấm nhờ cảng Nam Hải Đình Vũ

Năm 2024, VSC đã hoàn tất nhận chuyển nhượng 100% cảng Nam Hải Đình Vũ từ GMD. Việc nắm quyền sở hữu cảng này giúp VSC có vị thế vững chắc hơn ở khu vực hạ nguồn, đồng thời mở rộng công suất khai thác lên 1,5 triệu TEU/năm, chiếm khoảng 15% tổng công suất khai thác container ở Hải Phòng. Bên cạnh đó, việc vận hành 2 cảng thông nhau là Nam Hải Đình Vũ và Xanh VIP sẽ tạo ra một mạng lưới cảng liên mạch, giúp tiết giảm chi phí vận hành, gia tăng hiệu quả khai thác cho VSC.

Việc các bến Lạch Huyện bến số 3-4 và 5-6 đi vào hoạt động trong 2025 sẽ tăng thêm nguồn cung công suất ở Hải Phòng, khiến rủi ro cạnh tranh ở khu vực này tăng thêm. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng rủi ro này sẽ không hẳn gây áp lực lên toàn bộ các cụm cảng ở sông Cấm do tùy vị trí cảng, loại tàu và thị trường khác nhau sẽ có xu hướng chọn cảng làm hàng khác nhau. Cụ thể:

Bảng 4: Cơ cấu các cảng biển ở sông Cấm, Hải Phòng

	Thượng nguồn	Trung nguồn	Hạ nguồn	Lạch Huyện
Cảng	Hải An, Tân Cảng 128, Chùa Vẽ, Transvina, Xanh	Tân Vũ, Đình Vũ, VIMC Đình Vũ, PTSC Đình Vũ	Nam Đình Vũ, Xanh Vip, Nam Hải Đình Vũ	Bến 1 & 2, bến 3 & 4, bến 5 & 6
Loại hàng xếp dỡ	Hàng container, hàng rời, tổng hợp	Hàng container	Hàng container	Hàng container
Độ sâu trung bình trước bến (m)	6,5	7-12	14-16	16,5
Cỡ tàu tối đa tiếp nhận (DWT)	20.000	50.000	50.000	200.000
Các tuyến tàu làm hàng chủ yếu	Nội địa	Nội Á, trong khu vực, hoặc nội địa	Nội Á, trong khu vực, hoặc nội địa	Liên khu vực

Nguồn: VSC, ACBS

VI. Dự phóng KQKD & định giá

Giai đoạn 2025-2026, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNTT của VSC sẽ tăng trưởng kép lần lượt 8,7% và 3%. Trong đó, năm 2025, chúng tôi dự kiến VSC sẽ đạt doanh thu 3.115 tỷ đồng (+11,7% svck) và LNTT đạt 516 tỷ đồng (-1,6% svck). LNTT 2025 giảm svck là do VSC không còn ghi nhận khoản doanh thu bất thường từ hoạt động tài chính 119 tỷ đồng như trong 2024. Nếu loại trừ khoản doanh thu này, LNTT 2025 tăng 23,3% svck.

Dự phóng này dựa trên những giả định sau:

Mởng khai thác cảng: chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 1.663 tỷ đồng (+18,4% svck) và lợi nhuận gộp đạt 914 tỷ đồng (+26,7% svck) với biên LNG đạt 55%, tăng 3,6% sv 2024. Trong đó, cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ ghi nhận doanh thu thuần đạt 304,6 tỷ đồng với sản lượng container thông qua đạt 460.000 TEU.

Đối với dịch vụ cảng, vận tải, và dịch vụ khác: chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 1.452 tỷ đồng (+5% svck) và lợi nhuận gộp đạt 132,9 tỷ đồng (+9,4% svck) với biên LNG đạt 9,1%, tăng 0,3% sv 2024.

Chi phí lãi vay ghi nhận 162 tỷ đồng, giảm 3,1% svck nhờ VSC đã hoàn thành nhận chuyển nhượng cảng Nam Hải Đình Vũ. Doanh thu tài chính ghi nhận 50,1 tỷ đồng (-81% svck) do VSC không còn ghi nhận khoản doanh thu tài chính đột biến khác.

Dựa trên phương pháp định giá DCF, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Trung lập** cho cổ phiếu VSC với định giá hợp lý là 17.900 đồng/cp. So với giá đóng cửa ngày 27/03/2025, mức định giá này tương ứng với tỷ lệ tăng 7,9%, bao gồm cổ tức tiền mặt 1.000 đồng/cp, với P/E 2025 là 11,7x và P/B 2025 là 1,0x.

	2022	2023	2024U	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2.007	2.181	2.788	3.115	3.295
<i>Tăng trưởng</i>	6%	9%	28%	12%	6%
Lợi nhuận gộp	659	654	843	1.047	1.102
<i>Biên LNG</i>	33%	30%	30%	33%	33%
EBIT	478	436	692	678	708
EBITDA	680	629	865	962	996
LNTT	477	265	525	516	556
<i>Tăng trưởng</i>	-1%	-44%	98%	-2%	8%
LNST	393	199	435	428	461
<i>Tăng trưởng</i>	-5%	-49%	118%	-2%	8%
Biên LNST	20%	9%	16%	14%	14%

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EBIT	478	436	692	678	708
Trừ: Thuế	-84	-109	-119	-116	-121
EBIAT	394	327	573	562	586
Cộng: Khấu hao	202	193	173	284	288
Trừ: CAPEX	-253	-6	-4.390	-62	-66
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-1.627	235	1.274	98	35
FCFF	-1.486	556	-2.543	598	555

Lãi suất phi rủi ro	4,2%
Phần bù rủi ro VCSH	9,5%
Beta	1,06
Chi phí VCSH	14,3%
Tỷ trọng VCSH	72,0%
Chi phí nợ vay	7,5%
Tỷ trọng nợ	28,0%
WACC	12,4%

Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	476
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	4.904
Giá trị doanh nghiệp	5.380
Trừ: Vay nợ ròng	-1.950
Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	1.353
Giá trị vốn chủ sở hữu	5.167
SLCP đang lưu hành (cp)	286.796.800
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (VNĐ/cp)	17.900

DỰ PHÓNG KQKD	Giá mục tiêu: 17.900 VND			Vốn hóa: 5.256 tỷ VND	
<i>(Đơn vị: tỷ đồng)</i>	2022	2023	2024U	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2.007	2.181	2.788	3.115	3.295
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>6%</i>	<i>9%</i>	<i>28%</i>	<i>12%</i>	<i>6%</i>
Khai thác cảng	975	1.049	1.404	1.663	1.740
Lưu bãi, chạy lạnh, kiểm hóa	143	270	239	250	262
Dịch vụ vận chuyển	462	339	364	427	470
Dịch vụ khác	428	522	781	789	837
Lợi nhuận gộp	659	654	843	1.063	1.115
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>33%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>
Chi phí bán hàng	79	94	153	178	189
Chi phí quản lý doanh nghiệp	105	133	183	188	199
Lợi nhuận từ HĐKD	474	427	509	697	728
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>24%</i>	<i>20%</i>	<i>18%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>
Thu nhập tài chính	35	31	264	52	44
Chi phí tài chính	5	173	219	208	194
Thu nhập khác	-7	-3	-25	-12	-13
Lãi/lỗ từ CT Liên doanh liên kết	-20	-18	-4	-14	-12
Lợi nhuận trước thuế	477	265	525	515	552
Lợi nhuận sau thuế	393	199	435	428	461
Lợi ích cổ đông thiểu số	79	75	98	89	95
Lợi nhuận sau thuế của CĐ CT mẹ	314	124	336	342	369
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>16%</i>	<i>6%</i>	<i>16%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
Tiền & các khoản tương đương tiền	600	796	1.353	1.692	1.982
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	121	133	287	287	287
EPS (VND)	3.242	1.492	1.958	1.544	1.654
EPS hiệu chỉnh (VND)	1.371	694	1.515	1.491	1.607
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>-5%</i>	<i>-49%</i>	<i>118%</i>	<i>-2%</i>	<i>8%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2022	2023	2024U	2025F	2026F
Thay đổi vốn lưu động	-1.627	235	1.274	98	35
Capex	-253	-6	-4.390	-62	-66
Các khoản mục dòng tiền khác	394	327	705	443	474
Dòng tiền tự do	-1.486	556	-2.543	598	555
Cổ tức tiền mặt	-121	0	0	-287	-287
Thay đổi nợ ròng	908	660	381	-135	-154
Nợ ròng cuối năm	908	1.569	1.950	1.815	1.661
Vốn CSH	3.099	3.248	4.159	5.094	5.253
Giá trị sổ sách/cp (VND)	26	25	18	18	19
Nợ ròng/VCSH (x)	0,3	0,5	0,5	0,4	0,3
Nợ ròng/EBITDA (x)	1,3	2,5	2,0	2,3	2,0
Tổng tài sản	3.817	4.779	6.556	7.956	8.033

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2022	2023	2024U	2025F	2026F
ROE (%)	12%	6%	11%	9%	9%
ROA (%)	9%	4%	7%	6%	6%
ROIC (%)	12%	10%	14%	9%	9%
WACC (%)	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
P/E (x)	12,8	25,2	11,6	11,7	10,9
EV/EBITDA (x)	7,7	8,3	5,2	6,5	6,2
EV/FCF (x)	-3,5	9,4	-2,2	10,9	11,7
P/B (x)	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0
P/S (x)	0,7	0,7	1,0	1,0	0,9
EV/sales (x)	2,6	2,4	1,9	1,7	1,6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5,8%	-	-	5,6%	5,6%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Giám Đốc Phòng Phân Tích

Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)

trangdm@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Tài chính

Cao Việt Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1049)

hungcv@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 7300 7000 (x1044)

hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu Xây dựng, Hóa chất

Trần Nhật Trung

(+84 28) 7300 7000 (x1045)

trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Ngành Điện, nước

Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)

toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô & TT Tiến tệ

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 7300 7000 (x1046)

minhtvh@acbs.com.vn

CVPT – Xây dựng

Đỗ Tiến Đạt

(+84 28) 7300 7000 (x1048)

datdt@acbs.com.vn

CVPT – Logistics

Nguyễn Thế Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1047)

hungnt@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu

(+84 28) 7300 7000 (x1052)

huvvp@acbs.com.vn

NVPT – Dữ liệu thị trường

Mai Duy Anh

(+84 28) 7300 7000 (x1110)

anhmd@acbs.com.vn

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)

huongctk@acbs.com.vn

groupis@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)

huynhnhtn@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức), cao hơn 20%, $E(R) \geq 20\%$

KHẢ QUAN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) thấp hơn 20%, và cao hơn 10%, $10\% \leq E(R) < 20\%$

TRUNG LẬP: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -10%, và thấp hơn 10%, $-10\% \leq E(R) < 10\%$

KÉM KHẢ QUAN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20%, và thấp hơn -10%, $-20\% \leq E(R) < -10\%$

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20%, và thấp hơn -10%, $E(R) < -20\%$

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2025). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích. Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.