

CTCP Container Việt Nam (VSC)

Trung lập

Công Nghiệp

Giá thị trường	VND18.500
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND22.046 /VND15.500
Giá mục tiêu	VND19.100
Giá mục tiêu cũ	NA
Giá mục tiêu vs Consensus	NA
Tiềm năng tăng giá	8,1%
Tỷ suất cổ tức	2,7%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	10,8%

Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Trung lập

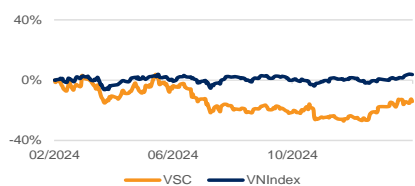
Thị giá vốn (tr USD)	208,8
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,1
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	94,1
SLCP lưu hành (tr)	286,8
SLCP pha loãng (tr)	301,1 (*)

(*) sau khi phát hành ESOP

	VSC	TB Ngành	VNI
P/E TTM	11,6x	15,8x	13,9x
P/B Current	1,1x	2,1x	1,7x
ROA	11,0%	11,0%	2,1%
ROE	12,3%	15,2%	12,3%

*dữ liệu vào ngày 3/3/2025

Diễn biến giá



Cơ cấu sở hữu

Vietinbank Capital	16,1%
Khác	83,9%

Tổng quan doanh nghiệp

VSC là một trong những nhà khai thác cảng quan trọng tại Hải Phòng, sở hữu hai cảng chính là Vip Green Port (VGR) và Green Port (GP). Cả hai cảng này đều hoạt động ổn định với tỷ lệ khai thác cao nhờ hợp tác lâu dài với Evergreen Shipping Line. Trong năm 2024, công ty mở rộng quy mô với việc mua lại Nam Hải Đình Vũ (NHĐV), bổ sung thêm 500.000 TEU công suất.

Chuyên viên phân tích:



Đặng Huy Hoàng

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Dự án M&A chưa đạt kỳ vọng ảnh hưởng tới triển vọng

- Chúng tôi khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 8,1% và tỷ suất cổ tức 2,7%.
- VSC là một trong những DN khai thác cảng hàng đầu trong cụm cảng Hải Phòng. Đáng chú ý, hai dự án cảng hợp tác với hãng tàu Evergreen của công ty có hiệu suất khai thác cao. Trong năm 2024, VSC đã mở rộng quy mô với thương vụ mua lại Nam Hải Đình Vũ (NHĐV), bổ sung thêm 500.000 TEU công suất.
- Hiện tại, P/B của VSC đạt 1,1x, thấp hơn mức trung bình của ngành trong nước và khu vực, phản ánh tiềm năng tăng trưởng chưa thực sự rõ nét trong ngắn hạn.

Điểm nhấn tài chính

- Trong 2020-24, doanh thu của VSC ghi nhận CAGR 10,5%/năm, chủ yếu nhờ sản lượng container ổn định tại VGR và GP.
- Kịch bản cơ sở của chúng tôi kỳ vọng DN duy trì hoạt động ổn định từ các dự án hiện tại, trong khi thương vụ M&A có thể tạo ra mức tăng trưởng nhẹ. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần sẽ tăng 3,3%/3,8% svck trong 2025-2026.
- Chúng tôi kỳ vọng EPS tăng trưởng 17,9%/12,4% svck trong 2026-27, thúc đẩy bởi LN LDLK cải thiện, chi phí lãi vay thấp hơn sau các năm thực hiện chi trả các khoản nợ ngân hàng trước đó.

Tiêu điểm đầu tư

Hiệu suất khai thác cao sẽ được duy trì nhờ những hợp đồng dài hạn

Hai cảng VGR và GP luôn duy trì mức khai thác cao, đạt 101,6% công suất trung bình từ 2018-2024. Hợp tác chiến lược với Evergreen giúp VSC đảm bảo sản lượng ổn định, ngay cả trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục duy trì hiệu suất này trong ít nhất hai năm tới, khi nhu cầu vận tải nội Á vẫn ở mức cao. Điều này giúp doanh thu của DN duy trì ở mức nền tốt.

Thương vụ Nam Hải Đình Vũ mở ra cơ hội dài hạn

Thương vụ mua lại Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) giúp VSC mở rộng quy mô đáng kể, nâng tổng công suất khai thác lên 1,6 triệu TEU (tăng 45%). Với vị trí chiến lược tại hệ thống sông Cấm, NHĐV hỗ trợ VSC trong việc tối ưu nguồn f hàng hóa và nâng cao hiệu suất khai thác. Về dài hạn, chúng tôi giả định đây có thể là bước đi quan trọng để VSC tái cấu trúc hoạt động, đặc biệt khi Green Port dần trở nên kém cạnh tranh do những điều chỉnh quy hoạch trong cụm cảng nội địa Hải Phòng.

Tuy nhiên, thời điểm ngắn hạn còn những thách thức

Dù có tiềm năng tăng trưởng, VSC đang đối mặt với bài toán lấp đầy công suất tại NHĐV. Sau khi thương vụ M&A hoàn tất, GMD đã chủ động chuyển khách hàng và sản lượng hàng hóa sang Nam Đình Vũ, tạo ra sự cạnh tranh đáng kể. Trong năm 2025-26, chúng tôi dự phóng NHĐV sẽ thu hút thêm một tuyến dịch vụ mới mỗi năm, do thị trường Hải Phòng đang ngày càng chật chội, trong khi Gemadept đang tích cực thu hút các hãng tàu nội Á sau khi mất nguồn hàng từ hãng tàu MSC tại Nam Đình Vũ vào tay HTIT.

Với giả định thận trọng tại NHĐV, chúng tôi cho rằng VSC đang ở mức hợp lý

P/B của VSC hiện ở mức 1,1x, thấp hơn nhiều so với mức trung bình trong nước (2,1x) và khu vực (2,2x). Với ROE dự phóng năm 2025 chỉ đạt 6,0%, chúng tôi cho rằng VSC đang ở mức giá hợp lý, phản ánh những thách thức trong ngắn hạn.

Tổng quan tài chính	12-24A	12-25E	12-26F	12-27F
Doanh thu thuần	27,8%	3,3%	3,8%	1,2%
Tăng trưởng EPS	74,2%	(41,3%)	17,9%	12,4%
Biên LN gộp	34,8%	30,7%	31,0%	31,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	48,5%	(14,1%)	4,7%	1,9%
Biên LN ròng	16,6%	9,9%	11,2%	12,5%
P/E (x)	11,5	19,6	16,7	14,8
Rolling P/B (x)	1,1	1,1	1,1	1,0
ROAE	12,3%	6,0%	6,7%	7,2%
D/E	27,9%	17,9%	7,6%	(2,0%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

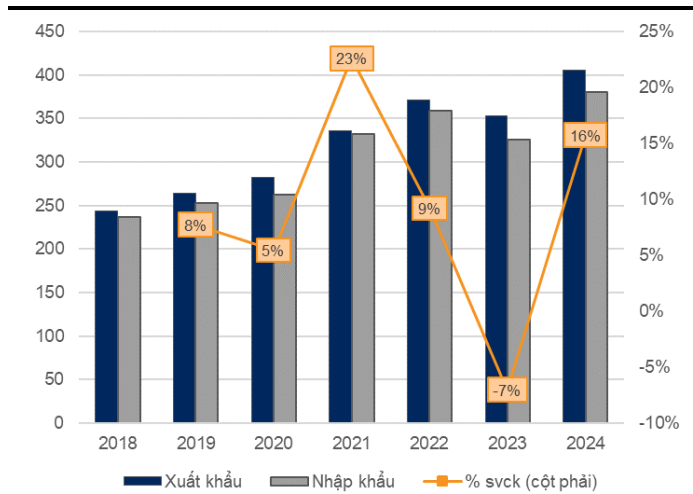
Triển vọng ngành Cảng Container Việt Nam: Thương mại toàn cầu đối mặt với nhiều thách thức

2024 là nền tảng vững chắc trong bức tranh tăng trưởng

Hoạt động thương mại thúc đẩy sản lượng hàng hóa qua cảng biển năm 2024

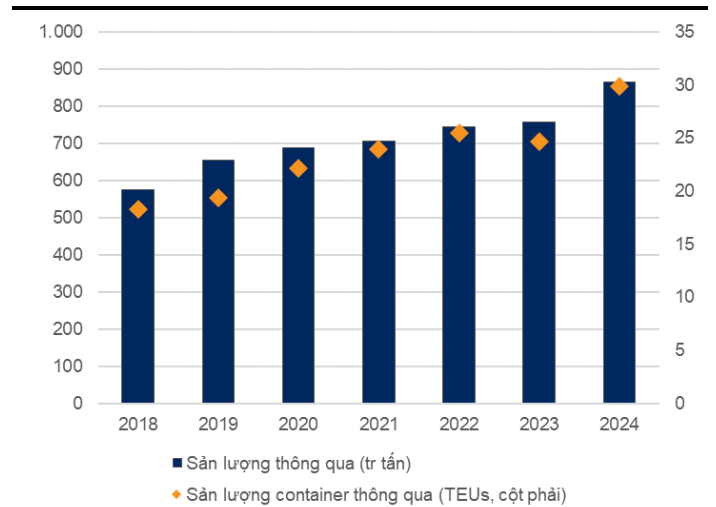
Năm 2024, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt 405,5 tỷ USD, tăng 14,3% svck. Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu cả năm đạt 380,7 tỷ USD, tăng 16,7% svck. Nhờ đó, sản lượng hàng hóa qua cảng biển Việt Nam tăng 14% svck, đạt 864,4 triệu tấn. Riêng sản lượng container đạt 29,9 triệu TEUs, tăng 21% so với năm 2023.

Hình 1: Trị giá hoạt động thương mại... (Đơn vị: tr USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

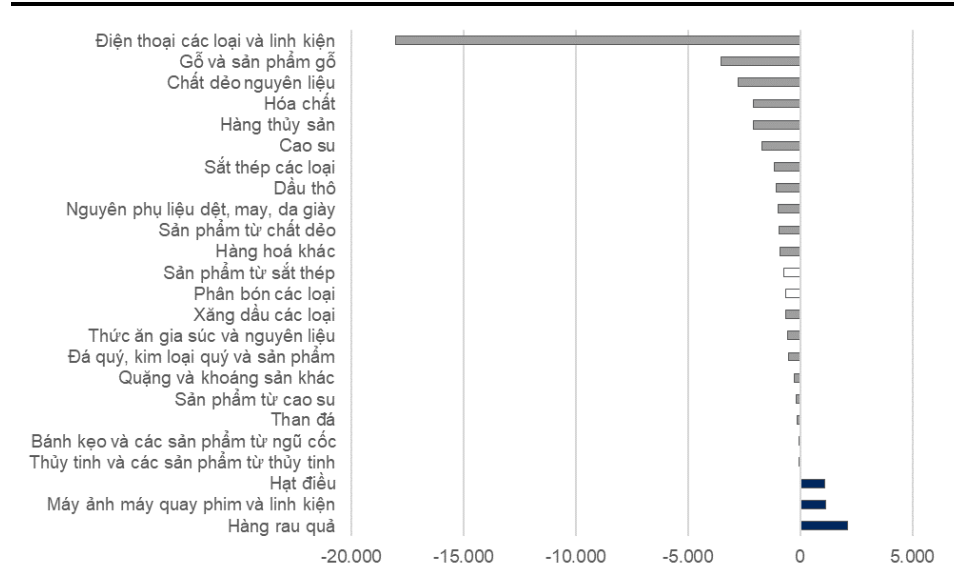
Hình 2: ... và sản lượng cảng biển đều ghi nhận tăng mạnh



Nguồn: VMA, VNDIRECT RESEARCH

Năm 2023, hoạt động thương mại giảm 6,5% svck, nhưng sản lượng cảng biển lại tăng 6,5% svck. Chúng tôi cho rằng hoạt động thương mại sụt giảm chủ yếu bởi sự suy yếu của nhóm ngành điện thoại các loại và linh kiện trong năm 2023. Trong khi đó, nhóm sản phẩm này không được vận chuyển nhiều bằng đường biển, chỉ chiếm 3-4%. Do vậy, điều này giải thích lí do sản lượng cảng biển bật tăng trong 2023.

Hình 3: Thay đổi trị giá hoạt động thương mại theo nhóm hàng hóa (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Thuế quan cao hơn của Mỹ: Cơ hội và thách thức cho xuất khẩu Việt Nam

Tổng thống Trump đã đẩy mạnh chính sách thuế quan đối với hàng nhập khẩu vào Mỹ. Mức thuế 25% đối với hàng hóa từ Canada và Mexico tạm thời được hoãn lại, chờ cải thiện an ninh biên giới. Trong khi đó, hàng nhập khẩu từ Trung Quốc tiếp tục chịu thuế, nhưng thấp hơn dự báo, chỉ 10%. Đáng chú ý, Mỹ đã khôi phục mức thuế 25% đối với thép và nhôm nhập khẩu từ Canada, Brazil, Mexico và Hàn Quốc, bắt đầu có hiệu lực từ ngày 4/3. Điều này giúp Việt Nam, vốn đã chịu mức thuế này, có lợi thế cạnh tranh hơn.

Không dừng lại ở đó, Trump cân nhắc áp thuế đối với EU, với lý do thâm hụt thương mại kéo dài, và ám chỉ có thể đánh thuế thêm với các mặt hàng xuất khẩu chiến lược của Mỹ như ô tô, chất bán dẫn và dược phẩm. Trong bối cảnh này, Việt Nam có thể đối mặt với rủi ro từ các biện pháp trừng phạt leo thang. Tuy nhiên, Việt Nam đang chủ động củng cố quan hệ với doanh nghiệp Mỹ. Tỷ phú Nguyễn Thị Phương Thảo xác nhận HDBank đang triển khai các thương vụ trị giá 48 tỷ USD (có thể mở rộng lên 64 tỷ USD) với các đối tác Mỹ, nhiều khả năng liên quan đến hợp đồng mua máy bay cho VietJet Air. Tập đoàn T&T cũng đang đàm phán với Boeing để mở rộng hợp tác trong lĩnh vực hàng không.

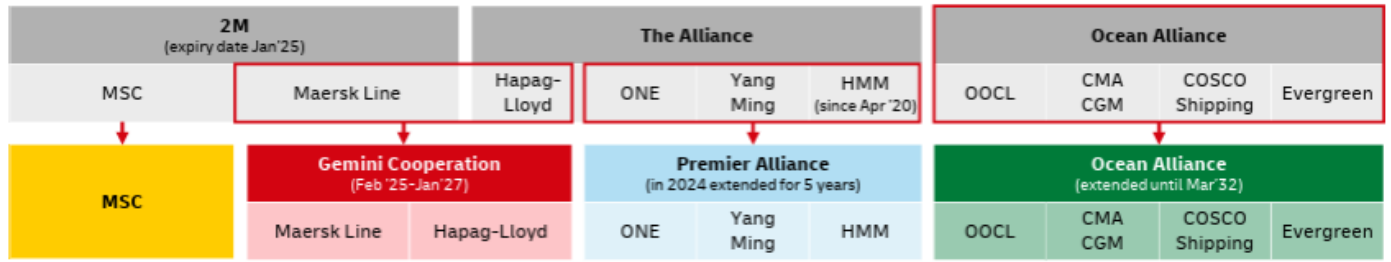
Chúng tôi kỳ vọng hoạt động thương mại sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng

Việt Nam đứng trước cả cơ hội lẫn thách thức. Một mặt, nước ta có thể mở rộng thị phần khi các đối thủ cạnh tranh chịu mức thuế cao hơn. Mặt khác, nhu cầu nhập khẩu của Mỹ có thể suy yếu do chi phí gia tăng và áp lực lạm phát, kéo theo rủi ro giảm tốc xuất khẩu.

Dù vậy, chúng tôi nghiêng về kịch bản Việt Nam tiếp tục mở rộng thị phần trong năm 2025. Theo dự phóng, giải ngân FDI sẽ tăng năm thứ năm liên tiếp, đạt 27,5 tỷ USD (+8,2% svck). Trên cơ sở đó, chúng tôi giữ quan điểm lạc quan về thương mại Việt Nam, với dự báo kim ngạch xuất khẩu tăng 11,3% svck, nhập khẩu tăng 12,5% svck, giúp thặng dư thương mại đạt 24,1 tỷ USD. Điều này sẽ tiếp tục thúc đẩy sản lượng container và khối lượng công việc tại các cảng biển.

Liên minh vận tải biển mới sẽ tái định hình thương mại toàn cầu

Hình 4: Liên minh hãng tàu kể từ Q1/25



Nguồn: DHL

Số lượng liên minh vận tải biển tăng từ ba lên bốn

Đầu năm 2023, ba liên minh vận tải biển toàn cầu đang hoạt động gồm 2M, OCEAN Alliance và THE Alliance (THEA). Tuy nhiên, từ T2/25, Mediterranean Shipping Company (MSC) sẽ hoạt động độc lập khi Maersk giải thể liên minh 2M để hợp tác với Hapag, thành lập Gemini Cooperation. Trong khi đó, các thành viên còn lại của THEA - hiện đổi tên thành Premier Alliance, gồm ONE, HMM và Yang Ming - sẽ chỉ có tổng công suất 2,5 triệu TEUs sau khi mất Hapag và có thể phải tìm thêm đối tác mới để duy trì tính cạnh tranh.

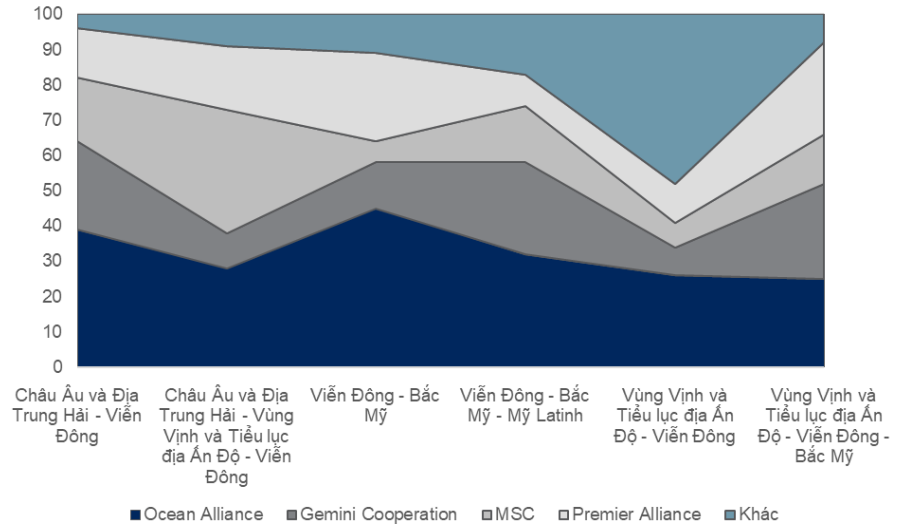
Đáng chú ý, vào T5/24, các thành viên của OCEAN Alliance - CMA CGM, COSCO và Evergreen - đã tuyên bố gia hạn hợp tác đến năm 2032, làm giảm khả năng một trong số họ tham gia Premier Alliance. Việc số lượng liên minh tăng từ ba lên bốn sẽ kéo theo sự gia tăng số chuyến dịch vụ, mở ra cơ hội lớn cho doanh nghiệp thu hút thêm hàng hóa. Đồng thời, sự tái cơ cấu này cũng tạo ra bốn liên minh cạnh tranh trực tiếp trên các tuyến thương mại trọng điểm, giúp kiểm soát đà tăng của giá cước vận tải.

OCEAN Alliance duy trì ổn định, MSC bắt đầu mở rộng tại châu Á

OCEAN Alliance tiếp tục duy trì dịch vụ ổn định với thị phần lớn trên các tuyến thương mại chính, đặc biệt là khu vực Viễn Đông, với mức trung bình 32,5%. Việc liên minh gia hạn hợp tác đến năm 2032 sẽ đảm bảo tính ổn định lâu dài, mang lại lợi ích cho các nhà khai thác cảng như GMD (hợp tác với CMA CGM) và VSC (hợp tác với Evergreen).

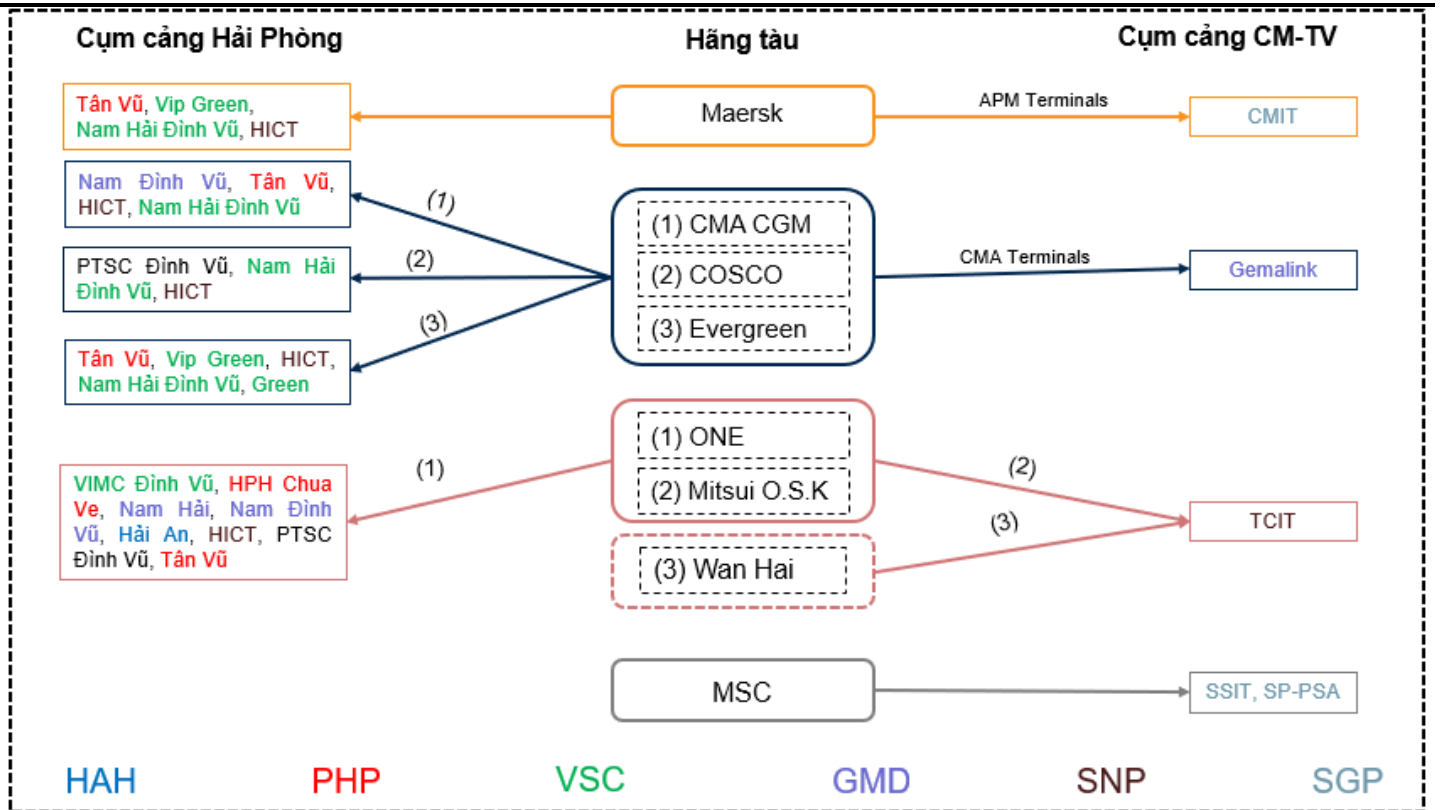
Trong khi đó, MSC đang có những bước đi chiến lược tại châu Á, đặc biệt là Việt Nam. Cụ thể, công ty con của MSC - TIL - đang đầu tư vào bến số 3 và 4 tại HTIT - Lạch Huyện, đồng thời đề xuất hợp tác cùng SGP, công ty con của VIMC - MVN, để phát triển CTCQT Cần Giờ. Động thái này xuất phát từ kế hoạch tách riêng của MSC nhằm tìm kiếm vị trí thích hợp để chuyển hàng khỏi Singapore. Sự mở rộng mạng lưới độc lập của MSC có thể kéo theo các dịch vụ mới đến khu vực châu Á, đẩy mạnh xu hướng dịch chuyển hàng hóa về Viễn Đông. Điều này dự báo khối lượng công việc tại các cảng của MVN sẽ gia tăng đáng kể trong thời gian tới.

Hình 5: Thị phần các liên minh hãng tàu trên các tuyến vận tải quốc tế (Đơn vị: %)



Nguồn: UNCTAD, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Các hãng tàu cập bến cảng của các DN niêm yết tại Việt Nam



Nguồn: FinRatings, VNDIRECT RESEARCH

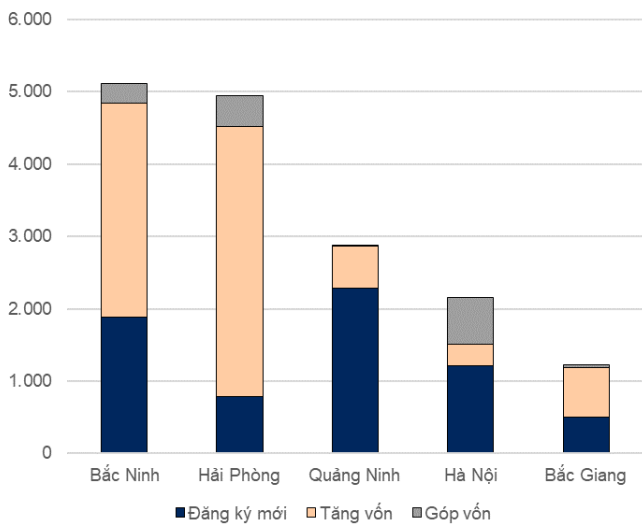
Triển vọng cụm cảng Hải Phòng

Hải Phòng xếp thứ hai về FDI đổ vào tại miền Bắc

Năm 2024, dòng vốn FDI vào Hải Phòng tăng mạnh 51%, đạt 4,9 tỷ USD. Động lực chính đến từ các khoản bổ sung vốn của doanh nghiệp hiện hữu vào tháng 11/2024, trong đó lớn nhất là dự án mở rộng LG Display Vietnam Hải Phòng với khoản đầu tư thêm 1 tỷ USD, nâng tổng vốn FDI lên 5,65 tỷ USD. Những dự án này đã đẩy tổng vốn FDI giải ngân lên 3,5 tỷ USD.

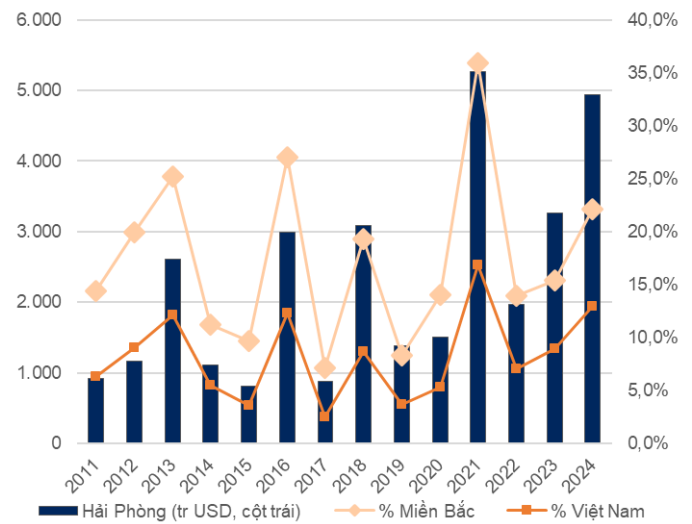
Tuy nhiên, đến cuối năm 2024, vốn FDI đăng ký mới tại Hải Phòng ghi nhận mức giảm khoảng 787 triệu USD so với cùng kỳ năm trước. Dù vậy, triển vọng sẽ cải thiện vào năm 2025 với sự đi vào hoạt động của HTIT và HHIT, nâng cao năng lực cạnh tranh và thu hút thêm dự án mới, từ đó thúc đẩy sự sôi động của cụm cảng Hải Phòng.

Hình 7: Top 5 các thành phố thu hút FDI 2024 tại miền Bắc (Đơn vị: triệu USD)



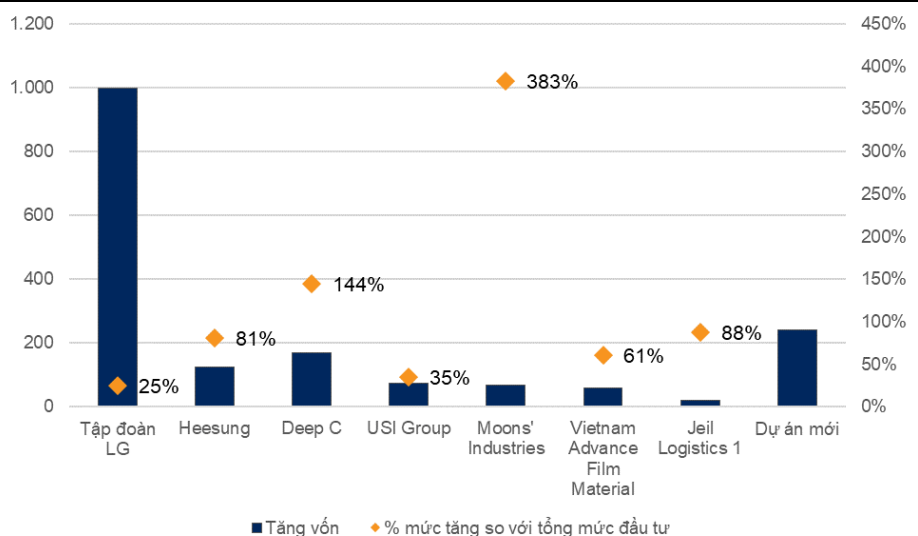
Nguồn: BỘ KHĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Tỷ trọng nguồn vốn FDI đổ vào Hải Phòng



Nguồn: BỘ KHĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: 12 dự án được trao giấy chứng nhận đầu tư tại Hải Phòng vào T11/24 (Đơn vị: triệu USD)



Nguồn: VNIC

Nguồn cung tăng mạnh ngoài phía biển để đón xu hướng tàu lớn

Cụm cảng Hải Phòng dự kiến sẽ có thêm 2,5 triệu TEUs công suất đi vào hoạt động trong giai đoạn 2025-26, trong đó bến số 7 và 8 dự kiến vận hành vào năm 2027. Phần lớn công suất mới đến từ Lạch Huyện, giúp kết nối trực tiếp miền Bắc Việt Nam với châu Âu và Mỹ, giảm chi phí logistics và nâng cao vị thế hàng hải của Việt Nam trên thị trường quốc tế.

- **Bến 3 & 4 (HTIT):** Liên doanh giữa Cảng Hải Phòng (PHP) và Terminal Investment Limited (TIL) – công ty con của MSC, dự kiến đi vào hoạt động từ Q1/2025. PHP đã tiếp nhận bến mới và di dời hai bến cũ từ Cảng Hoàng Diệu sang HHIT để duy trì khai thác.
- **Bến 5 & 6 (HHIT):** Liên doanh giữa HATECO Group và APM Terminals – công ty con của Maersk, đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng. HHIT đã đón chuyến tàu thương mại đầu tiên vào ngày 6/2/2025.
- **Nam Đình Vũ 3 (NDV 3):** Thuộc sở hữu của GMD, đang mở rộng công suất thêm 600.000 TEUs. Cuối năm 2024, GMD đã phát hành hơn 3.000 tỷ đồng (118,1 triệu USD) vốn huy động, dự kiến nâng tỷ lệ sở hữu tại NDV từ 60% hiện tại. NDV 3 dự kiến vận hành vào 2026.
- **Bến 7 & 8:** Được phát triển bởi Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn (SNP) với tổng đầu tư 12.800 tỷ đồng, gồm 1.920 tỷ đồng vốn chủ sở hữu và 10.880 tỷ đồng vốn vay. Dự án đã được Thủ tướng phê duyệt năm 2023, dự kiến hoàn thành vào 2027.

Với lượng công suất mới gia nhập, cạnh tranh tại cụm cảng Hải Phòng sẽ nóng lên. Việc GMD mở rộng Nam Đình Vũ sẽ gây sức ép lên chiến lược “cánh tay nối dài” của VSC dọc sông Cấm, gần cầu Bạch Đằng. Trong khi đó, ở phân khúc cảng nước sâu, nguồn cung tăng mạnh sẽ tạo ra bối cảnh cạnh tranh lành mạnh cho các doanh nghiệp lớn như PHP (thuộc MVN), SNP (không niêm yết) và Tập đoàn HATECO trong việc tích cực thu hút nguồn hàng, giúp nâng cao hiệu quả khai thác và củng cố vị thế của Hải Phòng.

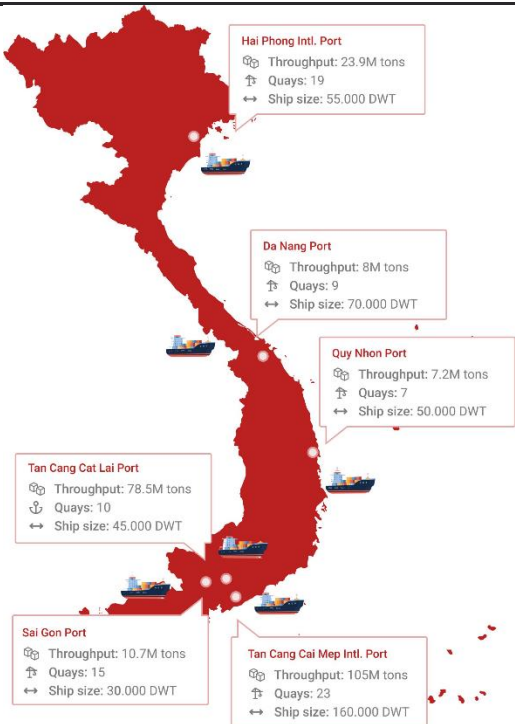
Ngoài ra, với sự đầu tư mạnh mẽ vào hạ tầng cảng biển, Hải Phòng đang có nền tảng vững chắc để tiếp tục thu hút dòng vốn FDI mạnh mẽ, khẳng định vai trò trung tâm thương mại quan trọng của khu vực.

Hình 10: Các dự án sắp tới tại cụm cảng Hải Phòng

Dự án	Chủ sở hữu	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian hoạt động (dự kiến)	Công suất (TEU)
HTIT	PHP - TIL (MSC)	~7.000	Q1/25	1.100.000
HHIT	Hateco Group - APMT (Maersk)	~8.000	Q1/25 (đã đi vào hoạt động từ T2/25)	1.000.000
Nam Đình Vũ 3	GMD	~3.000	2026	600.000

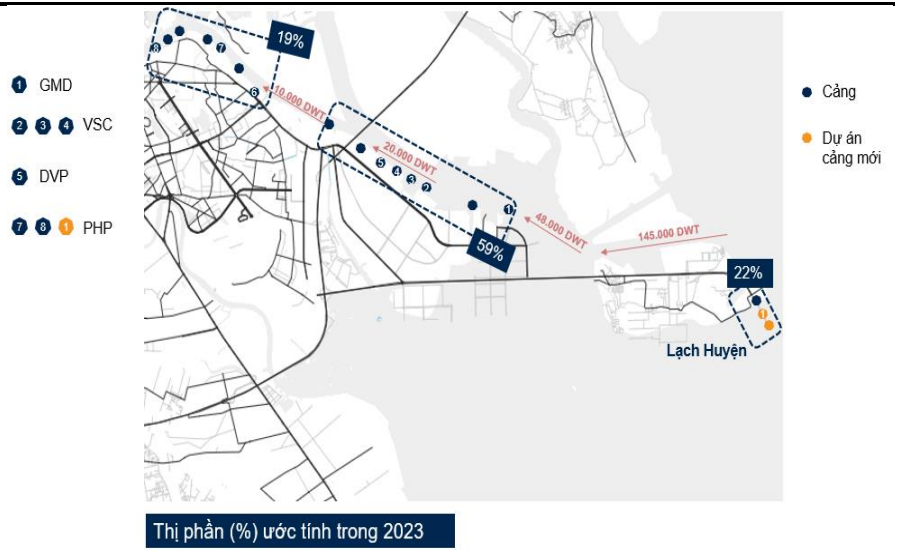
Nguồn: GMD, PHP, Tập đoàn HATECO, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Các cụm cảng chính tại Việt Nam



Nguồn: Vietnam In Corp Asia

Hình 12: Các dự án tại cụm cảng Hải Phòng



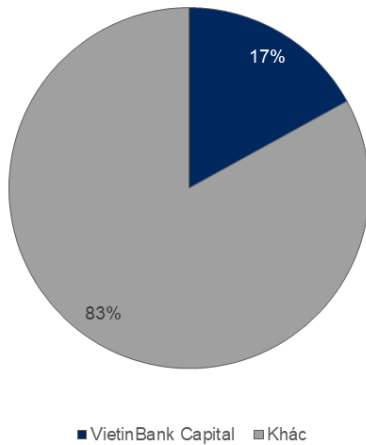
Nguồn: FiinRatings, VNDIRECT RESEARCH

Hồ sơ doanh nghiệp

CTCP Container Việt Nam (Viconship - VSC) là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực vận tải và dịch vụ logistics tại Việt Nam. Được thành lập vào năm 1985, tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước, đến năm 2007, Viconship chính thức niêm yết trên thị trường chứng khoán với mã cổ phiếu VSC.

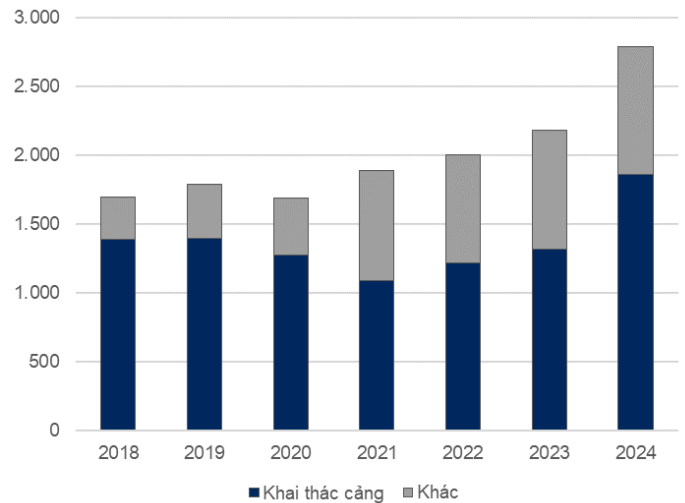
Tính đến tháng 2/2025, VSC đã có những biến động đáng kể về cơ cấu cổ đông và nhân sự cấp cao. Ngày 14/2/2025, VietinBank Capital mua thêm 1,24 triệu cổ phiếu VSC, nâng tỷ lệ sở hữu lên 17,14%, tương đương hơn 49,14 triệu cổ phiếu. Hiện tại, VietinBank Capital là cổ đông tổ chức lớn duy nhất của VSC. Về nhân sự, sau những thay đổi quan trọng trong ban điều hành, ông Nguyễn Đức Dũng chính thức đảm nhận vị trí Chủ tịch HĐQT từ 15/5/2024, trước đó từng là thành viên HĐQT của Viconship. Đồng thời, ông Tạ Công Thông được bổ nhiệm làm Tổng Giám đốc, trước đó từng giữ chức Giám đốc Marketing và là thành viên HĐQT.

Hình 13: Cơ cấu cổ đông lớn



Nguồn: VSC

Hình 14: Tỷ trọng doanh thu VSC (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VSC

VSC được biết đến chủ yếu với vai trò là nhà khai thác cảng tại cụm cảng Hải Phòng, hợp tác với Evergreen Shipping Line, vận hành các cảng quan trọng như Vip Green Port (VGR) và Green Port (GR).

Năm 2024, VSC hoàn tất mua lại Nam Hải Đình Vũ (NHĐV), nâng tổng công suất khai thác lên khoảng 1,6 triệu TEUs (+45% so với trước thương vụ M&A), theo ước tính của chúng tôi.

Hình 15: Các dự án cảng thuộc VSC tại cụm cảng Hải Phòng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Ngoài mảng khai thác cảng, VSC cũng đầu tư vào một số doanh nghiệp logistics quan trọng, bao gồm: VIMC Đình Vũ (36% cổ phần); Vinaship – VNA (40% cổ phần); Công ty CP Logistics Cảng Đà Nẵng (DNL) (31% cổ phần).

Trong trung hạn, chiến lược M&A mới đây của VSC vẫn có dư địa để tăng trưởng, khi cụm cảng Hải Phòng tiếp tục ghi nhận sản lượng thương mại nội Á cao, nhờ đội tàu nhỏ và chi phí bốc dỡ thấp.

Tuy nhiên, về dài hạn, rủi ro có thể đến từ xu hướng tàu lớn dịch chuyển ra tuyến xa bờ, khiến các cảng khu vực nội địa chịu áp lực cạnh tranh từ cảng nước sâu Lạch Huyện.

KQKD 2024: Tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận nhờ các thương vụ M&A

Hình 16: KQKD 2024

(tỷ đồng)	Q4/24	%sv quý		2024	%svck
		trước	%svck		
Doanh thu thuần	775	9,3%	23,8%	2.788	19,5%
LN gộp	325	47,4%	70,8%	970	39,4%
Chi phí BH&QLDN	101	5,2%	100,6%	335	32,2%
LN từ HĐ tài chính	129	NA	NA	45	NA
Lợi nhuận liên doanh	8	NA	NA	(4)	-81,4%
LNTT	345	233,4%	259,2%	651	113,9%
LN ròng	296	450,0%	561,8%	463	213,9%
Biên LN gộp	41,9%	10,9đ %	11,5đ %	34,8%	5,0đ %
Biên LN ròng	38,2%	30,7đ %	31,1đ %	16,6%	10,3đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

VSC hoàn tất thu mua cảng Nam Hải Đình Vũ (NHDV) trong Q3/24...

Trong Q3/24, VSC nâng tỷ lệ sở hữu tại cảng NHDV từ 35% lên gần 100%. Giá chuyển nhượng đạt 83.800 VND/cổ phiếu, với tổng giá trị giao dịch 2.200 tỷ đồng. Tổng cộng, VSC đã chi khoảng 3.200 tỷ đồng cho thương vụ này. Giao dịch này giúp dịch chuyển tài sản từ khoản đầu tư dài hạn sang tài sản cố định, nâng tổng tài sản cố định lên 3.600 tỷ đồng.

...thúc đẩy doanh thu tăng 25% svck trong nửa cuối năm 2024

Với việc NHDV bắt đầu hoạt động như công ty con từ Q3/24, tổng doanh thu của VSC trong nửa cuối 2024 tăng 25% svck. Tính chung cả năm 2024, tổng doanh thu đạt 2.788 tỷ đồng, tăng 19,5% svck.

Biên lợi nhuận cải thiện chủ yếu nhờ lợi nhuận bất thường

Biên lợi nhuận gộp năm 2024 tăng 5đ % svck, chủ yếu nhờ mức tăng đột biến 10,9đ % sv quý trước trong Q4/24. Tuy nhiên, do VSC chưa công bố báo cáo tài chính chi tiết cả năm, chúng tôi sẽ đánh giá thêm khi có số liệu đầy đủ.

Ngoài ra, VSC đã thoái vốn khỏi PSP, T.S Line và dự án khách sạn Hyatt Place Hải Phòng, mang lại gần 200 tỷ đồng doanh thu tài chính trong quý cuối, giúp lợi nhuận trước thuế tăng 260% svck.

Hình 17: Bảng cân đối kế toán Q4/24

Tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền và tương đương tiền	371	557	656	601	547
Đầu tư ngắn hạn	425	470	52	969	806
Khoản phải thu	460	422	2.745	607	355
Tài sản cố định	644	609	575	3.615	3.734
Đầu tư dài hạn	1.470	1.470	1.454	380	759
Thuế thu nhập hoãn lại phải trả	30	30	30	30	530
Tổng nợ vay/VCSH	47%	50%	31%	47%	39%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2025-26: Dự án M&A sẽ quyết định triển vọng HĐKD cốt lõi

Hình 18: Dự phóng 2025-26

Đơn vị: tỷ đồng (còn lại theo ghi chú)	Dự phóng			% svck		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Tổng sản lượng container thông qua (TEUs) (*)	1.344.302	1.417.660	1.472.150	28,3%	5,5%	3,8%
Doanh thu thuần	2.788	2.881	2.992	27,8%	3,3%	3,8%
- Khai thác cảng (*)	1.863	1.905	1.979	41,2%	2,3%	3,8%
- Hoạt động khác (*)	925	976	1.013	2,4%	5,5%	3,8%
LN gộp	970	885	927	48,3%	-8,8%	4,7%
Biên LN gộp	34,8%	30,7%	31,0%	4,8đ %	-4,1đ %	0,3đ %
Chi phí bán hàng	153	158	164	62,5%	3,3%	3,8%
Chi phí QLDN	183	182	193	37,4%	-0,3%	5,7%
LN kinh doanh	635	545	571	48,5%	-14,1%	4,7%
LN hoạt động tài chính	45	(94)	(50)	NA	NA	-47,0%
Doanh thu tài chính	264	69	107	748,3%	-73,7%	54,6%
Chi phí tài chính	219	163	157	27,1%	-25,5%	-3,9%
LN từ HĐ liên doanh	(4)	8	17	-80,3%	NA	112,2%
LNTT	651	432	510	145,7%	-33,6%	17,9%
Lợi ích cổ đông thiểu số	98	61	71	30,5%	-38,4%	17,9%
LN ròng	463	285	336	274,5%	-38,4%	17,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH
(*) số ước tính

VGR và GR sẽ duy trì hoạt động ổn định trong dài hạn

Trong những năm gần đây, VSC được biết đến với hai cảng hợp tác cùng Evergreen Shipping Line: Vip Green Port (VGR) và Green Port (GR).

- Vip Green Port (VGR) đi vào hoạt động từ T11/15, là cảng container hiện đại nằm trong Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, Hải Phòng. Cảng có hai bến dài tổng cộng 400m, được trang bị 5 cầu bờ với sức nâng từ 45 đến hơn 100 tấn, năng suất xếp dỡ trung bình 28 container/giờ/cầu. Bãi chứa có sức chứa lên đến 12.000 TEU. Với độ sâu luồng duy trì -9,5m và vùng quay rộng, cảng có thể tiếp nhận tàu đến 42.000 DWT (2.500 TEU) và dài 226m.

Hình 19: VIP Green Port



Nguồn: VGR

Hình 20: Hạ tầng cảng VGR

CƠ SỞ HẠ TẦNG – TRANG THIẾT BỊ PORT FACILITIES			
CÁU TÀU BERTH (Container)			(Loại) Category CONTAINER
Tổng cộng Total	Chiều dài Length	Độ sâu trước bến Depth alongside	Bãi container Container Yard 200,000m ²
02	400m	-9,5m	
THIẾT BỊ EQUIPMENTS			
Cán trục giàn QC Quay Crane	Cầu MHC Mobile Harbour Crane	Cán trục giàn Rubber Tyred Gantry	Cán trục di động bánh lốp Rubber-Tyred Mobile Crane
04 50T	01 104T	18 40T	01 40T
Xe vận chuyển Truck heads	Xe nâng hàng Forklift	Ố cắm container lạnh Reefer plugs	Cán điện tử Electronic Weighing Bridge
180 20feet/40feet	11 40T	2,000	02 120TONS

Nguồn: VGR

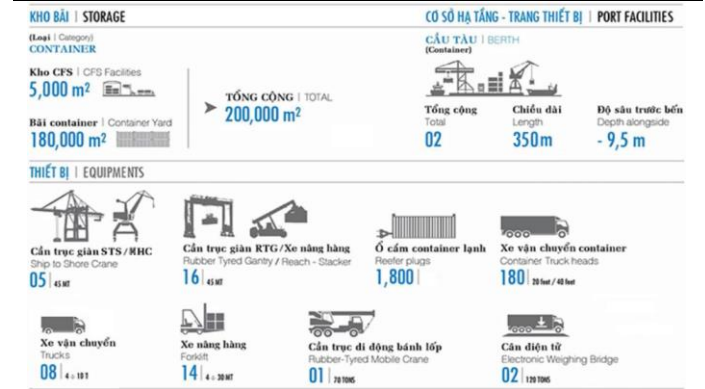
- Green Port (GR), nằm dọc sông Cấm, Hải Phòng, hoạt động từ T9/04. Ban đầu chỉ có một bến, cảng hiện đã mở rộng lên hai bến với 5 cầu bờ 45 tấn. Sức chứa bãi đạt 8.000 TEU, trong đó có 1.800 ổ cắm container lạnh. Nhờ duy trì nạo vét thường xuyên, cảng có thể tiếp nhận tàu đến 25.000 DWT (1.800 TEU), đảm bảo hoạt động khai thác hiệu quả và ổn định.

Hình 21: Green Port



Nguồn: GR

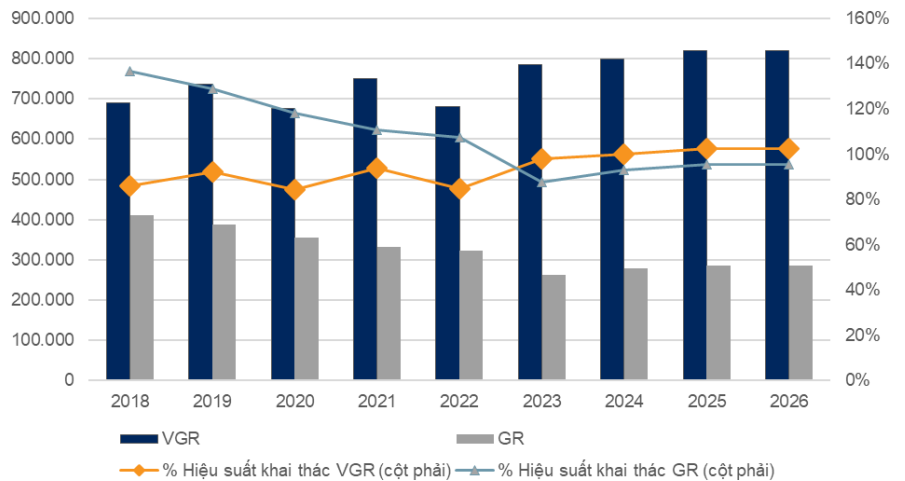
Hình 22: Hạ tầng cảng GR



Nguồn: GR

Chúng tôi ước tính hai cảng này gần như đã khai thác tối đa công suất trong 2024. Kịch bản cơ sở cho thấy tỷ lệ sử dụng cao này sẽ tiếp tục trong hai năm tới, chủ yếu nhờ: (1) hợp đồng dài hạn với Evergreen Shipping Line và (2) sự ổn định của thương mại nội Á.

Hình 23: Sản lượng container thông qua tại VGR và GR trong năm 2018-26 (Đơn vị: TEUs)



Nguồn: VPA, VSC, VNDIRECT RESEARCH

NHĐV – Dự án trọng điểm cần theo dõi trong các năm tới

Thương vụ M&A đã hoàn tất, giờ là lúc ưu tiên vận hành

Cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) chính thức đi vào hoạt động từ 2014 và nhanh chóng trở thành một trong những cảng trọng điểm tại KKT Đình Vũ – Cát Hải, Hải Phòng. Trước đây, GMD sở hữu NHĐV nhưng đã thoái vốn để tái phân bổ nguồn lực và khách hàng sang Nam Đình Vũ – cảng có vị trí tốt hơn và khả năng tiếp nhận tàu lớn hơn. Trong giao dịch T2/23, VSC ban đầu mua 35% cổ phần NHĐV, sau đó nâng sở hữu lên gần 100% vào Q3/24. Tổng vốn đầu tư cho thương vụ này lên đến ~3.200 tỷ đồng. Khoản tiền này được huy động qua

hai kênh chính: phát hành quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và vay ngân hàng. Cụ thể, VSC đã phát hành thành công 133,4 triệu cổ phiếu, thu về hơn 1.300 tỷ đồng. Phần còn lại được tài trợ từ khoản vay của Eximbank chi nhánh Hải Phòng.

Chúng tôi cho rằng thương vụ này không chỉ giúp VSC củng cố vị thế trong mạng lưới cảng sông Cẩm mà còn mở ra cơ hội tối ưu hóa nguồn hàng. Điều này có thể giúp VSC dịch chuyển hàng hóa từ Green Port, cảng có vị trí ngày càng kém cạnh tranh, đặc biệt trong bối cảnh các quy hoạch liên quan đến cụm cảng nội địa Hải Phòng có thể thay đổi. Ngoài ra, VSC cũng được kỳ vọng sẽ giành được bến tại Lạch Huyện, qua đó tiếp tục mở rộng sự hiện diện.

Tuy nhiên, đây mới chỉ là đánh giá của chúng tôi, vì VSC và Evergreen vẫn chưa công bố kế hoạch cụ thể. Nếu không có chiến lược dịch chuyển hàng hóa, VSC sẽ phải chủ động tìm kiếm và thu hút các tuyến container từ khách hàng mới. Đây sẽ là thách thức lớn trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt tại cụm cảng Hải Phòng.

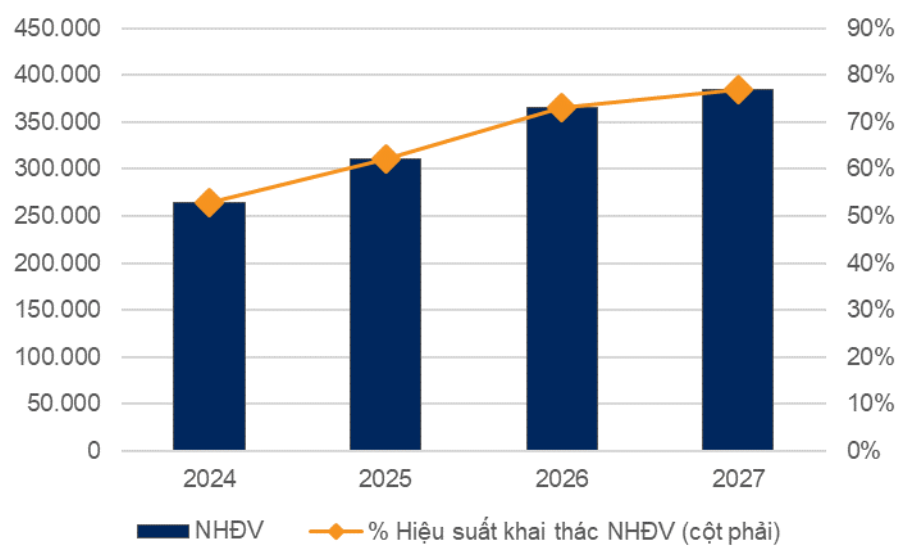
NHĐV đang thiếu dịch vụ, hoạt động dưới mức hòa vốn

Trên thực tế, NHĐV vẫn còn dư địa tăng trưởng. Trong 2024, tổng sản lượng container của NHĐV ước đạt 265.000 TEUs, tương đương 53% công suất thiết kế. Nguyên nhân chủ yếu do NHĐV thiếu dịch vụ với các hãng tàu, tần suất tiếp nhận tàu cực kỳ thấp, trung bình chỉ một tàu mỗi hai tuần, bằng khoảng 1/4 so với các cảng sông lân cận. Tiếp đó, NHĐV sẽ đối mặt với sự cạnh tranh lớn trong cụm cảng do: (1) nguồn cung tại Hải Phòng như đã đề cập ở trang 7; và (2) GMD đang thu hút nhiều tuyến nội Á hơn sau khi mất dịch vụ của MSC tại NDV, do hãng tàu này đã chuyển sang HTIT, khiến áp lực cạnh tranh gia tăng.

Dù vậy, NHĐV có thể được xem là tài sản giúp giảm tải cho VGR trong những năm gần đây, do hai cảng này nằm liền kề. Chúng tôi tin rằng đây là lý do chính khiến VSC quyết định mua NHĐV.

Với kịch bản thận trọng, chúng tôi dự phóng NHĐV sẽ thu hút thêm một tuyến dịch vụ mỗi năm trong giai đoạn 2025-26. Điều này tương ứng với CAGR 17,5% trong 2025-26 về hiệu suất khai thác cảng, đạt tương ứng 46,7%/54,9% công suất thiết kế.

Hình 24: Dự phóng của chúng tôi về sản lượng container tại NHĐV năm 2024-27 (Đơn vị: TEUs)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

VIMC Đình Vũ có thể ghi nhận năm đầu tiên có lãi

VIMC Đình Vũ, cảng mà VSC sở hữu 36% cổ phần, là công ty con của VIMC – MVN. Nằm gần VGR và NHĐV (được đánh dấu số 4 trong Hình 12), cảng này đã ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng ấn tượng. Trong 2024, cảng xử lý hơn 139.000 TEUs, tăng gấp đôi svck, đạt 28% công suất thiết kế, chủ yếu nhờ bổ sung một tuyến dịch vụ mới với sản lượng 1.500 TEU/tuần.

Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng cảng sẽ duy trì hoạt động ổn định và từng bước tăng sản lượng, vượt qua ngưỡng hòa vốn 150.000 TEUs. Theo kịch bản cơ sở, VIMC Đình Vũ sẽ có thêm một tuyến dịch vụ 1.500 TEU/tuần, đưa tổng sản lượng lên 208.558 TEUs trong 2025 (+50% svck) và 260.698 TEUs trong 2026 (+25% svck). Dự báo này tương đương với giả định của NHĐV như đã đề cập ở trên.

Với sự mở rộng này, chúng tôi dự phóng phần lợi nhuận ghi nhận từ VIMC Đình Vũ vào VSC sẽ đạt 4,3 tỷ đồng/13,1 tỷ đồng trong 2025-26.

Dự báo LN ròng giảm trong 2025 và phục hồi trong 2026

LN ròng sẽ giảm 38,4% svck trong 2025...

Chúng tôi dự báo LN ròng của VSC giảm 46,8% svck trong 2025, xuống còn 285 tỷ đồng. Nguyên nhân chính đến từ:

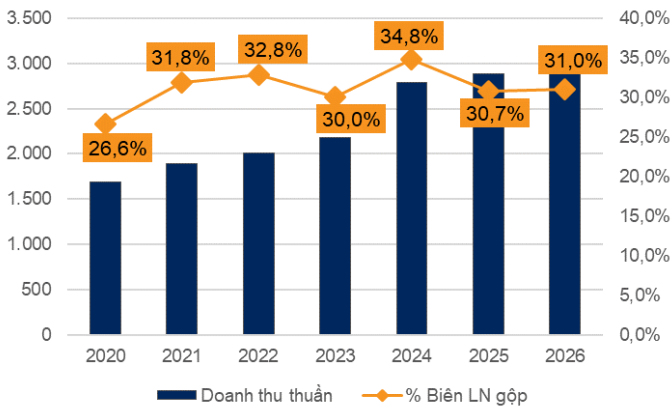
- 1) Không có lợi nhuận đột biến trong 2025, do VSC không có kế hoạch thoái vốn khỏi các dự án logistics hiện tại.
- 2) Chúng tôi điều chỉnh giảm ASP tại NHĐV để thu hút thêm tuyến dịch vụ trong hai năm tới. Nhìn chung, biên LN gộp giai đoạn 2025-26 sẽ giảm khoảng 4,1 đ % so với 2024. Điều này cũng làm suy giảm biên EBITDA bất kể chi phí khấu hao tăng.
- 3) Chi phí lãi vay vẫn ở mức cao do các khoản vay ngân hàng từ 2022-23 sẽ được thanh toán dần, với tổng chi phí lãi vay đạt 111,2 tỷ/104,8 tỷ đồng trong 2025-26.
- 4) Tuy nhiên, như đã đề cập, chúng tôi kỳ vọng LN LDLK của VSC sẽ tiếp tục cải thiện, đặc biệt là VIMC Đình Vũ.

...và phục hồi 17,9% svck trong 2026 ở mức cải thiện nhẹ

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động cốt lõi của VSC sẽ có sự cải thiện nhẹ trong 2026, với LN ròng tăng 17,9% svck, chủ yếu nhờ: 1) LN gộp tăng 4,7% svck; 2) đóng góp tích cực hơn từ các công ty liên kết; và 3) chi phí tài chính giảm.

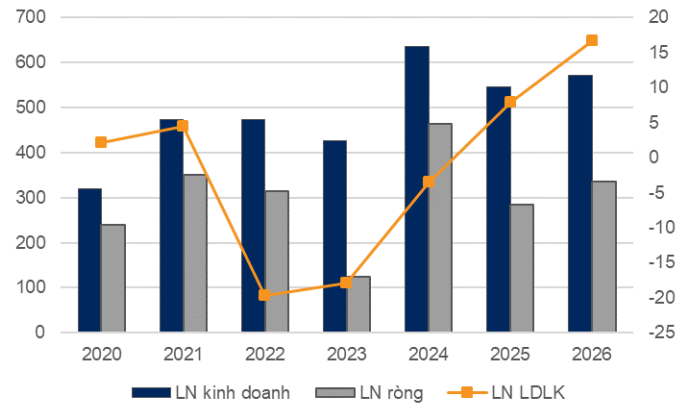
Tóm lại, dự báo LN ròng 2025-26 vẫn thấp hơn mức của 2021-22, phản ánh hiệu suất chưa đạt kỳ vọng của NHDV.

Hình 25: Dự phóng doanh thu và biên LN gộp của chúng tôi (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: LN kinh doanh, LN ròng và LN LDLK trong năm 2025-26 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Chúng tôi khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 19.100đ/cp

Trước đó, HĐQT VSC đã thông qua phương án phát hành 14,3 triệu cổ phiếu theo chương trình ESOP với giá 10.000 đồng/cp. Tuy nhiên vào ngày 28/2/2025, VSC công bố đã phát hành thành công 12,7 triệu cổ phiếu cho 753 người lao động, còn lại 1,6 triệu cổ phiếu chưa phân phối hết. Tổng số tiền huy động thành công đạt 127 tỷ đồng.

Trong báo cáo lần đầu này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu là 19.100 đồng/cp, phản ánh đầy đủ tác động pha loãng sau ESOP. Mức giá này tương ứng với mức tăng 8,1%, được xác định theo phương pháp định giá DCF với WACC là 12,0%. Các giả định chính bao gồm lãi suất phi rủi ro 2,95% (lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm vào cuối 2024) và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,35% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)). Định giá này tương ứng với P/B 2025 là 1,1 lần.

Hình 27: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Chi phí VCSH	13,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: WACC và tăng trưởng dài hạn

Các giả định	
Chi phí VCSH	13,9%
Chi phí nợ	7,0%
Tỷ lệ D/(D+E) mục tiêu	22,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	12,0%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Định giá DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	543	615	672	738	811
Trừ: Thuế	(86)	(102)	(115)	(129)	(145)
EBIAT	457	513	557	609	666
Cộng: Khấu hao	240	241	242	243	244
Trừ: Capex	(25)	(24)	(24)	(24)	(24)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(11)	(22)	(7)	(8)	(8)
FCFF	660	707	768	820	878
Giá trị hiện tại của FCFF	589	563	546	520	497
Tổng hợp FCFF	2.717				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Tổng dòng tiền FCFF	2.717	Tỷ đồng
Giá trị tới hạn	8.460	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	4.793	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	7.510	Tỷ đồng
Trừ: Nợ	(1.950)	Tỷ đồng
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-	Tỷ đồng
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(375)	Tỷ đồng
Cộng: Tiền và tương đương tiền	547	Tỷ đồng
Giá trị VCSH	5.731	Tỷ đồng
Số lượng cp lưu hành (cp)	286.796.819	Cổ phiếu
Giá mục tiêu CP (VND/cp)	20.000	VND/cp
Số lượng cp lưu hành sau ESOP	299.500.819	Cổ phiếu
Giá mục tiêu điều chỉnh	19.100	VND/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Phân tích độ nhạy định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí VCSH						
	11,6%	12,4%	13,1%	13,9%	14,6%	15,4%	16,1%
2,5%	27.200	24.900	22.800	21.000	19.400	18.000	16.700
2,0%	25.700	23.600	21.700	20.000	18.500	17.200	16.000
1,5%	24.400	22.400	20.700	19.100	17.800	16.600	15.400
1,0%	23.100	21.400	19.800	18.400	17.100	15.900	14.900
0,5%	22.100	20.400	18.900	17.600	16.400	15.400	14.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro tăng giá gồm: 1) bất kỳ khả năng đấu thầu nào của VSC tại Lạch Huyện trong những năm tới; và 2) số tuyến dịch vụ cao hơn dự báo của chúng tôi tại NHDV trong giai đoạn 2025-28.

Rủi ro giảm giá gồm: sản lượng container thấp hơn kỳ vọng, tác động tiêu cực đến kết quả lợi nhuận.

Hình 32: So sánh DN cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)		D/E (%) EV/EBITDA	
				Trượt 12T	Hiện tại	Hiện tại	Hiện tại	2023	2024	2023	2024	2024	Trượt 12T
Cảng biển nội địa													
CTCP Viconship	VSC VN	207,1	45,7	9,8	19,6	1,1	12,3	6,7	7,1	3,6	38,8	7,1	
CTCP Gemadept	GMD VN	986,8	20,1	19,7	16,4	2,0	13,0	11,3	9,3	9,3	15,8	14,6	
CTCP Cảng Sài Gòn	SGP VN	325,1	94,8	12,6	28,1	3,1	11,3	17,1	5,5	5,5	3,4	9,4	
CTCP Cảng Đà Nẵng	CDN VN	146,1	6,6	11,2	12,4	2,0	17,1	23,5	12,9	12,9	23,7	6,3	
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	DVP VN	129,2	7,4	9,8	9,8	2,2	23,5	28,6	20,5	20,5	-	6,8	
CTCP Cảng Đồng Nai	PDN VN	168,2	32,1	12,1	13,4	3,5	28,6	16,2	23,9	23,9	5,5	7,0	
CTCP Cảng Cát Lái	CLL VN	47,9	3,1	13,1	12,5	2,0	15,4	11,8	14,4	14,4	0,4	7,1	
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	564,4	2,7	11,9	25,4	2,9	11,8	21,4	8,3	8,3	9,4	7,9	
CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng	TCL VN	48,2	8,6	8,9	9,6	2,0	19,8	6,4	13,9	14,8	5,3	5,2	
CTCP Cảng Đoạn Xá	DXP VN	26,7	(10,5)	12,8	12,6	0,8	6,4	7,5	5,4	5,4	10,7	5,7	
CTCP Cảng Rau Quả	VGP VN	9,5	(0,4)	14,6	14,2	1,0	7,5	12,3	0,3	0,3	NA	57,1	
<i>Trung bình Việt Nam</i>		241,8	19,1	12,4	15,8	2,1	15,2	14,8	11,0	10,8	11,3	12,2	
<i>Trung vị Việt Nam</i>		146,1	7,4	12,1	13,4	2,0	13,0	12,3	9,3	9,3	7,5	7,1	
Cảng biển khu vực													
Adani Ports And Special Econ	ADSEZ IN	26.700,6	20,1	35,7	34,0	4,4	16,5	16,5	6,9	6,9	90,4	21,0	
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	3.606,8	4,3	16,0	17,7	4,2	24,5	24,7	14,7	13,3	30,5	11,2	
Xiamen International Air-A	600897 CH	815,7	374,6	14,7	13,7	1,3	8,9	10,8	6,8	8,4	5,8	NA	
Gujarat Pipavav Port Ltd	GPPV IN	739,2	18,6	30,1	25,2	2,8	14,8	14,8	11,8	11,8	3,4	16,1	
Namyong Terminal Pcl	NYT TB	121,6	34,1	11,2	7,1	1,2	14,0	16,5	7,3	8,4	24,1	3,8	
Suria Capital Holdings Bhd	SURIA MK	126,9	2,8	19,4	15,1	0,5	3,1	3,6	2,4	2,8	6,9	3,2	
Navkar Corp Ltd	NACO IN	175,4	NA	NA	NA	0,8	NA	NA	NA	NA	11,1	25,8	
<i>Trung bình khu vực</i>		4.612,3	75,8	21,2	18,8	2,2	13,6	14,5	8,3	8,6	24,6	13,5	
<i>Trung vị khu vực</i>		739,2	19,4	17,7	16,4	1,3	14,4	15,6	7,1	8,4	11,1	13,7	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Doanh thu thuần	1.689	1.892	2.007	2.181	2.788	2.881	2.992
Giá vốn hàng bán	(1.240)	(1.290)	(1.349)	(1.527)	(1.818)	(1.996)	(2.064)
Lợi nhuận gộp	449	602	659	654	970	885	927
Chi phí quản lý DN	(73)	(81)	(105)	(133)	(183)	(182)	(193)
Chi phí bán hàng	(56)	(48)	(79)	(94)	(153)	(158)	(164)
LN hoạt động	320	473	474	427	635	545	571
EBITDA thuần	553	673	676	621	808	785	812
Chi phí khấu hao	(233)	(200)	(202)	(193)	(173)	(240)	(241)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	320	473	474	427	635	545	571
Thu nhập tài chính	11	13	35	31	264	69	107
Chi phí tài chính	(2)	(2)	(5)	(173)	(219)	(163)	(157)
Thu nhập ròng khác	5	(6)	(7)	(3)	(25)	(27)	(28)
Thu nhập từ các công ty LDLC	2	4	(20)	(18)	(4)	8	17
Lợi nhuận trước thuế	336	483	477	265	651	432	510
Chi phí thuế	(39)	(69)	(84)	(66)	(90)	(86)	(102)
Lợi nhuận ròng	240	350	314	124	463	285	336
Lợi nhuận ròng sau điều chỉnh	240	350	314	124	463	285	336

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Tiền & Tương đương tiền	493	1.014	360	371	547	826	1.278
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8	99	239	425	806	806	806
Các khoản phải thu ngắn hạn	194	211	188	205	237	289	300
Hàng tồn kho	24	21	28	29	47	37	38
Tài sản ngắn hạn khác	102	77	118	57	56	150	156
Tổng tài sản ngắn hạn	896	1.442	1.306	1.346	1.812	2.208	2.678
Tài sản cố định	922	811	814	644	3.734	3.522	3.308
Tổng tài sản đầu tư	118	506	487	1.470	759	767	784
Tài sản dài hạn khác	523	504	1.748	1.731	1.616	1.616	1.616
Tổng tài sản	2.458	3.266	4.367	5.191	7.922	8.114	8.387
Nợ vay ngắn hạn	-	-	208	119	300	228	237
Phải trả người bán ngắn hạn	149	161	133	127	132	174	180
Phải trả ngắn hạn khác	45	31	29	43	136	117	125
Tổng nợ ngắn hạn	287	269	434	403	715	613	639
Nợ vay dài hạn	-	-	700	1.450	1.650	1.563	1.475
Phải trả dài hạn khác	0	1	32	44	534	534	534
Vốn góp của chủ sở hữu	551	1.100	1.213	1.334	2.868	2.995	2.995
Lợi nhuận giữ lại	413	660	664	620	846	982	1.169
Vốn chủ sở hữu	1.797	2.622	2.793	2.881	4.648	4.969	5.232
Lợi ích cổ đông thiểu số	(57)	(64)	(79)	(75)	(98)	(61)	(71)
Tổng nợ và VCSH	2.458	3.266	4.367	5.191	7.922	8.114	8.387

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Lợi nhuận trước thuế	336	483	477	265	651	432	510
Khấu hao	233	200	202	193	173	240	241
Thuế đã nộp	(28)	(69)	(85)	(62)	(173)	(86)	(102)
Các khoản điều chỉnh khác	(47)	(58)	(43)	131	(351)	40	78
Thay đổi vốn lưu động	35	89	(78)	115	(2.844)	(11)	(22)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	529	645	472	642	(2.544)	614	704
Đầu tư TSCĐ	(95)	(92)	(138)	(5)	(3.264)	(25)	(24)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	1	0	2	0	0	0	0
Các khoản khác	12	(378)	(1.599)	(876)	2.304	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(4)	(91)	(140)	(186)	139	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(86)	(562)	(1.875)	(1.067)	(820)	(25)	(24)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	549	5	0	1.334	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(76)	0	908	505	2.344	(159)	(79)
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	(2)	0	0
Cổ tức	(171)	(112)	(164)	(70)	(136)	(150)	(150)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(247)	437	749	434	3.540	(309)	(229)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	297	493	1.014	360	371	547	826
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	197	520	(653)	10	176	280	451
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	493	1.013	360	370	547	826	1.278

Chỉ số tài chính quan trọng

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
EPS (VND)	4.349	3.181	2.592	927	1.614	952	1.123
P/E	4,3	5,8	7,2	20,1	11,5	19,5	16,6
PEG 1 năm	(179,0)	(21,8)	(38,8)	(31,2)	15,5	(47,6)	92,3
EV/EBIT	3,0	3,2	4,3	4,8	5,8	8,4	10,2
EV/EBITDA	1,8	1,9	3,0	3,3	4,0	6,6	7,1
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/B	0,6	0,8	0,8	0,9	1,1	1,1	1,1
Tỷ suất cổ tức	13,1%	16,8%	5,5%	7,3%	2,9%	2,6%	2,7%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	71,4%	32,0%	52,3%	56,9%	29,4%	52,5%	44,5%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	5,8%	-5,8%	12,0%	6,1%	8,6%	27,8%	3,3%
Tăng trưởng LN gộp	2,8%	34,1%	9,4%	-0,7%	48,3%	-8,8%	4,7%
Tăng trưởng LN ròng	2,4%	46,0%	-10,2%	-60,7%	274,5%	-38,4%	17,9%
Tăng trưởng EPS	2,4%	-26,9%	-18,5%	-64,2%	74,2%	-41,0%	17,9%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	26,6%	31,8%	32,8%	30,0%	34,8%	30,7%	31,0%
Biên EBITDA	32,8%	35,6%	33,7%	28,5%	29,0%	27,2%	27,1%
Biên LN hoạt động	18,9%	25,0%	23,6%	19,6%	22,8%	18,9%	19,1%
Biên LN ròng	14,2%	18,5%	15,7%	5,7%	16,6%	9,9%	11,2%
ROAA	9,8%	10,7%	7,2%	2,4%	5,8%	3,5%	4,0%
ROAE	13,3%	13,3%	11,3%	4,3%	10,0%	5,7%	6,4%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	938,3	NA	429	3	4	5	5
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	5,3	6,9	6,9	2,0	3,6	0,2	4,5
Nợ vay/ Vốn	-	-	0	0	0	0	0
Nợ vay/ VCSH	-	-	0	1	0	0	0
Nợ vay ròng/ VCSH	-27,5%	-38,7%	19,6%	41,6%	30,2%	19,4%	8,3%
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Vòng quay khoản phải thu	9,1	8,3	9,5	10,2	9,9	10,6	9,8
Số ngày phải thu	40,0	43,7	38,5	35,8	37,0	34,4	37,3
Vòng quay khoản phải trả	12,1	12,2	13,6	16,8	21,5	18,8	16,9
Số ngày phải trả	30,2	29,9	26,8	21,8	16,9	19,4	21,6
Vòng quay hàng tồn kho	49	57	55	53	47	47	55
Số ngày tồn kho	7	6	8	7	10	7	7
Hệ số thanh toán hiện hành	3,1	5,4	3,0	3,3	2,5	3,6	4,2
Hệ số thanh toán nhanh	3,0	5,3	2,9	3,3	2,5	3,5	4,1

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự phóng và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuang.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên phân tích

Email: hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>