

CÔNG TY CỔ PHẦN CONTAINER VIỆT NAM (HSX: VSC)

Nguyễn Gia Bách

Chuyên viên phân tích

Email: bachng@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Biến động giá VSC & VNIndex



Thông tin giao dịch	06/05/2024
Giá hiện tại (VND/cp)	20.700
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	23.835
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	15.915
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	133,4
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	266,8
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	3.085.605
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	3,08%
Vốn hóa (tỷ VND)	5.523
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	597
P/E Trailing 12 tháng	34,7x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Container Việt Nam
Địa chỉ	11 Võ Thị Sáu, Phường Máy Tơ, Quận Ngô Quyền, Tp. Hải Phòng
Hoạt động kinh doanh chính	Dịch vụ cảng biển container, kho bãi, vận chuyển
Chi phí chính	Chi phí dịch vụ mua ngoài; nhân công; khấu hao tài sản cố định
Rủi ro chính	Sản lượng khai thác cảng giảm

Cơ cấu cổ đông	(%)
Lê Thị Thu Trang	6,2
Đàm Văn Huy	5,8
CTCP Đầu tư Sao Á D.C	4,9
Forum One-VCG Partners Vietnam Fund	4,9
Khác	78,2

Giá hiện tại: 20.700

Giá mục tiêu: 19.500

Tăng/(giảm): -5,8%

Khuyến nghị

THEO DÕI

THÁCH THỨC KHI TĂNG SỞ HỮU CẢNG NAM HẢI ĐÌNH VŨ

Doanh thu thuần (DTT) năm 2023 của VSC đạt 2.181 tỷ VND (+8,4% YoY & 97% KH2023). Sản lượng khai thác cảng tăng 4,5% YoY. Biên lợi nhuận gộp giảm 2,8 đpt YoY do VSC đẩy mạnh thuê ngoài dịch vụ bốc xếp khi tình trạng trùng lịch tàu làm hàng gia tăng trở lại. Lợi nhuận trước thuế (LNTT) năm 2023 của VSC đạt 265 tỷ VND (-44,4% YoY & 102% KH2023) do chi phí lãi vay tăng mạnh để góp vốn cho dự án khách sạn và mua lại 35% cổ phần cảng Nam Hải Đình Vũ.

KQKD Q1/2024 tăng mạnh nhờ hoạt động xuất nhập khẩu hồi phục. DTT và LNST Q1/2024 đạt 586 tỷ VND (+25,6% YoY) và 70 tỷ VND (+63,3% YoY) nhờ sản lượng hàng container qua cảng biển của VSC ước tăng 19,2% YoY.

Tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu tại cảng Nam Hải Đình Vũ lên 100% trong năm 2024. VSC thực hiện phát hành 1:1 đầu năm 2024 nhằm kế hoạch mua thêm 65% cổ phần tại cảng Nam Hải Đình Vũ, giá trị mua dự kiến là 2.170 tỷ VND (tương đương ~42% tổng tài sản tại BCTC năm 2023).

Ngày 29/04/2024, Đại hội cổ đông lần 1 của VSC không đủ điều kiện tiến hành do số cổ đông tham dự thấp hơn so với quy định, chỉ chiếm 36,7% vốn điều lệ. Đồng thời, Đại hội đặt kế hoạch trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 7,5%. Trích quỹ khen thưởng, phúc lợi 20,2% (25 tỷ VND) và thưởng ban lãnh đạo 1,6% (2 tỷ VND).

Năm 2024, chúng tôi cho rằng DTT và LNTT của VSC đạt lần lượt 2.431 tỷ VND (+11,4% YoY & 99% KH2024) và 328 tỷ VND (+23,7% YoY & 103% KH2024). [\(Chi tiết triển vọng\)](#)

Cập nhật khuyến nghị: Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu VSC với mức định giá cập nhật là 19.500 VND/cp, cao hơn 16,9% so với mức định giá (đã điều chỉnh) tại [Báo cáo cập nhật tin tức tháng 03/2023](#). Nhà đầu tư có thể xem xét bán cổ phiếu VSC ở mức giá hiện tại và mua vào ở mức giá 16.250 VND/cp (tương đương mức sinh lời kỳ vọng 20%). [\(Chi tiết khuyến nghị\)](#)

Yếu tố theo dõi: [\(Chi tiết phần yếu tố theo dõi\)](#)

- Cạnh tranh gia tăng từ cảng mới tại khu vực Hải Phòng.
- Rủi ro giảm hiệu quả sử dụng vốn từ hoạt động phát hành.

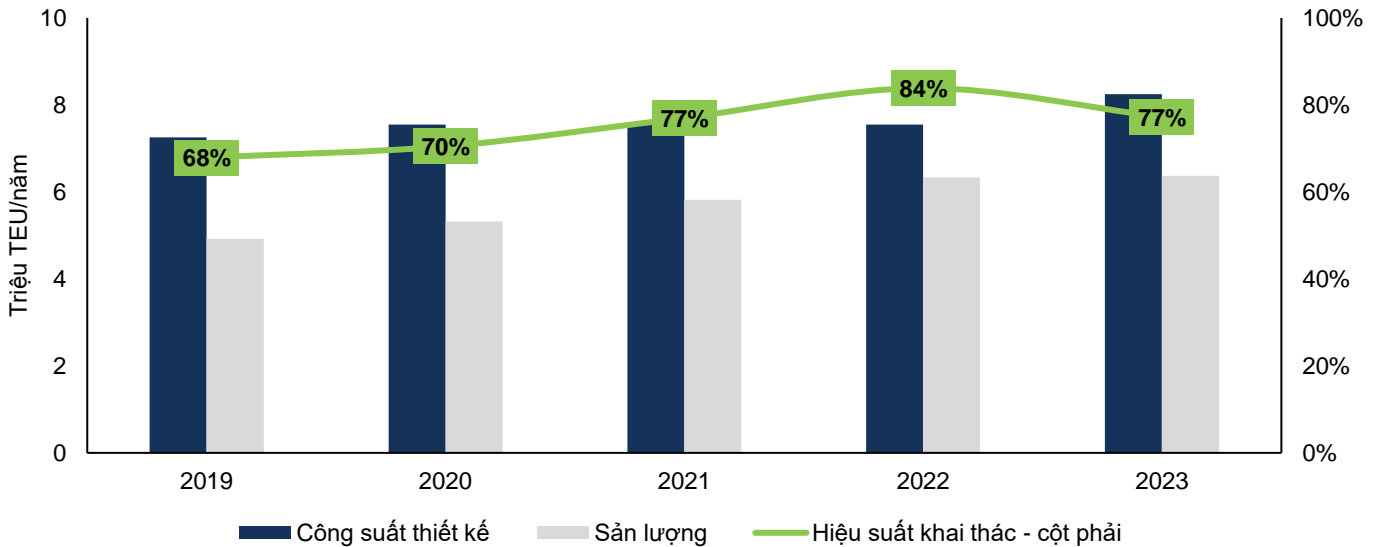
I. CẬP NHẬT KQKD HỢP NHẤT NĂM 2023 VÀ Q1/2024

Đơn vị: Tỷ VND	Q1/2024	Q1/2023	%YoY	2023	2022	%YoY	%TH23/Dự phóng của FPT S tại BCIT tháng 3/2023
Doanh thu thuần	586	467	+25,6%	2.181	2.007	+8,6%	109,2%
- Bốc dỡ container				1.049	975	+7,6%	
- Lưu bãi, chạy lạnh				270	246	+9,7%	
- Dịch vụ vận chuyển				339	358	-5,3%	
- Khác				522	428	+22,0%	
Lợi nhuận gộp	204	137	+49,1%	654	659	-0,7%	96,7%
- Bốc dỡ container				550	567	-3,0%	
- Lưu bãi, chạy lạnh				39	33	+18,2%	
- Dịch vụ vận chuyển				35	27	+29,6%	
- Khác				30	31	-3,2%	
Chi phí bán hàng	25	26	-4,1%	94	79	+18,9%	117,6%
Chi phí QLDN	35	30	+15,9%	133	105	+26,1%	166,4%
Lợi nhuận từ HĐKD	144	80	+79,0%	427	474	-9,8%	82,7%
Doanh thu tài chính	6	8	-20,6%	31	35	-10,0%	281,8%
Chi phí tài chính	57	28	+101,8%	173	5	+3.338,7%	950,5%
Lãi/(Lỗ) công ty liên kết	(2)			(18)	(20)	-8,9%	45,0%
Lãi/(Lỗ) khác	(1)	(5)	-85,5%	(3)	(7)	-59,0%	
Lợi nhuận trước thuế	90	55	+62,0%	265	477	-44,4%	56,5%
Lợi nhuận sau thuế	70	43	+63,3%	199	393	-49,4%	51,5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,8%	29,3%	+5,5 đpt	30,0%	32,8%	-2,8 đpt	
Chi phí bán hàng/DTT	4,2%	5,5%	-1,3 đpt	4,3%	3,9%	+0,4 đpt	
Chi phí QLDN/DTT	6,0%	6,5%	-0,5 đpt	6,1%	5,2%	+0,9 đpt	
Tỷ suất HĐKD	24,5%	17,2%	+7,3 đpt	19,6%	23,6%	-4,0 đpt	
Tỷ suất LNST	11,9%	9,2%	+2,7 đpt	9,1%	19,6%	-10,5 đpt	

Nguồn: VSC, FPT S Research

1. KQKD năm 2023 giảm mạnh do đẩy mạnh vay nợ cho dự án khách sạn và cảng Nam Hải Đình Vũ

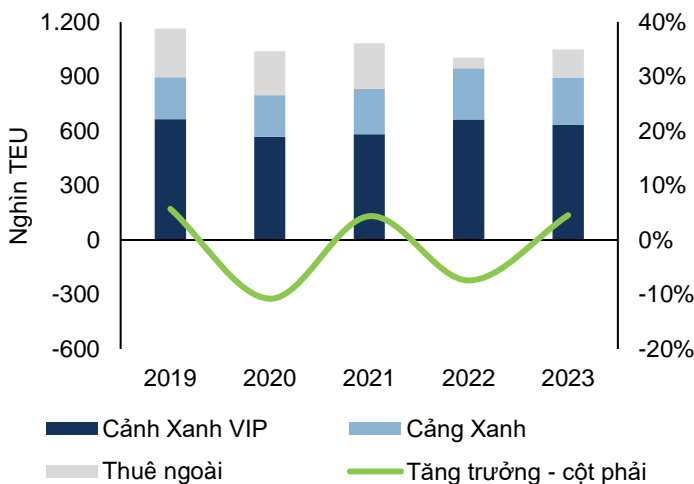
Biểu đồ 1: Công suất và sản lượng cảng biển Hải Phòng



Nguồn: FPTS Research

Sản lượng hàng container thông qua cảng biển Hải Phòng năm 2023 đạt 6,37 triệu TEU (+0,7% YoY), tăng nhẹ do nhu cầu xuất nhập khẩu ở mức thấp đầu năm và dần cải thiện vào cuối năm. Trong đó, sản lượng nhóm cảng sông Cẩm và cảng nước sâu Lạch Huyện đạt lần lượt 5,1 triệu TEU (-1,0% YoY) và 1,27 triệu TEU (+7,7% YoY) khi các hãng tàu có xu hướng nâng kích cỡ tàu cập cảng tại Hải Phòng nhằm cắt giảm chi phí vận chuyển. Đồng thời, cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 bắt đầu khai thác từ tháng 5/2023, nâng tổng công suất khu vực Hải Phòng tăng 9,3%. Hiệu suất khai thác toàn khu vực năm 2023 vì vậy đạt 77,2% (-6,6 đpt YoY).

Biểu đồ 2: Sản lượng hàng container thông qua cảng VSC

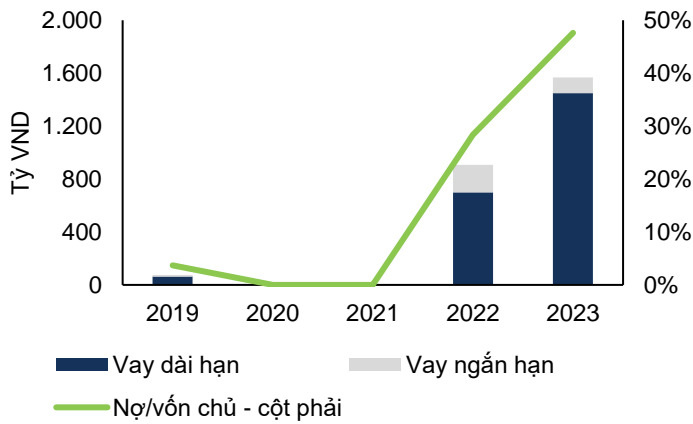


Nguồn: VSC, FPTS Research

Sản lượng hàng container thông qua cảng của VSC năm 2023 (không bao gồm cảng liên doanh/liên kết) đạt 1,05 triệu TEU (+4,5% YoY & 119,9% KH2023) nhờ nhu cầu chi tiêu cho mùa lễ hội tại các nước đối tác thương mại lớn phục hồi mạnh trong những tháng cuối năm. Tuy vậy, sản lượng tại cảng Xanh Vip và cảng Xanh năm 2023 vẫn có sự sụt giảm, ước đạt lần lượt 634 nghìn TEU (-4,4% YoY) và 260 nghìn TEU (-7,8% YoY).

Giai đoạn nhu cầu xuất nhập khẩu tăng cao cuối năm cũng khiến cảng Xanh Vip tái diễn tình trạng trùng lịch tàu cập bến, buộc doanh nghiệp phải đẩy mạnh thuê xếp dỡ tại cảng Nam Hải Đình Vũ. Sản lượng bốc xếp thuê ngoài của VSC năm 2023 vì vậy tăng mạnh, ước đạt 154 nghìn TEU (+168,9% YoY).

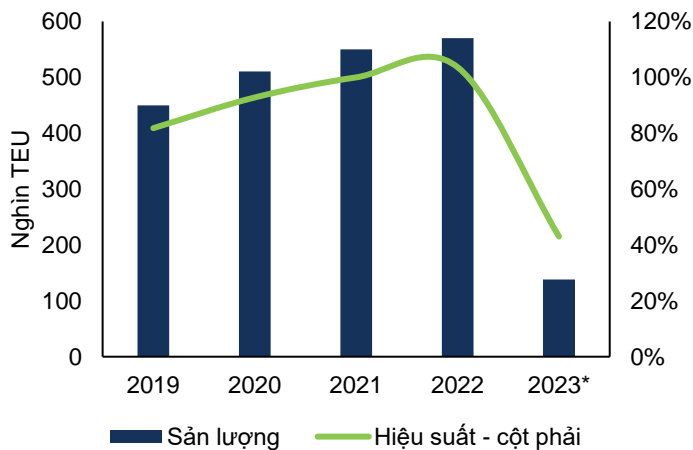
DTT của VSC năm 2023 đạt 2.181 tỷ VND (+8,6% YoY & 96,9% KH2023) nhờ sản lượng hàng container thông qua cảng cải thiện. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp năm 2023 giảm còn 30,0% (-2,8 đpt YoY) do chi phí dịch vụ mua ngoài (chi phí lớn nhất, chiếm gần 46% giá vốn hàng bán) tăng cao +36,2% YoY khi sản lượng bốc xếp thuê ngoài tăng mạnh. Chi phí nhân viên cũng tăng +14,1% YoY. Lợi nhuận gộp của VSC năm 2023 vì vậy đạt 654,4 tỷ VND (-0,65% YoY).

Biểu đồ 3: Nợ vay của VSC


Nguồn: VSC

Chi phí lãi vay tăng mạnh do vay nợ bổ sung vốn cho dự án khách sạn và cảng Nam Hải Đình Vũ. VSC vay thêm 1.400 tỷ VND nhằm bổ sung vốn cho dự án khách sạn Hyatt Place Hải Phòng và mua lại 35% cổ phần cảng Nam Hải Đình Vũ. Tổng nợ vay tại thời điểm cuối năm 2023 đạt 1.569 tỷ VND (+72,7% YoY) khiến tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ đạt 47,6% (+19,2 đpt YoY). Chi phí lãi vay vì vậy tăng mạnh, đạt 170 tỷ VND (cùng kỳ năm 2022 đạt 1,1 tỷ VND). Tỷ lệ khả năng chi trả lãi vay EBIT/Chi phí lãi vay đạt 2,5x.

Lợi nhuận từ công ty liên kết lỗ 18 tỷ VND (-8,9% YoY) chủ yếu từ hai cảng mới hoạt động với hiệu suất thấp. Đối với cảng VIMC Đình Vũ, ngoài khách hàng quốc tế là hãng tàu YCK khai thác từ cuối năm 2022, cảng được đón thêm các tuyến tàu nội địa từ hãng tàu cùng thuộc Tổng công ty VIMC. Tuy vậy, sản lượng hàng container qua cảng năm 2023 vẫn ở mức thấp, ước đạt gần 68 nghìn TEU, tương đương hiệu suất khai thác đạt 13,6%. VSC vì vậy ghi nhận khoản lỗ 15,4 tỷ VND từ VIMC Đình Vũ trong năm 2023 (cùng kỳ năm 2022 ghi nhận lỗ gần 20 tỷ VND).

Biểu đồ 4: Sản lượng và hiệu suất cảng Nam Hải Đình Vũ


Nguồn: GMD, FPTTS Research

Cảng Nam Hải Đình Vũ được thiết kế với công suất 550 nghìn TEU/năm, nằm cạnh cảng Xanh Vip hiện tại. Trước đó, cảng Nam Hải Đình Vũ thuộc sở hữu của CTCP Gemadept (HSX: GMD) và có hiệu suất khai thác cao nhờ lượng khách hàng ổn định, đạt 104% năm 2022. Sau khi bán lại cổ phần cảng cho VSC vào đầu tháng 6/2023, GMD đã đưa khách hàng của mình về làm hàng tại cảng Nam Đình Vũ. Do đó hiệu suất tại Nam Hải Đình Vũ sụt giảm mạnh, ước đạt 43,0% vào cuối năm 2023, chủ yếu từ các tàu bị trùng lịch tại cảng Xanh Vip chuyển sang. VSC ghi nhận lỗ 6,8 tỷ VND từ cảng Nam Hải Đình Vũ trong năm 2023.

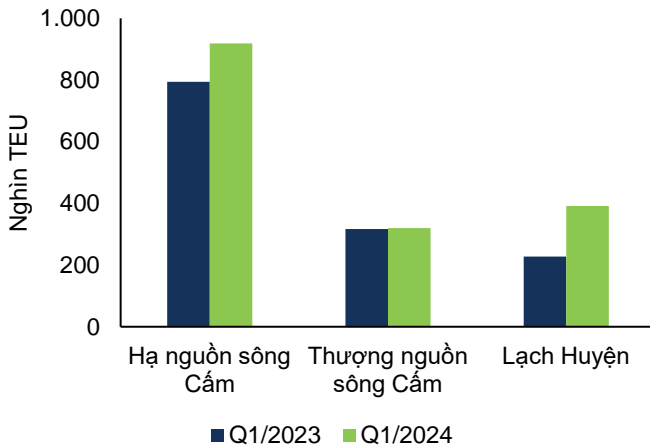
(*) Lưu ý: Sản lượng và hiệu suất năm 2023 tính từ thời điểm VSC tiếp nhận cảng Nam Hải Đình Vũ.

Ngoài ra, do hạn chế về mặt thông tin đối với dự án khách sạn Hyatt Place Hải Phòng, chúng tôi không cập nhật tiến độ dự án và không đưa triển vọng dự án này vào dự phóng kết quả kinh doanh của VSC. [\(Chi tiết thông tin dự án\)](#)

LNTT năm 2023 của VSC đạt 265 tỷ VND (-44,4% YoY & 101,9% KH2023). LNST đạt 199 tỷ VND (-49,4% YoY).

2. Kết quả kinh doanh Q1/2024 cải thiện nhờ nhu cầu tiêu dùng hồi phục

Biểu đồ 5: Sản lượng hàng container thông qua cảng biển khu vực Hải Phòng Q1/2024



Nguồn: FPT S Research

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu miền Bắc Q1/2024 đạt gần 98 tỷ USD (+16,2% YoY) khi nhu cầu tiêu dùng bùng nổ tại các nước đối tác thương mại lớn của Việt Nam cải thiện so với mức nền thấp cùng kỳ năm trước. Sản lượng hàng container thông qua khu vực Hải Phòng Q1/2024 vì vậy tăng mạnh gần 22% YoY, trong đó, nhóm cảng sông Cấm và Lạch Huyện ước tăng trưởng lần lượt 11,5% và 71,5% YoY.

DTT Q1/2024 của VSC đạt 586 tỷ VND (+25,6% YoY), chủ yếu nhờ sản lượng hàng container thông qua cảng của VSC (không bao gồm cảng liên doanh/liên kết) ước đạt gần 248 nghìn TEU (+19,2% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 34,8% (+5,5 đpt YoY).

Đồng thời, chi phí lãi vay đạt 58 tỷ VND (+107,5%) do VSC bắt đầu ghi nhận chi phí cho khoản nợ vay của dự án cảng Nam Hải Đình Vũ. LNST Q1/2024 của VSC đạt gần 70 tỷ VND (+63,3% YoY).

II. Thông tin tại ĐHCĐ 2024 [\(Quay lại\)](#)

1. Phương án phân phối lợi nhuận năm 2023

Bảng 1: Phương án phân phối lợi nhuận năm 2023 của VSC

Chỉ tiêu	%LNST 2023	Giá trị (tỷ VND)
LNST chưa phân phối lũy kế năm 2022		496,4
LNST năm 2023		199,0
• LNST cổ đông công ty mẹ	100%	123,6
• LNST cổ đông không kiểm soát		75,4
Trích quỹ năm 2023:		
• Quỹ khen thưởng, phúc lợi	20,2%	25,0
• Thưởng HĐQT, BKS	1,6%	2,0
Cổ tức bằng cổ phiếu 7,5% VDL	161,9%	200,1
LNST chưa phân phối lũy kế năm 2023		392,9

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ VSC 2024

2. Chỉ tiêu kế hoạch kinh doanh năm 2024

Ban lãnh đạo VSC đưa ra kế hoạch chỉ tiêu hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2024 như sau:

Bảng 2: Chỉ tiêu kinh doanh năm 2024 của VSC

Chỉ tiêu	KH2024	TH2023	%KH24/TH23
Bốc xếp tại cảng	1,17 triệu TEU	1,05 triệu TEU	+11,7%
Bốc xếp tại depot	0,59 triệu TEU	0,76 triệu TEU	-22,7%
Bốc xếp kho	1,14 triệu m3	1,08 triệu m3	+5,2%
Vận chuyển ô tô	1,3 triệu TEU	1,18 triệu TEU	+10,3%
Đại lý container	11 nghìn TEU	6,8 nghìn TEU	+61,6%
Logs	24 nghìn TEU	26,5 nghìn TEU	-9,5%
Doanh thu	2.450 tỷ VND	2.181 tỷ VND	+12,3%
Lợi nhuận trước thuế	320 tỷ VND	265 tỷ VND	+20,7%

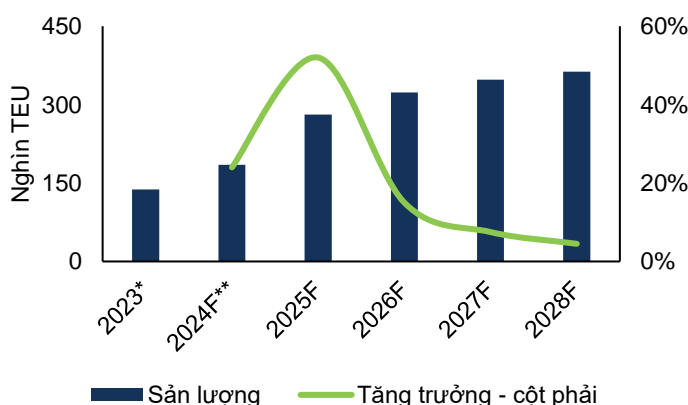
Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ VSC 2024

Chúng tôi cho rằng VSC sẽ đạt được kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận năm 2024. Chúng tôi ước tính DTT năm 2024 của VSC sẽ đạt 2.431 tỷ VND (+11,4% YoY & 99,2% KH2024) và LNTT năm 2024 dự kiến đạt 328 tỷ VND (+23,7% YoY & 102,5% KH2024) với những luận điểm sau:

Doanh thu thuần: Chúng tôi dự kiến DTT năm 2024 của VSC sẽ đạt 2.431 tỷ VND (+11,4% YoY & 99,2% KH2024) nhờ:

- **Nhu cầu xuất nhập khẩu hồi phục:** Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu chi tiêu tại các nước đối tác thương mại lớn của Việt Nam sẽ được thúc đẩy trong 2H2024 từ kịch bản dự phóng rằng chính sách tiền tệ thắt chặt dần được nới lỏng khi lạm phát tại các quốc gia này được kiểm soát. Sản lượng hàng container thông qua cảng của VSC năm 2024 dự báo đạt 1,19 triệu TEU (+13,8% YoY & 101,9% KH2024).
- **Nâng tỷ lệ sở hữu tại cảng Nam Hải Đình Vũ từ 35% lên 100%:** Đầu năm 2024, VSC tiếp tục thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng tỷ lệ 1:1 nhằm mua thêm 65% cổ phần cảng Nam Hải Đình Vũ với giá 2.170 tỷ VND. Chúng tôi dự kiến VSC sẽ hoàn thành việc mua lại và hợp nhất doanh nghiệp trong tháng 5/2024.

Biểu đồ 6: Dự phóng sản lượng cảng Nam Hải Đình Vũ



Chúng tôi giả định sản lượng qua cảng Nam Hải Đình Vũ năm 2024 (sau khi hợp nhất) đạt 185 nghìn TEU, tương đương hiệu suất khai thác đạt 50,4% (+3,6 đpt YoY), nhờ tàu hàng trùng lịch từ cảng Xanh Vip chuyển sang và đẩy mạnh mở mới các tuyến dịch vụ. Chúng tôi dự phóng cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ đạt sản lượng 363 nghìn TEU vào năm 2028 (tương đương hiệu suất 66%) nhờ có vị trí cạnh tranh tại hạ nguồn sông Cấm và mối quan hệ hợp tác cùng hãng tàu Evergreen giúp cung cấp nguồn hàng ổn định.

Nguồn: FPT Research

(* Lưu ý: Sản lượng năm 2023 tính từ thời điểm VSC tiếp nhận cảng Nam Hải Đình Vũ.

(**) Lưu ý: Sản lượng năm 2024 tính từ thời điểm VSC mua lại 100% cổ phần cảng Nam Hải Đình Vũ.

Chúng tôi dự kiến VSC sẽ ghi nhận hơn 2.600 tỷ VND lợi thế thương mại khi hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ với mức giá 2.170 tỷ VND cho 65% cổ phần. Ước tính doanh nghiệp sẽ phân bổ 263 tỷ VND chi phí lợi thế thương mại mỗi năm cho tới 2034.

Bảng 3: Ước tính lợi thế thương mại từ việc hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ của VSC

Chỉ tiêu (đơn vị: Tỷ VND)	Giá trị
Giá phí hợp nhất kinh doanh	2.170
Giá trị hợp lý ước tính của khoản đầu tư trước đây vào cảng Nam Hải Đình Vũ	1.168
Tài sản thuần được hợp nhất	(709)
Lợi thế thương mại phát sinh từ hợp nhất kinh doanh	2.629
Chi phí phân bổ lợi thế thương mại mỗi năm	263

Nguồn: FPTTS Research

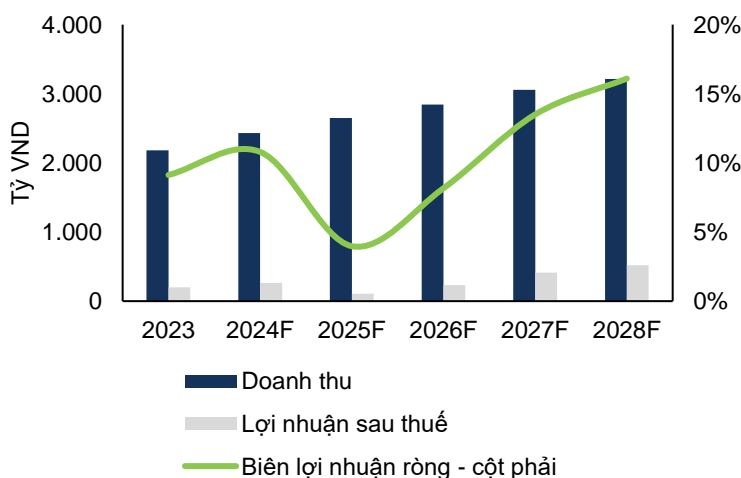
Lợi nhuận gộp: Kỳ vọng lợi nhuận gộp năm 2024 của VSC sẽ đạt 752 tỷ VND (+15,0% YoY). Chúng tôi cho rằng việc hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ giúp giảm chi phí dịch vụ mua ngoài, còn chi phí nhân công và khấu hao của VSC tăng mạnh lần lượt +21,3% và +20,1% YoY khi cảng đang hoạt động với công suất thấp. Biên lợi nhuận gộp ước đạt 31,0% (+0,9 đpt YoY).

Chi phí bán hàng và QLDN: Giả định chi phí bán hàng và QLDN (chưa bao gồm phân bổ lợi thế thương mại) năm 2024 lần lượt đạt 4,5% và 6,5% DTT (+0,2 và +0,4 đpt YoY) do doanh nghiệp đẩy mạnh hỗ trợ các hãng tàu mở tuyến mới tại cảng Nam Hải Đình Vũ khi nhu cầu xuất nhập khẩu cải thiện. Với giả định VSC hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ vào tháng 5/2024, chúng tôi dự kiến doanh nghiệp sẽ phân bổ gần 154 tỷ VND chi phí cho lợi thế thương mại trong năm 2024 (tương đương 6,3% DTT năm 2024).

Doanh thu tài chính: Ước đạt 209 tỷ VND (+571,6% YoY) năm 2024. Trong đó, chúng tôi dự kiến VSC ghi nhận 163 tỷ VND từ việc đánh giá lại khoản đầu tư vào cảng Nam Hải Đình Vũ sau khi hợp nhất cảng này.

Chi phí lãi vay: Dự kiến đạt 195 tỷ VND (+14,2% YoY) do khoản vay cho dự án cảng Nam Hải Đình Vũ chỉ ghi nhận chi phí lãi vay trong nửa cuối năm 2023.

Biểu đồ 7: Dự phóng DTT và LNST của VSC



Nguồn: FPTTS Research

Lợi nhuận trước & sau thuế: Chúng tôi dự kiến cảng VIMC Đình Vũ tiếp tục lỗ 12 tỷ VND trong năm 2024 do số tuyến tàu và sản lượng làm hàng ở mức thấp. Từ các luận điểm trên, chúng tôi kỳ vọng LNTT và LNST năm 2024 của VSC lần lượt đạt 328 tỷ VND (+23,7% YoY & 102,5% KH2024) và 256 tỷ VND (+31,8% YoY).

III. YẾU TỐ THEO DÕI (Quay lại)

1. Cạnh tranh gia tăng từ cảng mới tại khu vực Hải Phòng

Ảnh 1: Vị trí các cảng của VSC (màu đỏ) và các cảng cạnh tranh trong khu vực Hải Phòng

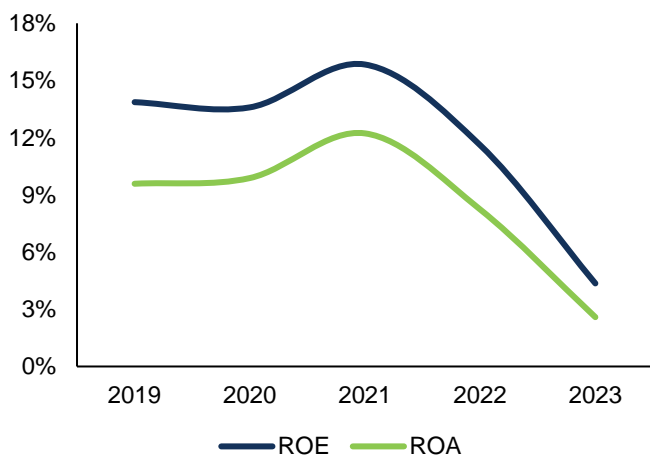


Nguồn: Google Maps

Các cảng mới tại khu vực Hải Phòng đang được nhiều doanh nghiệp đầu tư mở rộng khai thác. Dự án bến số 3 và 4 của CTCP Cảng Hải Phòng (Upcom: PHP) và dự án bến số 5 và 6 của CTCP Tập đoàn Hateco tại Lạch Huyện đi vào hoạt động nâng công suất khu vực dự kiến tăng +13,3% trong năm 2024 và +20,3% trong năm 2025 làm trầm trọng tình trạng dư cung. Cảng VIMC Đình Vũ và Nam Hải Đình Vũ với vị trí kém cạnh tranh hơn khiến VSC khó thu hút thêm các tuyến dịch vụ, ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu suất và hoạt động kinh doanh.

2. Rủi ro giảm hiệu quả sử dụng vốn từ hoạt động phát hành

Biểu đồ 8: Tỷ lệ ROE và ROA của VSC



Nguồn: VSC

Từ năm 2021, VSC liên tục thực hiện phát hành cổ phiếu và vay nợ nhằm bổ sung vốn cho các dự án mới của doanh nghiệp. Vốn góp chủ sở hữu của doanh nghiệp đã tăng gấp gần 5 lần sau 4 năm. Tổng tài sản tại BCTC cuối năm 2023 tăng +111,2% so với năm 2020, trong khi LNST cổ đông công ty mẹ giảm -48,4% trong cùng kỳ do (1) chi phí lãi vay tăng mạnh và (2) các dự án mới chưa mang lại lợi nhuận. Trong đó, dự án khách sạn Hyatt Place Hải Phòng chưa được doanh nghiệp công bố thời gian đi vào hoạt động, dự án VIMC Đình Vũ tiếp tục lỗ do chưa thu hút được nguồn hàng và dự án cảng cạn Quảng Bình chưa ký được hợp đồng khai thác. Tỷ lệ ROE năm 2023 của VSC vì vậy chỉ đạt 4,4% (-7,2 đpt YoY).

Đầu năm 2024, VSC tiếp tục thực hiện phát hành tỷ lệ 1:1 ra công chúng nhằm nâng tỷ lệ sở hữu tại cảng Nam Hải Đình Vũ lên 100%. Việc huy động vốn thông qua phát hành quá nhiều khiến các nhà đầu tư đối mặt với rủi ro giảm giá trị cổ phiếu nếu nguồn vốn mới không được sử dụng hiệu quả. Chúng tôi dự kiến tỷ lệ ROE năm 2024 của VSC tăng nhẹ, đạt 5,2% (+0,8 đpt YoY) nhờ nhu cầu xuất nhập khẩu phục hồi giúp cải thiện hoạt động kinh doanh mảng cảng.

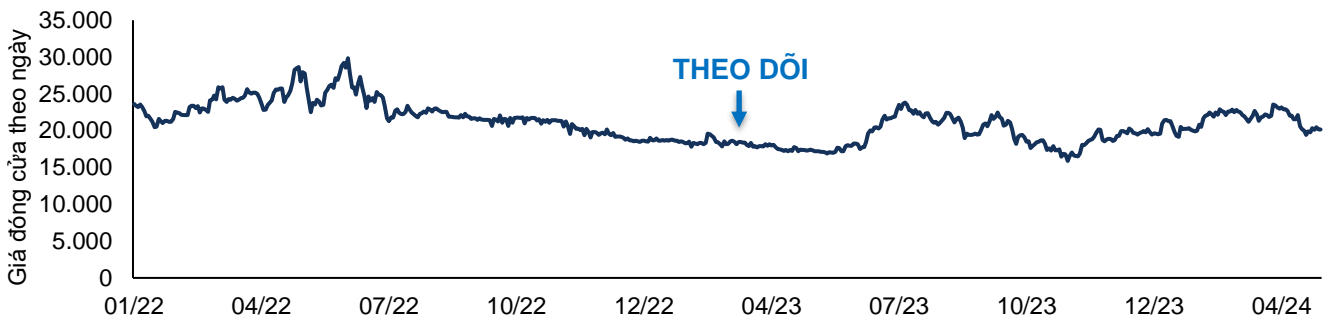
IV. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ (Quay lại)

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu VSC với mức giá mục tiêu là **19.500 VND/cổ phiếu**, thấp hơn **5,8%** so với giá đóng cửa ngày 06/05/2024. Mức giá mục tiêu này cao hơn 16,9% so với mức định giá đã điều chỉnh tại [Báo cáo cập nhật tin tức tháng 03/2023](#) (16.682 VND/cp).

Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Hệ số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	18.978	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	20.007	50%
Giá trị bình quân		19.492	

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: FPT S Research

Giá định mô hình DCF

Giá định mô hình	05/2024	Giá định mô hình	05/2024
WACC	12,99%	Phần bù rủi ro	10,37%
Chi phí sử dụng nợ	11,65%	Hệ số Beta	1,11
Chi phí sử dụng VCSH	14,33%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,82%	Thời gian dự phóng	10 năm

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	12,99%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	6.110.696
(+) Tiền và đầu tư tài chính	795.523
(-) Vay nợ	(1.568.585)
Giá trị vốn chủ sở hữu	5.337.634
Số lượng cổ phiếu VSC (triệu cp)	266,8
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	20.007
Tổng hợp định giá FCFE	
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu	5.063.191
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	18.978

V. PHỤ LỤC

1. Dự án khách sạn Hyatt Place Hải Phòng [\(Quay lại\)](#)

Trong năm 2022, VSC thực hiện hợp đồng hợp tác kinh doanh trị giá 823,6 tỷ VND (tương đương gần 19% tổng tài sản tính đến báo cáo tài chính hợp nhất năm 2022). Đây là hợp đồng hợp tác của doanh nghiệp với CTCP Tập đoàn T&D Group, đầu tư vào dự án khách sạn Hyatt Place Hải Phòng tại 37 Phan Bội Châu và 43 Quang Trung, quận Hồng Bàng, TP. Hải Phòng.

Chi tiết, tổng vốn đầu tư của dự án là 1.423 tỷ VND. T&D Group góp 600 tỷ (42% vốn dự án), Cty TNHH MTV Trung tâm Logistics Xanh và Cty TNHH MTV Dịch vụ Cảng Xanh (công ty con thuộc VSC) góp 823,6 tỷ VND (58% vốn dự án). Tiền góp vốn của VSC sẽ được hoàn trả theo lộ trình:

- Từ năm 2024: thanh toán tối thiểu 5 tỷ VND/năm.
- Từ năm 2028: thanh toán tối thiểu 15 tỷ VND/năm.
- Từ năm 2035: thanh toán tối thiểu 34,25 tỷ VND/năm.

Theo lộ trình, khoản đầu tư vào khách sạn này của VSC sẽ được hoàn vốn vào năm 2055. Mỗi công ty con của VSC tham gia dự án sẽ được chia 45% lợi nhuận từ dự án trong 08 năm đầu và được chia theo tỷ lệ góp vốn từ năm còn lại cho tới khi vốn góp được trả hết.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu VSC, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888