

CTCP CONTAINER VIỆT NAM (HOSE: VSC)

Nguyễn Gia Bách

Chuyên viên phân tích

Email: Bachng@fpts.com.vn

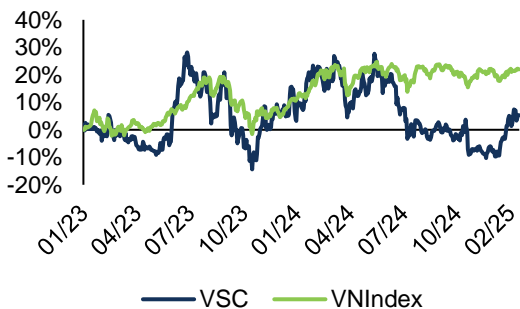
Điện thoại: 1900 6446 – Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm phân tích cơ bản

Biến động giá VSC và VNIndex từ 2023



Thông tin giao dịch	20/03/2025
Giá hiện tại (VND/cp)	17.800
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	22.063
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	15.500
Số lượng CP niêm yết (cp)	286.796.819
Số lượng CP lưu hành (cp)	299.500.819
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	2.329.919
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	2,40%
Vốn hóa (tỷ VND)	5.331
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	1.614
P/E Trailing 12 tháng	11,0x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Container Việt Nam
Địa chỉ	Tòa nhà TD Group, Khu đô thị mới ngã Năm Sân Bay Cát Bi – Lê Hồng Phong – Ngô Quyền – Hải Phòng
Hoạt động kinh doanh chính	Dịch vụ cảng biển và logistics hậu cần ngoài cảng tại Hải Phòng
Chi phí chính	Thuê ngoài, khấu hao, nhân công
Rủi ro chính	Áp lực cạnh tranh tại cảng biển Hải Phòng

Giá hiện tại: 17.800

Giá mục tiêu: 19.500

Tăng/(giảm): +9,6%

Khuyến nghị

THEO DÕI**DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG CHẬM DO ÁP LỰC CẠNH TRANH NGÀY Càng GAY GẮT****Sản lượng tăng nhẹ trong năm 2024 do chịu áp lực cạnh tranh với cảng nước sâu Lạch Huyện và cảng Nam Đình Vũ.**

Sản lượng hàng container qua cảng của VSC năm 2024 chỉ tăng +2% YoY, trong khi toàn khu vực Hải Phòng tăng +13% YoY.

KQKD tăng mạnh nhờ nâng giá dịch vụ xếp dỡ hàng hóa.

Mức tăng giá bình quân khoảng +10% YoY đã giúp doanh thu của VSC đạt 2.788 tỷ VND (+27,8% YoY). Biên lợi nhuận do đó đạt mức cao nhất 34,8% (+4,8 đpt YoY). VSC cũng ghi nhận 119 tỷ lợi nhuận từ việc đánh giá lại khoản đầu tư khi nâng tỷ lệ sở hữu tại cảng Nam Hải Đình Vũ. Nhờ đó, lợi nhuận sau thuế của VSC năm 2024 đạt 561 tỷ VND (+182% YoY).

Kỳ vọng lợi nhuận năm 2025 giảm 47% do tăng khấu hao khi hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ và cải thiện dần khi hiệu suất tăng cao.

Với động lực từ việc nhu cầu chi tiêu tại các thị trường nội Á cải thiện giúp thúc đẩy sản lượng hàng container qua các cảng feeder trên sông Cấm, doanh thu thuần của VSC năm 2025 dự phóng đạt 2.958 tỷ VND (+6,1% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 296 tỷ VND (-47,2% YoY) khi phải ghi nhận thêm chi phí khấu hao cho dự án cảng Nam Hải Đình Vũ. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự phóng đạt 3.124 tỷ VND (+5,6% YoY) và 324 tỷ VND (+43,8% YoY) với kỳ vọng VSC sẽ cắt giảm dần chi phí thuê ngoài.

Trong dài hạn, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VSC dự phóng có mức tăng trưởng kép lần lượt +7,2%/năm và +13,8%/năm (giai đoạn 2024-2029).

Khuyến nghị THEO DÕI với mức giá mục tiêu 19.500 VND/cp (+9,6%). [Chi tiết](#)Bảng phương pháp định giá FCFE và FCFF, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VSC và nên xem xét mua vào ở giá 16.250 VND/cp, tương đương mức sinh lời kỳ vọng +20%.**Yếu tố theo dõi:** [Chi tiết](#)

- Áp lực cạnh tranh gia tăng tại Hải Phòng:** Cảng Nam Đình Vũ và Lạch Huyện tiếp tục mở rộng công suất làm trầm trọng tình trạng dư cung và khiến các cảng của VSC khó duy trì thị phần nâng cao hiệu suất do không có lợi thế cạnh tranh.
- Giảm hiệu quả sử dụng vốn từ hoạt động phát hành:** Việc phát hành cổ phiếu nhằm bổ sung vốn cho các dự án kém hiệu quả khiến các nhà đầu tư đối mặt với rủi ro giảm giá trị cổ phiếu. Ước tính ROE năm 2025 của VSC chỉ đạt 3,4% (-5,5 đpt YoY).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP – CTCP CONTAINER VIỆT NAM

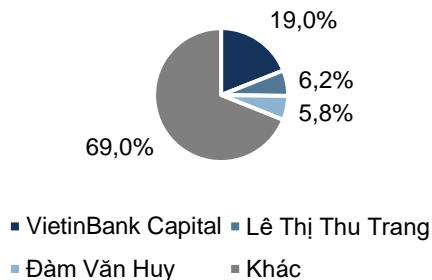
1. Lịch sử hình thành và phát triển



- 1985:** Thành lập với tên Công ty Container Việt Nam.
- 2003:** Đổi tên thành CTCP Container Việt Nam.
- 2004:** Bắt đầu khai thác cảng biển với cảng Xanh tại Hải Phòng.
- 2008:** Niêm yết lên sàn giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh với mã VSC.
- 2016:** Bắt đầu khai thác thêm cảng Xanh Vip.
- 2023:** Mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ từ GMD.
- 2024:** Nâng quy mô vốn điều lệ lên 2.668 tỷ VND.

2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông VSC



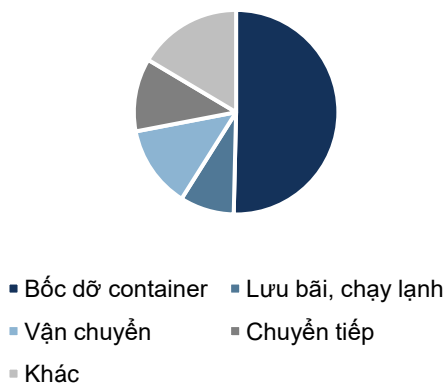
VSC chỉ có 3 cổ đông lớn là quỹ đầu tư VietinBank Capital, nhà đầu tư cá nhân Lê Thị Thu Trang và Đàm Văn Huy (không nắm giữ chức vụ nào tại doanh nghiệp), sở hữu 31% cổ phần.

Ban lãnh đạo VSC chỉ nắm giữ 0,15% cổ phần.

Nguồn: VSC

3. Cơ cấu doanh nghiệp và hoạt động kinh doanh

Cơ cấu doanh thu của VSC



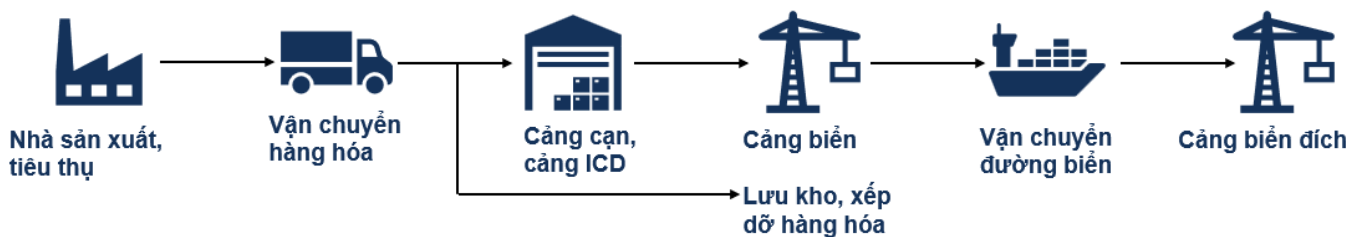
VSC là doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng, cung cấp các dịch vụ như bốc dỡ hàng hóa, lưu kho, kiểm hóa.... Hoạt động khai thác cảng chiếm hơn 50% doanh thu. Doanh nghiệp cũng cung cấp nhiều dịch vụ logistics khác như vận tải đa phương thức, kho bãi depot và dịch vụ cho container nhằm hỗ trợ và mở rộng chuỗi cung ứng cho mảng kinh doanh cảng biển chính.

Nguồn: VSC

VSC sở hữu 10 công ty con và 4 công ty liên kết, đều hoạt động trong lĩnh vực cảng biển và dịch vụ logistics. Trong đó, doanh nghiệp sở hữu cổ phần của 4 cảng biển là cảng Xanh, cảng Xanh Vip góp vốn cùng hãng tàu quốc tế Evergreen, cảng Nam Hải Đình Vũ mua lại từ GMD năm 2023 và cảng VIMC Đình Vũ.

Danh sách các công ty con và công ty liên kết của VSC

Tên công ty	Hình thức sở hữu	Tỷ lệ nắm giữ	Ngành nghề
Cty TNHH MTV Vận tải biển Ngôi sao xanh	Công ty con	100%	Dịch vụ vận tải
Cty TNHH MTV Trung tâm Logistics Xanh	Công ty con	100%	Dịch vụ vận tải, kho depot
Cty TNHH MTV Viconship Hồ Chí Minh	Công ty con	100%	Dịch vụ logistics
Cty TNHH MTV Dịch vụ Cảng Xanh	Công ty con	100%	Khai thác cảng biển
CTCP Cảng Xanh Vip (UPCoM: VGR)	Công ty con	74,35%	Khai thác cảng biển
CTCP Đầu tư dịch vụ và Phát triển Xanh (HNX: GIC)	Công ty con	66,34%	Dịch vụ kho depot
CTCP Container Miền Trung (HNX: VSM)	Công ty con	65%	Dịch vụ kho bãi, giao nhận
Cty TNHH Cảng Nam Hải Đình Vũ	Công ty con	99,9998%	Khai thác cảng biển
CTCP Cảng cạn Quảng Bình – Đình Vũ	Công ty con	100%	Dịch vụ kho depot
CTCP Container Quy Nhơn	Công ty con	54,6%	Dịch vụ logistics
CTCP Logistics Cảng Đà Nẵng	Công ty liên kết	30,9%	Dịch vụ vận tải, kho depot
CTCP Cảng VIMC Đình Vũ	Công ty liên kết	36%	Khai thác cảng biển
CTCP Vận tải biển Vinaship (UPCoM: VNA)	Công ty liên kết	40,22%	Dịch vụ vận tải
CTCP Dịch vụ vận tải Hoàng Hồng Anh	Công ty liên kết	44%	Dịch vụ vận tải

Nguồn: VSC
II. TỔNG QUAN NGÀNH CẢNG BIỂN KHU VỰC HẢI PHÒNG
Chuỗi giá trị ngành logistics


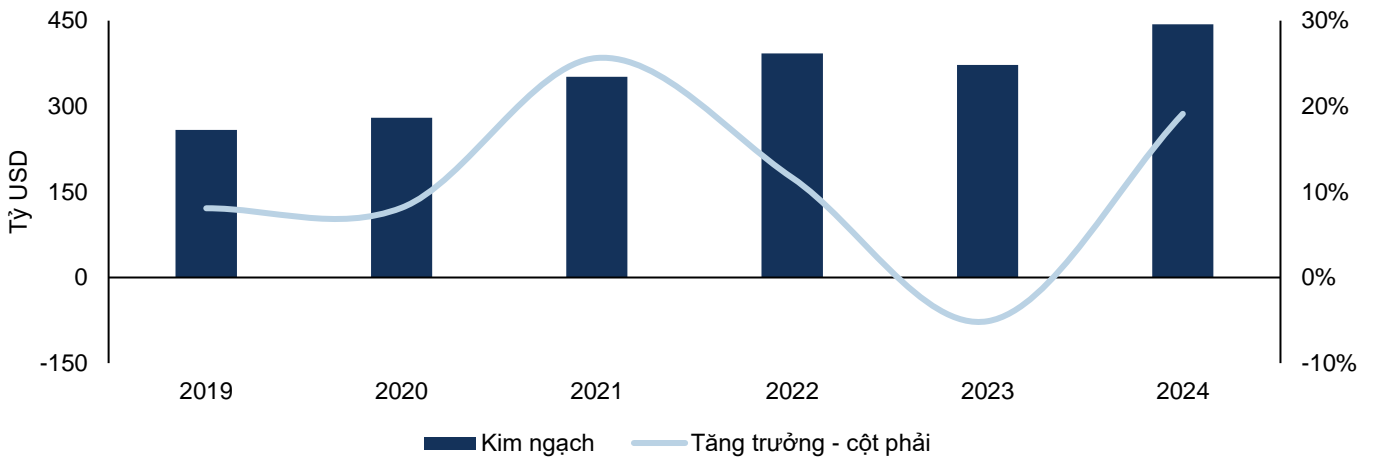
Cảng biển là mắt xích kết nối hình thức vận tải đường bộ, đường sắt với đường thủy trong chuỗi cung ứng, có thiết bị hạ tầng phù hợp cho công việc bốc xếp hàng hóa lên xuống tàu thuyền để vận chuyển tới các cảng biển khác. Dịch vụ khai thác cảng biển bao gồm, nhưng không giới hạn bởi các hoạt động như xếp dỡ, đóng rút hàng hóa, lưu kho, kiểm dịch, kiểm hóa....

1. Nhu cầu: Hoạt động khai thác hàng container tăng cao giai đoạn 2019 – 2024 thúc đẩy bởi tăng trưởng xuất nhập khẩu và xu hướng phát triển cảng nước sâu

Kim ngạch xuất nhập khẩu khu vực miền Bắc giai đoạn 2019 – 2024 tăng trưởng bình quân (CAGR) +11,4%/năm nhờ định hướng phát triển thương mại quốc tế.

Do hàng hóa xuất nhập khẩu chiếm hơn 67% sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam, hoạt động thương mại quốc tế tăng trưởng có tác động tích cực thúc đẩy nhu cầu vận tải và hoạt động cảng biển.

Kim ngạch xuất nhập khẩu khu vực miền Bắc



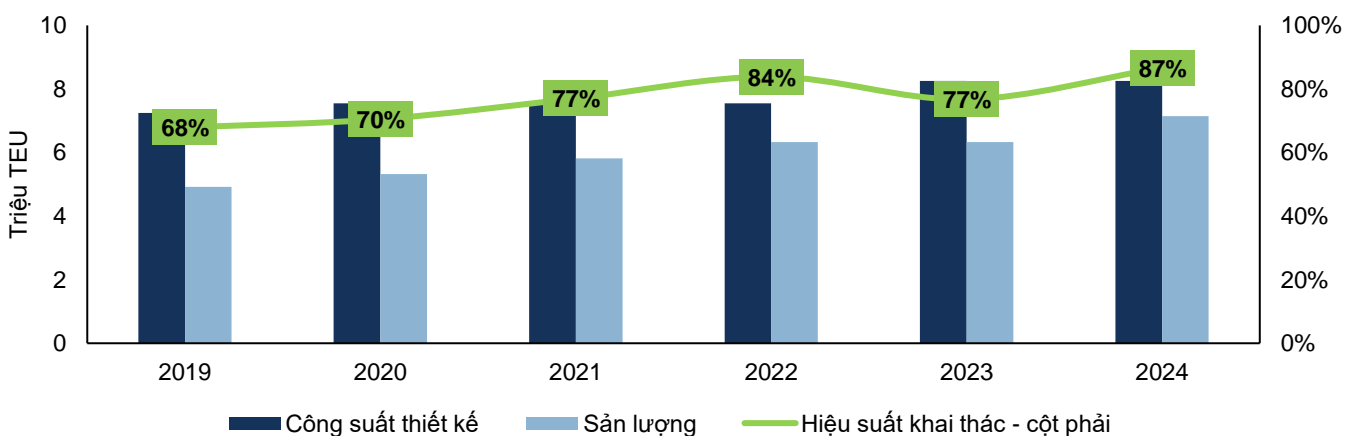
Nguồn: Tổng cục Hải quan

Hoạt động xuất nhập khẩu khu vực miền Bắc được thúc đẩy và có mức tăng trưởng kép +11,4%/năm giai đoạn 2019 – 2024. Điều này là nhờ việc thông qua việc ký kết 16 hiệp định FTA giúp hàng hóa xuất nhập khẩu của Việt Nam được ưu đãi cắt giảm thuế quan với các đối tác lớn như EU, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản.... Lợi thế về chi phí thuế quan và lao động không chỉ hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước đẩy mạnh hoạt động thương mại quốc tế, mà còn thu hút các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào Việt Nam.

Sản lượng hàng container thông qua cảng biển Hải Phòng tăng trưởng CAGR = +7,7%/năm giai đoạn 2019 – 2024 thúc đẩy bởi (1) nhu cầu xuất nhập khẩu tăng cao và (2) phát triển cảng nước sâu Lạch Huyện. Hoạt động khai thác hàng container thông qua cảng biển miền Bắc tập trung tại Hải Phòng, chiếm tới 99% thị phần.

Sản lượng hàng container thông qua cảng biển Hải Phòng năm 2024 ước đạt 7,15 triệu TEU¹ (CAGR = +7,7%/năm giai đoạn 2019 – 2024) nhờ kim ngạch xuất nhập khẩu miền Bắc tăng cao. Đồng thời, cảng nước sâu Lạch Huyện đi vào hoạt động đáp ứng tàu mẹ cỡ lớn cũng góp phần thúc đẩy sản lượng khu vực. Nhờ đó, hiệu suất khai thác toàn Hải Phòng liên tục cải thiện, đạt gần 87% năm 2024.

Công suất và sản lượng cảng biển Hải Phòng (2019 - 2024)



Nguồn: FPT Research

¹ TEU (Twenty-foot equivalent unit): đơn vị sản lượng làm hàng tiêu chuẩn trong ngành cảng và vận tải container đường biển.

1 TEU = 1 container tiêu chuẩn dài 20ft (dài 6,1m, rộng 2,5m và cao 2,6m).

2. Nguồn cung: Công suất cảng container tại Hải Phòng tăng mạnh, tập trung ở nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện

Khu vực Hải Phòng bao gồm nhóm cảng sông Cấm và nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện. Nhóm cảng sông Cấm gồm các cảng nằm trên sông Cấm, với độ sâu trước bến tại đây đạt dưới -9m, chỉ có thể đón tàu feeder cỡ 2.500 TEU hoạt động trên tuyến nội Á và nội địa. Nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện nằm tại vị trí cửa ngõ tại Hải Phòng, có lợi thế đón được tàu sớm hơn so với các cảng khác trong khu vực, cùng độ sâu trước bến đạt -16m giúp đáp ứng được phân khúc tàu mẹ cỡ 13.000 TEU, hoạt động trên tuyến xa đi Mỹ và châu Âu.

Vị trí các cảng của VSC (màu đen) và các cảng container khác tại Hải Phòng (màu đỏ)

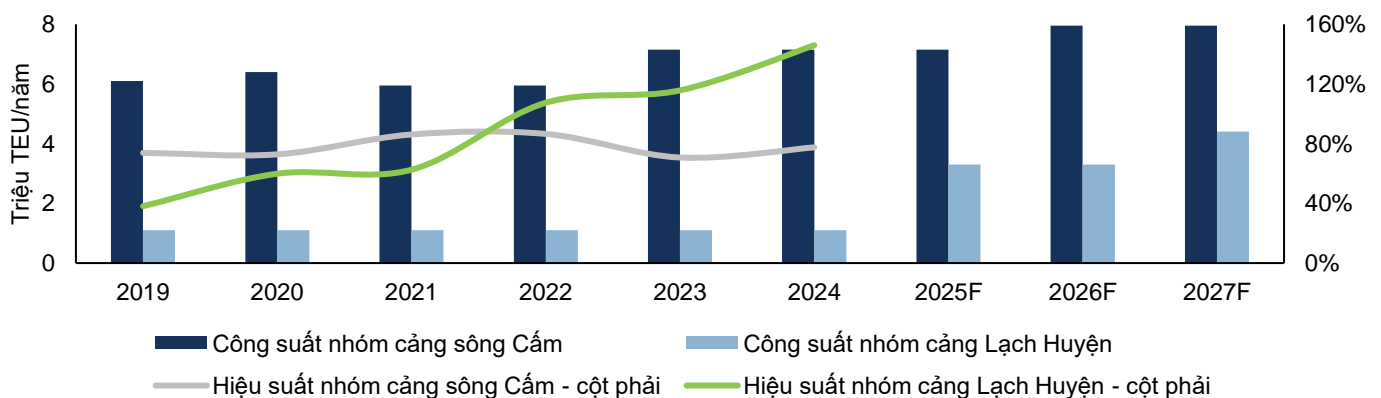


Nguồn: Google Maps

Hoạt động khai thác cảng biển tại Hải Phòng dịch chuyển dần sang nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện nhờ đáp ứng xu thế phát triển ngành vận tải container đường biển.

Tổng công suất cảng container tại Hải Phòng năm 2023 đạt 8,25 triệu TEU/năm (chiếm 91% công suất khu vực miền Bắc). Trong đó, công suất của nhóm cảng sông Cấm và Lạch Huyện chiếm lần lượt 86,7% và 13,3%. Dù chiếm tỷ trọng thấp, nhóm Lạch Huyện lại có triển vọng tốt hơn so với nhóm cảng sông Cấm nhờ đáp ứng được xu hướng nâng kích cỡ tàu của các hãng tàu thế giới. Nhờ vậy, sản lượng nhóm cảng Lạch Huyện duy trì mức tăng trưởng cao trong giai đoạn trước và hấp dẫn nhiều nhà đầu tư tham gia xây dựng bến cảng mới khi đã khai thác vượt công suất đáng kể. Điều này dẫn đến sự thay đổi trong cơ cấu khai thác cảng biển Hải Phòng, với tỷ trọng công suất nhóm cảng Lạch Huyện dự kiến đạt 35,6% năm 2027 (+22,3 đpt so với năm 2024).

Công suất và hiệu suất cảng biển Hải Phòng theo nhóm cảng (2019 - 2027F)



Nguồn: FPTs Research

Ngoài ra, cảng biển Quảng Ninh cũng có bến cảng container, chiếm 9% công suất khu vực miền Bắc. Tuy nhiên, do không có lợi thế cạnh tranh khai thác hàng container so với cảng biển Hải Phòng, các cảng tại Quảng Ninh chỉ tập trung xếp dỡ cho hàng rời.

2.1. Nhóm cảng sông Cẩm: Cạnh tranh gay gắt do dư cung và hãng tàu dịch chuyển sang cảng nước sâu Lạch Huyện

Áp lực cạnh tranh gay gắt do dư thừa công suất.

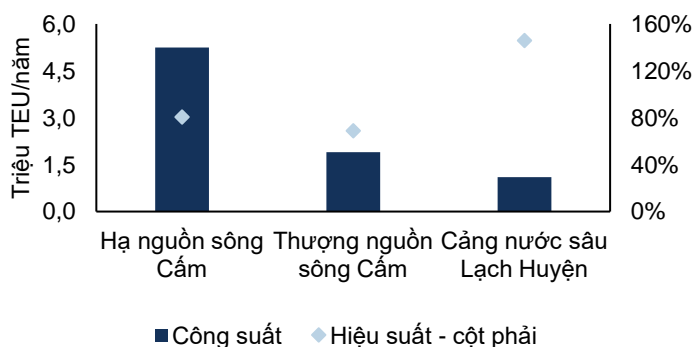
Các cảng tại đây hiện đang trong giai đoạn cạnh tranh gay gắt do (1) các doanh nghiệp cảng biển trên sông liên tục đầu tư mở rộng công suất và (2) các hãng tàu dần dịch chuyển sang cảng nước sâu Lạch Huyện có vị trí địa lý và khả năng đón tàu cỡ lớn hơn.

Tổng công suất nhóm cảng sông Cẩm đạt 7,15 triệu TEU/năm, được chia thành hai khu bến nhỏ là thượng nguồn và hạ nguồn sông Cẩm với công suất lần lượt đạt 1,9 triệu TEU/năm và 5,25 triệu TEU/năm. Các cảng tại thượng nguồn hoạt động trong trạng thái hiệu suất thấp và mất dần thị phần do thiếu nhiều lợi thế thu hút hàng hóa so với hai khu vực còn lại. Cụ thể như:

- **Chiều dài cầu bến ngắn:** Các cảng thượng nguồn có cầu bến chỉ đủ để xếp dỡ cho 1 – 2 tàu container nên thường bị trùng lịch tàu vào làm hàng, buộc tàu phải neo chờ làm gia tăng thời gian vận chuyển. Trong khi đó, các cảng hạ nguồn có thể đón được 3 – 4 tàu cùng lúc, giúp tiếp thị thêm được nhiều tuyến với hãng tàu hơn.
- **Độ sâu trước bến nông:** Độ sâu luồng tại cảng thượng nguồn thường chỉ đủ đón tàu 1.700 TEU, kém hơn hạ nguồn (2.500 TEU) và Lạch Huyện (13.000 TEU), không đáp ứng được nhu cầu nâng kích cỡ tàu của các hãng tàu.
- **Vị trí địa lý sâu trong sông:** Tàu thuyền phải di chuyển xa hơn từ cửa sông để đến được cảng thượng nguồn, khiến hãng tàu phải chịu thêm chi phí và thời gian vận chuyển so với việc cập cảng hạ nguồn.

Do vậy, các cảng tại khu bến thượng nguồn đã phải kết hợp khai thác thêm hàng rời (như Nam Hải và Chùa Vẽ) hoặc chuyển sang khai thác hàng rời hoàn toàn (như Đoạn Xá và Transvina). Hoạt động xếp dỡ cho hàng container cũng chủ yếu tập trung vào mặt hàng nội địa, có mức giá dịch vụ thấp hơn đáng kể so với hàng xuất nhập khẩu.

Công suất và hiệu suất tại Hải Phòng (2024)



Thị phần của nhóm cảng này đã giảm từ 28,1% (năm 2019) xuống còn 18,3% (năm 2024). Hiệu suất khai thác cũng chỉ đạt 69% năm 2024, thấp hơn đáng kể so với khu bến hạ nguồn (81%) và cảng Lạch Huyện (146%).

Nguồn: FPT Research

Khu bến hạ nguồn cũng đối mặt với áp lực dư cung khi các cảng tại đây mở rộng công suất (như VIMC Đình Vũ, Mípec, Nam Đình Vũ), trong khi các hãng tàu dần dịch chuyển sang cảng Lạch Huyện. Cảng Nam Đình Vũ đang tiếp tục mở rộng giai đoạn 3 và dự kiến hoàn thành vào đầu năm 2026, nâng công suất nhóm cảng tăng thêm 800 nghìn TEU/năm (+15,2%). Điều này dự kiến làm trầm trọng tình trạng dư cung tại khu vực sông Cẩm và gia tăng áp lực cạnh tranh với các cảng có vị trí địa lý kém thuận lợi hơn ở sâu trong sông.

2.2. Nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện: Nhu cầu tăng cao nhờ đáp ứng xu hướng nâng kích cỡ tàu

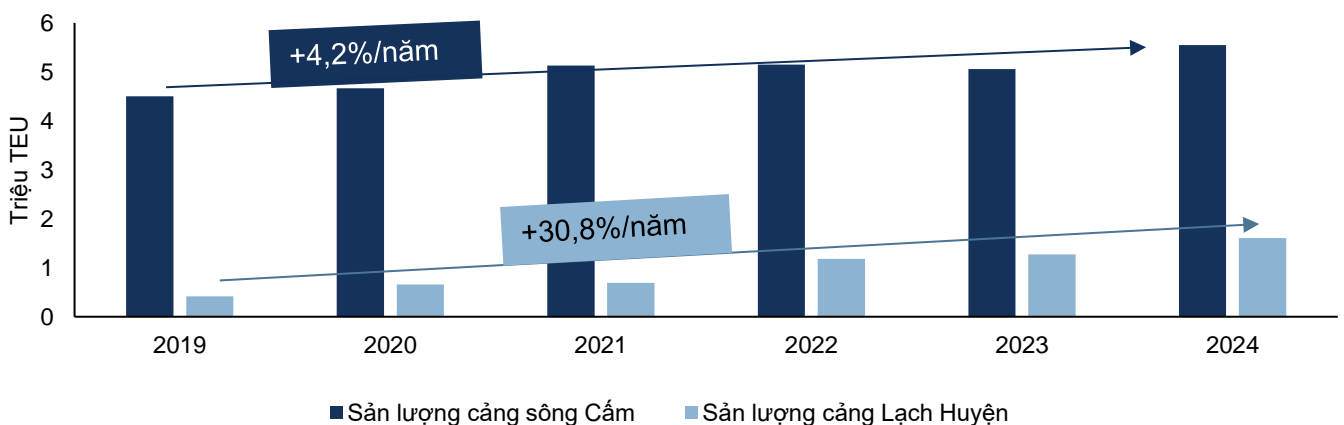
Xu hướng nâng kích cỡ tàu diễn ra mạnh mẽ.

Trước đây, các hãng tàu chủ yếu khai thác phân khúc tàu nhỏ và quãng đường vận tải ngắn, buộc phải chuyển tàu nhiều lần để vận chuyển cho các tuyến xa giữa châu Á và châu Mỹ/ châu Âu. Nhờ nhu cầu xuất nhập khẩu tại châu Á ngày càng cao, các hãng tàu dần phát triển phân khúc tàu mẹ, với kích cỡ lên đến 24.000 TEU để gia tăng quãng đường vận tải và chở thêm nhiều hàng hơn, giúp cắt giảm thời gian và chi phí vận chuyển hàng hóa. Do đó, xu hướng nâng kích cỡ tàu trên nhiều tuyến vận tải ngày càng được ưu chuộng và thúc đẩy. Hiện nay, hơn 50% công suất tàu thế giới là tàu mẹ cỡ 10.000 TEU trở lên. Các cảng biển cũng phải nâng kích cỡ kho bãi và cầu bến ở quy mô lớn hơn mới có thể đón được những cỡ tàu này.

Phát triển cảng nước sâu Lạch Huyện đáp ứng xu hướng nâng kích cỡ tàu.

Trước đây, do cần bến ngắn và mực nước nông, các cảng biển tại Hải Phòng chỉ có thể đón tàu feeder cỡ 2.500 TEU trên sông Cấm, khai thác hai tuyến là (1) tuyến ngắn nội địa và các thị trường nội Á và (2) tuyến chuyển tải tới các cảng trung chuyển nước sâu tại Singapore hoặc Trung Quốc, và từ đây, hàng hóa được đưa lên tàu mẹ cho tuyến xa tới châu Mỹ và châu Âu. Cảng nước sâu Lạch Huyện đi vào hoạt động từ năm 2018 có thể đón tàu mẹ cỡ 13.000 TEU đã đáp ứng xu hướng nâng kích cỡ tàu. Nhờ đó, các hãng tàu quốc tế đã mở thêm nhiều tuyến xa về cảng này, từ đó cắt giảm chi phí trung chuyển tại nước ngoài và thúc đẩy sản lượng hàng container thông qua khu vực Hải Phòng.

Sản lượng hàng container thông qua Hải Phòng theo nhóm cảng (2019 - 2024)



Nguồn: FPTS Research

Với lợi thế đó, sản lượng cảng Lạch Huyện có tốc độ tăng trưởng cao, đạt CAGR = +30,8%/năm giai đoạn 2019 – 2024 khi các hãng tàu dịch chuyển dần sang nhóm cảng này, trong khi nhóm sông Cấm chỉ tăng +4,2%/năm cho cùng giai đoạn.

Các hãng tàu quốc tế góp vốn tham gia mở rộng nhóm cảng khi đã hoạt động vượt công suất.

Nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện có một cảng đang hoạt động là Tân Cảng Hải Phòng (TC – HICT) với công suất thiết kế 1,1 triệu TEU/năm và hiệu suất năm 2024 đạt 146%. Với triển vọng tích cực và lợi thế chiến lược, cảng Lạch Huyện được các nhà đầu tư rất quan tâm và thúc đẩy việc mở rộng công suất. Nhóm cảng này dự kiến nâng +200% công suất trong năm 2025, đạt mức 3,3 triệu TEU/năm (nâng tỷ trọng công suất tại Hải Phòng từ 13,3% lên 31,6%). Đồng thời, việc mở rộng nhóm cảng Lạch Huyện cũng có sự tham gia của các hãng tàu quốc tế lớn, giúp cung cấp nguồn hàng ổn định và hạn chế cạnh tranh với các cảng khác trong khu vực.

Danh sách các nhà đầu tư tại nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện

Bến cảng	Nhà đầu tư		Chiều dài cầu bến	Công suất	Thời gian hoạt động
	Trong nước	Nước ngoài			
1 + 2	Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn	Hãng tàu MOL, Wan Hai, Tập đoàn Itochu Nhật Bản	750m	1,1 triệu TEU/năm	2018
3 + 4	CTCP Cảng Hải Phòng	TIL (nhà khai thác cảng, thuộc hãng tàu MSC)	750m	1,1 triệu TEU/năm	2025 (dự kiến)
5 + 6	CTCP Tập đoàn Hateco	APM Terminals (nhà khai thác cảng, thuộc hãng tàu Maersk)	800m	1,1 triệu TEU/năm	2025 (dự kiến)
7 + 8	Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn		900m	1,1 triệu TEU/năm	2027 (dự kiến)

Nguồn: FPTs Research

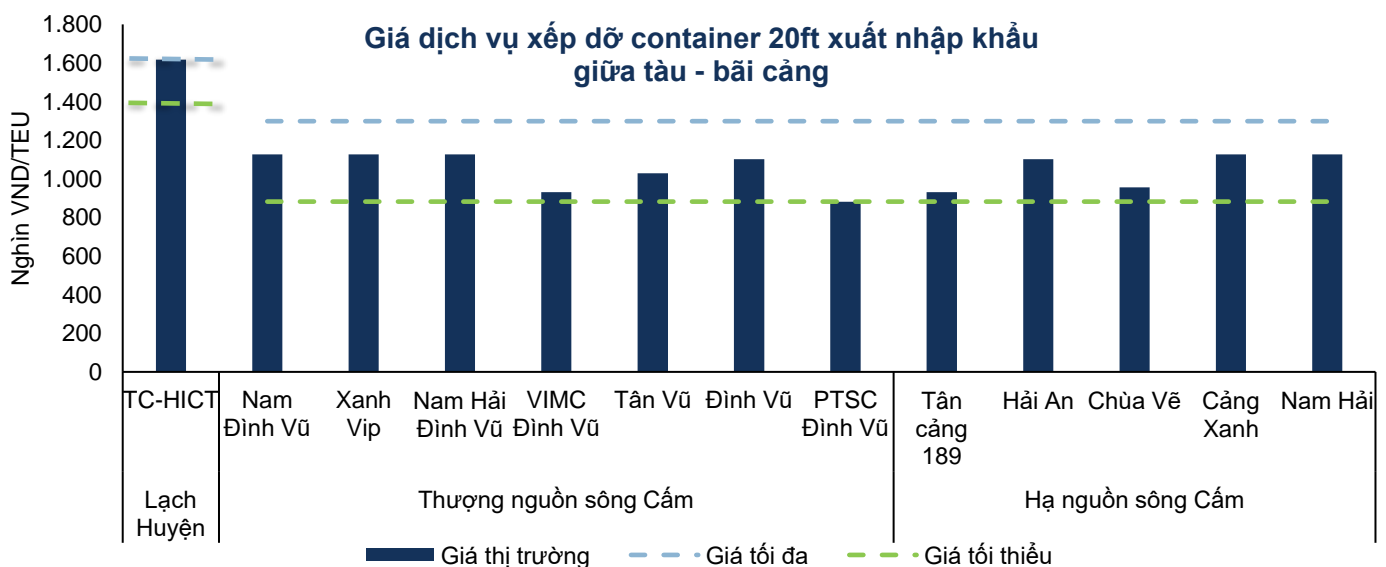
3. Giá dịch vụ xếp dỡ

Áp dụng khung giá dịch vụ cảng biển cố định nhằm hạn chế cạnh tranh giảm giá trong bối cảnh dư cung.

Dịch vụ xếp dỡ hàng container lên/ xuống tàu là hoạt động kinh doanh chính, đóng góp 85% doanh thu cảng biển. Do các doanh nghiệp đầu tư xây dựng ồ ạt gây dư thừa công suất, nhiều cảng đã phải cạnh tranh bằng việc hạ giá dịch vụ nhằm thu hút các hãng tàu. Bộ Giao thông Vận tải vì vậy đã phải áp dụng khung giá dịch vụ cảng biển khi để hạn chế tình trạng phá giá, vốn đã khiến các doanh nghiệp thua lỗ nặng nề.

Cảng Lạch Huyện giữ trần khung giá trong khi các cảng tại sông Cấm vẫn giữ giá thấp để thu hút hãng tàu.

Nhờ hiệu suất khai thác ở mức cao, cùng vị thế độc quyền đón được tàu mẹ, cảng Lạch Huyện đang giữ mức giá dịch vụ xếp dỡ cao nhất Hải Phòng và đã chạm trần khung giá quy định. Trong khi đó, các cảng sông Cấm vẫn đang phải cạnh tranh gay gắt, buộc nhiều cảng phải giữ giá dịch vụ xếp dỡ thấp để giữ chân các hãng tàu. Tuy nhiên, việc này khó bù đắp lại lợi ích về vị trí địa lý và nâng kích cỡ tàu, khiến cho thị phần tại nhiều cảng sông Cấm vẫn sụt giảm đáng kể.



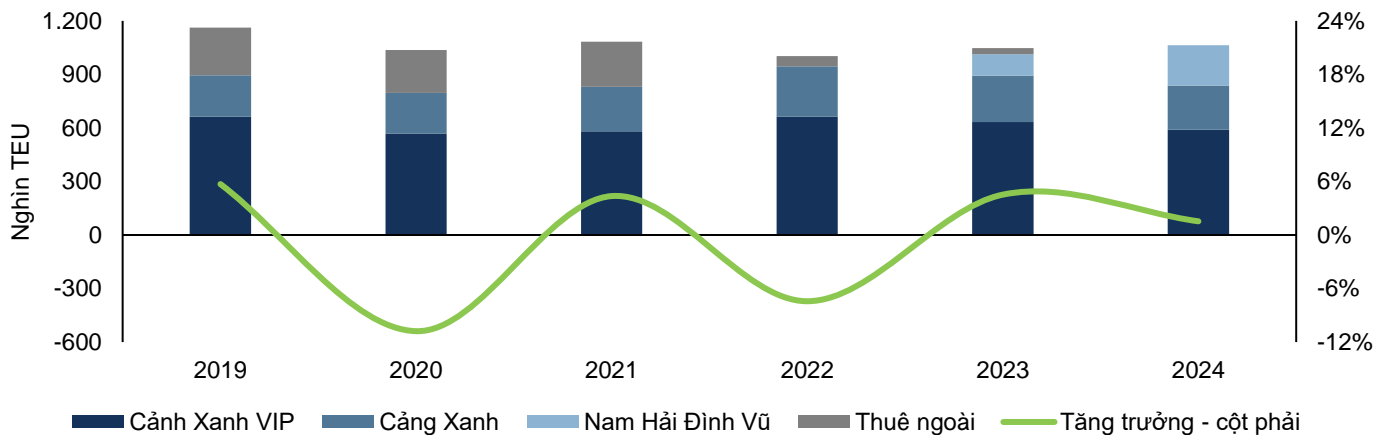
Nguồn: FPTs Research

III. PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

1. Mở khai thác cảng container: Sản lượng giảm trong bối cảnh cạnh tranh tại khu vực Hải Phòng ngày càng gay gắt

VSC đang sở hữu 3 cảng biển container tại Hải Phòng. Cả ba cảng đều nằm tại sông Cấm, khai thác phân khúc tàu feeder hoạt động trên tuyến nội địa và nội Á, với tổng công suất đạt 1,65 triệu TEU/năm (chiếm 20% công suất khu vực Hải Phòng). Ngoài ra, VSC cũng nắm giữ 36% cổ phần của cảng VIMC Đình Vũ.

Sản lượng hàng container qua cảng biển của VSC (2019 - 2024)



Nguồn: FPTS Research

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

Sản lượng hàng container thông qua cảng biển của VSC giảm nhẹ -8,5% giai đoạn 2019 – 2024, chỉ đạt 1,06 triệu TEU năm 2024. Thị phần khai thác của VSC tại Hải Phòng đã giảm từ 23,6% xuống còn 14,3% trong giai đoạn này, chủ yếu do áp lực cạnh tranh gay gắt với cảng nước sâu Lạch Huyện và các cảng sông Cấm khác.

Kể từ giữa năm 2023, VSC đã mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ, hợp nhất cùng cảng Xanh Vip thành một cảng lớn với tổng chiều dài cầu bến đạt giúp giải quyết tình trạng trùng lịch và phải thuê ngoài xếp dỡ. Tuy nhiên, sản lượng cảng còn tương đối thấp, khiến hiệu suất khai thác năm 2024 của VSC chỉ đạt 64,5%.

Danh sách cảng biển container của VSC tại Hải Phòng

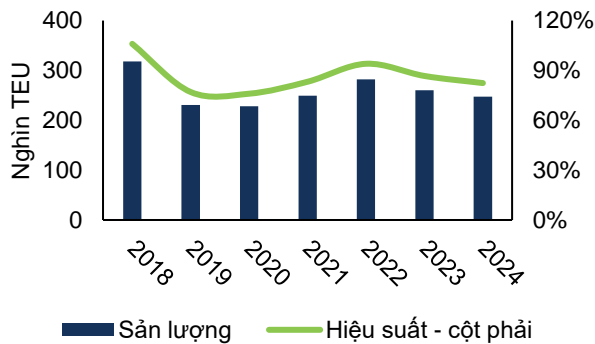
Tên cảng	Vị trí	Chiều dài cầu bến (m)	Công suất (nghìn TEU/năm)	Hiệu suất
Cảng Xanh	Thượng nguồn sông Cấm	303	300	82%
Cảng Xanh Vip	Hạ nguồn sông Cấm	377	800	74%
Nam Hải Đình Vũ	Hạ nguồn sông Cấm	455	550	41%
VIMC Đình Vũ *	Hạ nguồn sông Cấm	240	500	28%

Nguồn: VSC, FPTS Research

(*) VSC ghi nhận cảng VIMC Đình Vũ là công ty liên kết do chỉ nắm giữ 36% cổ phần.

1.1. Cảng Xanh: Sản lượng giảm do không có lợi thế thu hút nguồn hàng tại thượng nguồn sông Cẩm

Sản lượng container qua cảng Xanh (2019 - 2024)



Nguồn: FPT S Research

Cảng Xanh hoạt động tại khu vực thượng nguồn sông Cẩm với công suất 300 nghìn TEU/năm. Sản lượng của cảng giảm dần trong giai đoạn 2019 – 2024 do cảng nằm tại khu bến thượng nguồn, không thể cạnh tranh được với hai khu vực còn lại. Hiệu suất năm 2024 đạt 82% năm 2024.

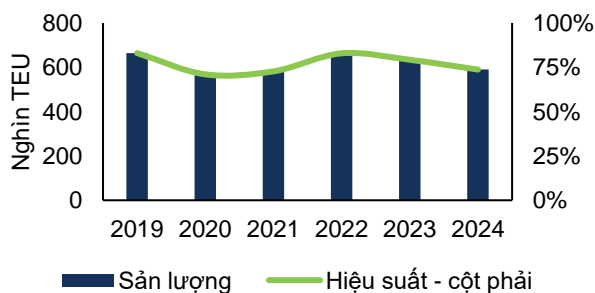
Về mặt tích cực, cảng Xanh được xếp dỡ hàng container xuất nhập khẩu có mức giá dịch vụ cao gấp 2 lần so với hàng container nội địa mà các cảng thượng nguồn khác đang khai thác. Điều này là nhờ VSC tăng chi phí tiếp thị và hoa hồng cho các tàu về cập cảng để ký được hợp đồng và xếp dỡ cho các tuyến tàu trùng lịch cập cảng của cảng Xanh Vip tại hạ nguồn.

1.2. Cảng Xanh Vip: Ổn định với hiệu suất 70 – 83% nhờ hợp tác với hãng tàu nhưng hạ tầng hạn chế

Cảng Xanh Vip nằm tại khu vực hạ nguồn sông Cẩm với công suất khai thác đạt 800 nghìn TEU/năm. Cảng đóng góp hơn 55% sản lượng cho VSC.

Hợp tác cùng hãng tàu Evergreen giúp duy trì nguồn hàng ổn định. Evergreen góp 21,74% vốn cổ phần cho cảng Xanh Vip. Nhờ đó, hãng tàu ưu tiên đưa tàu về làm hàng tại cảng này, giúp đảm bảo nguồn hàng ổn định và giảm cạnh tranh với các cảng khác. Khoảng 65% số tuyến tàu cập cảng Xanh Vip là tàu từ hãng tàu Evergreen.

Sản lượng container qua cảng Xanh VIP (2019 - 2024)



Nguồn: FPT S Research

(*) Sản lượng không bao gồm thuê ngoài.

Sản lượng cảng Xanh Vip đi ngang do áp lực cạnh tranh khu vực và giới hạn cơ sở hạ tầng.

Dù đã có hãng tàu hợp tác một phần, áp lực cạnh tranh gay gắt vẫn khiến sản lượng tại cảng Xanh Vip chỉ đi ngang, trong khi sản lượng toàn Hải Phòng tăng mạnh giai đoạn 2019 – 2024. Điều này là do triển vọng tăng trưởng tập trung ở các cảng có nhiều lợi thế nhất, chủ yếu là cảng nước sâu Lạch Huyện và cảng Nam Đình Vũ, vốn nằm tại vị trí cửa ngõ và đang liên tục mở rộng công suất.

Hơn nữa, chiều dài cầu bến của cảng Xanh Vip tương đối ngắn, chỉ đủ để đón 2 tàu feeder làm hàng cùng lúc nên thường xuyên trong tình trạng trùng lịch cập cảng. Do đó, cảng phải phải thuê ngoài dịch vụ xếp dỡ tại cảng Nam Hải Đình Vũ với tỷ trọng thuê ngoài chiếm khoảng 23% tổng sản lượng. Hiệu suất cảng Xanh Vip chỉ đạt khoảng 70 – 83% trong giai đoạn 2019 – 2024.

Chúng tôi dự phóng cảng Xanh Vip sẽ có mức tăng trưởng sản lượng thấp +3,5%/năm do áp lực cạnh tranh với các cảng Lạch Huyện và cảng Nam Đình Vũ có lợi thế địa lý tốt hơn. Đồng thời, cảng này sẽ đạt tối đa khả năng khai thác vào năm 2028 và dự kiến đi ngang trong những năm sau đó.

1.3. Cảng Nam Hải Đình Vũ: Thương vụ chiến lược với giá mua kém hấp dẫn

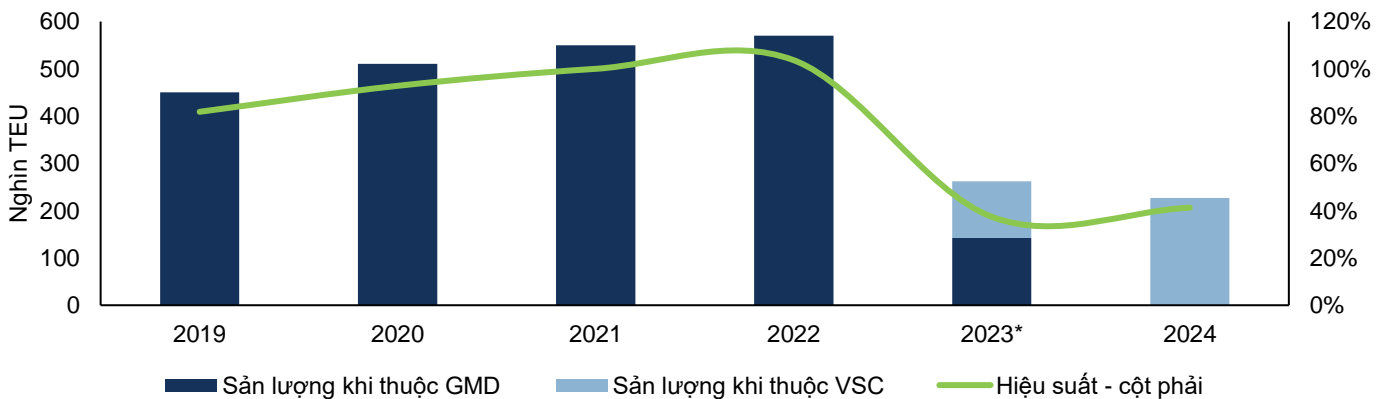
Cảng Nam Hải Đình Vũ nằm cạnh cảng Xanh Vip tại hạ nguồn sông Cấm và hoạt động với công suất 550 nghìn TEU/năm. Cảng được VSC mua lại từ GMD vào năm 2023 để hợp nhất với cảng Xanh Vip, tạo thành một cảng quy mô lớn với chiều dài cầu bến đạt 832 m (+121%), giúp giải quyết tình trạng trùng lịch cập cảng trước đó. Nhờ đó, hai cảng có thể khai thác 4 tàu feeder, tạo lợi thế cộng hưởng giúp cảng của VSC đón thêm nhiều tuyến và cắt giảm chi phí thuê ngoài như trước. Tổng công suất khai thác container của VSC tăng +50% sau khi mua lại cảng. Ước tính, việc hợp nhất giúp VSC cắt giảm 130 tỷ VND chi phí thuê ngoài (tương đương 8,5% chi phí giá vốn).

Chúng tôi đánh giá thương vụ mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ của VSC tương đối kém hiệu quả do (1) triển vọng khu vực sông Cấm kém hấp dẫn do áp lực cạnh tranh với Lạch Huyện và (2) giá mua cao.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo VSC tại Đại hội đồng cổ đông năm 2024, cảng Nam Hải Đình Vũ được định giá theo phương pháp so sánh EV/EBITDA với giá 3.338 tỷ VND. Có 2 vấn đề thấy được từ thương vụ này là:

- **Nguồn hàng hạn chế do áp lực cạnh tranh gay gắt tại sông Cấm:** Sau khi bán lại cảng cho VSC, GMD đã đưa toàn bộ khách hàng của mình về khai thác tại cảng Nam Đình Vũ mới mở rộng công suất. Các tàu còn lại hoạt động tại đây đều là các chuyến tàu trùng lịch của cảng Xanh Vip chuyển sang, không có nguồn hàng nào khác. Vì vậy, công suất khai thác của cảng này giảm mạnh từ 103% xuống còn 41%. Trong khi đó, triển vọng của cảng tương đối kém hấp dẫn do phải cạnh tranh với nhóm cảng Lạch Huyện và Nam Đình Vũ, khiến cho việc phát triển các tuyến tàu mới về cảng kém khả quan. Dự kiến sản lượng cảng này chỉ tăng +3,5%/năm và đạt hiệu suất 60% năm 2029 và dần chuyển sang khai thác hàng container nội địa.
- **Định giá cao với giả định hoạt động tối đa công suất:** Chi phí đầu tư cho một cảng như Nam Hải Đình Vũ đạt khoảng 1.700 tỷ VND, chỉ bằng 51% mức VSC đã phải bỏ ra. Với mức định giá P/E đạt 10,9x, cảng Nam Hải Đình Vũ phải hoạt động tối đa công suất trong 11 năm để thương vụ có lãi. Tuy nhiên, vị trí của cảng kém hấp dẫn hơn, cùng việc cảng hiện vẫn đang hoạt động ở mức hòa vốn, VSC sẽ cần nhiều thời gian hơn để đạt được mục tiêu này.

Sản lượng và hiệu suất cảng Nam Hải Đình Vũ



Nguồn: FPT Research

(*) Hiệu suất năm 2023 tính từ thời điểm VSC tiếp nhận cảng

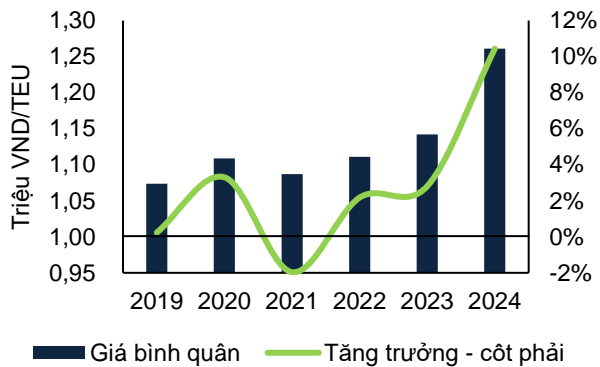
Chúng tôi ước tính, với mức giá mà VSC đã bỏ ra để mua Nam Hải Đình Vũ, doanh nghiệp sẽ phải ghi nhận khoảng 250 tỷ VND chi phí khấu hao tài sản và lợi thế thương mại mỗi năm.

1.4. Cảng VIMC Đình Vũ: Hiệu suất thấp do áp lực cạnh tranh tại hạ nguồn sông Cấm

Cảng VIMC hoạt động tại khu vực hạ nguồn sông Cấm, kế bên hai cảng Xanh Vip và Nam Hải Đình Vũ với công suất 500 nghìn TEU/năm. Sản lượng khai thác của cảng này tương đối thấp do áp lực cạnh tranh gay gắt, chỉ đạt 27,8% năm 2024. VIMC Đình Vũ hiện chỉ đang đón 2 tuyến tàu là (1) tuyến quốc tế của hãng tàu YCK và (2) tuyến nội địa của hãng tàu cùng thuộc Tổng công ty Hàng hải Việt Nam VIMC. Chúng tôi dự phóng sản lượng qua cảng này sẽ tiếp tục ở mức rất thấp trong giai đoạn tới do không có lợi thế để cạnh tranh với các cảng Lạch Huyện và hạ nguồn sông Cấm khác.

1.5. Giá xếp dỡ của VSC: Nâng giá giúp cải thiện KQKD nhưng kéo giảm tốc độ tăng trưởng sản lượng

Giá dịch vụ xếp dỡ bình quân các cảng của VSC



Nguồn: VSC, FPTs Research
 (*) Đơn vị cột trái bắt đầu từ 0,95

VSC trước đây giữ mức giá cước thấp hơn khoảng 7 – 10% so với cảng Nam Đình Vũ và cao hơn các cảng cạnh tranh khác trong sông Cấm nhờ có hãng tàu Evergreen hợp tác. VSC chỉ tăng mức giá các dịch vụ tại cảng như kho bãi, đóng rút hàng, sửa chữa, góp phần giúp tăng giá bình quân hằng năm khoảng 2 – 3%.

Riêng năm 2024, VSC thực hiện nâng giá dịch vụ xếp dỡ tại các cảng của doanh nghiệp tăng +10% (ngang bằng với cảng Nam Đình Vũ và cao nhất khu vực sông Cấm) giúp doanh thu tăng mạnh +27,8% YoY và lợi nhuận gộp tăng +28,8%. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng việc nâng giá cước này góp phần khiến một vài đối tác dịch chuyển các tuyến tàu đi khỏi các cảng của VSC và chuyển sang cảng Nam Đình Vũ và Lạch Huyện, làm sản lượng của VSC năm 2024 chỉ tăng +2% YoY, trong khi toàn khu vực Hải Phòng tăng +13% YoY.

Chúng tôi cho rằng giá dịch vụ xếp dỡ tại các cảng của VSC sẽ không thể tăng thêm trong giai đoạn tới do (1) áp lực cạnh tranh gay gắt với cảng Nam Đình Vũ và cảng nước sâu Lạch Huyện và (2) đã ở mức cao nhất khu vực sông Cấm.

2. Mảng dịch vụ logistics ngoài cảng: Tăng mạnh nhờ nhu cầu dịch vụ logistics hậu cần cho hàng hóa xuất nhập khẩu

VSC kinh doanh các dịch vụ ngoài cảng như dịch vụ kho bãi, sửa chữa container, vận chuyển, chuyển tiếp hàng hóa... tại khu vực Hải Phòng và Đà Nẵng nhằm cung cấp dịch vụ khép kín cho các khách hàng của VSC. Ngoài ra, VSC cũng cung cấp cho nhiều khách hàng ngoài hệ thống cảng giúp thúc đẩy kết quả kinh doanh tăng cao. Trong giai đoạn từ năm 2019 – 2024, doanh thu mảng dịch vụ logistics ngoài cảng của VSC đã có mức tăng trưởng CAGR = +19,6% YoY/năm nhờ nhu cầu cho các dịch vụ hậu cần logistics tăng cao, thúc đẩy bởi hoạt động xuất nhập khẩu tăng mạnh tại miền Bắc.

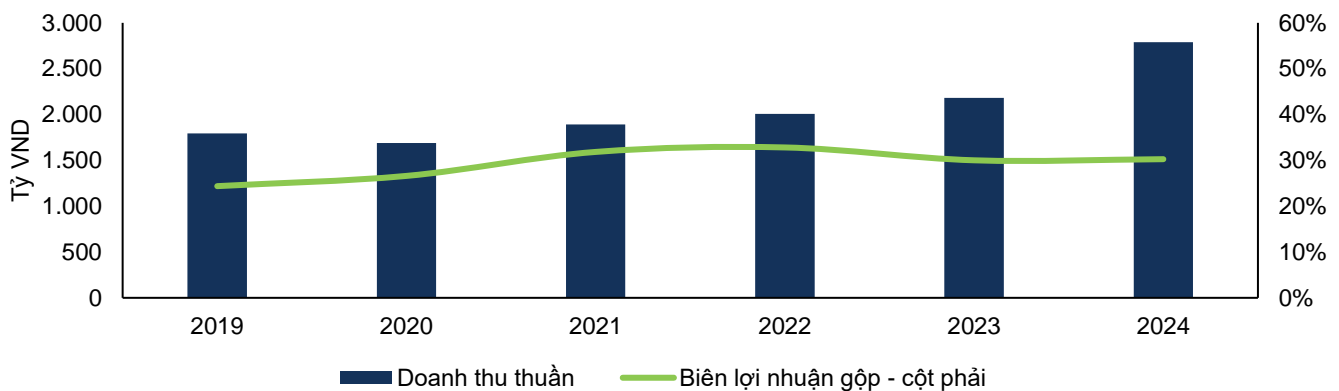
Đây là mảng kinh doanh có mức tăng cao và giúp cải thiện hoạt động kinh doanh cho VSC. Tuy nhiên, doanh nghiệp công bố thông tin tương đối hạn chế về mảng này và chúng tôi không thể phân tích rõ yếu tố thúc đẩy tăng trưởng. Chúng tôi dự phóng mảng này sẽ có tốc độ tăng trưởng bình quân +5,2%/năm giai đoạn 2024 – 2029 dựa theo tốc độ tăng trưởng sản lượng các hoạt động logistics mà VSC đã công bố.

IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp tăng cao nhờ thúc đẩy các mảng dịch vụ logistics ngoài cảng và nâng giá dịch vụ xếp dỡ

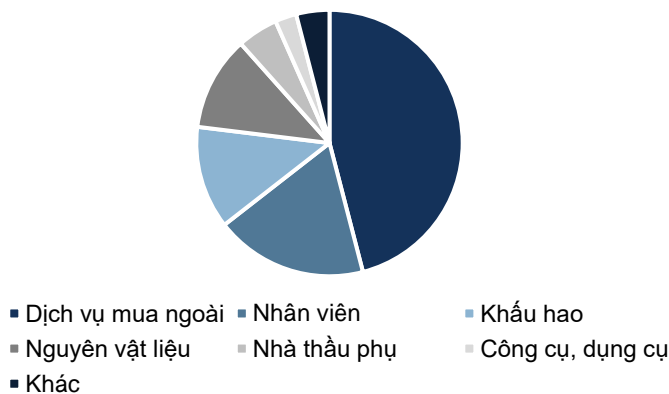
Doanh thu thuần của VSC năm 2024 đạt 2.788 tỷ VND (CAGR = +9,2%/năm giai đoạn 2019 – 2024). Mức tăng trưởng chủ yếu đến từ việc thúc đẩy các dịch vụ logistics ngoài cảng (như vận chuyển, chuyển tiếp,...). Riêng năm 2024, doanh thu của VSC có mức tăng mạnh +27,8% YoY nhờ việc VSC nâng mức giá cước xếp dỡ bình quân tăng khoảng +10% YoY. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc tăng giá cước này là một phần nguyên nhân khiến sản lượng của VSC tại các cảng Xanh và Xanh Vip sụt giảm trong năm 2024 khi áp lực cạnh tranh gay gắt khiến một vài hãng tàu dịch chuyển sang cảng Nam Đình Vũ và Lạch Huyện.

Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của VSC



Nguồn: VSC

Cơ cấu giá vốn hàng bán của VSC



Nguồn: VSC

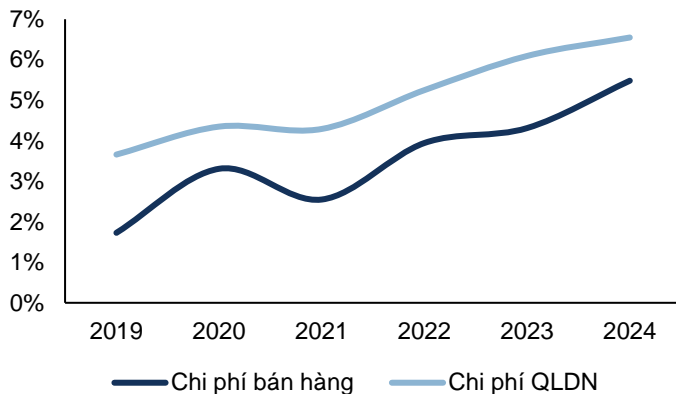
Biên lợi nhuận gộp tăng cao nhờ các mảng kinh doanh đi vào ổn định và chứng lại do mở rộng mảng khai thác cảng.

Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm tỷ trọng cao nhất trong giá vốn hàng bán của VSC, chiếm khoảng 46%. Khoảng chi phí này kể đến như bốc dỡ, lưu kho tại cảng ngoài, chi phí hoa hồng.... Còn lại, các khoản chi phí lớn như nhân công và khấu hao ít có sự biến động đột biến, giúp biên lợi nhuận của VSC tăng dần khi các mảng kinh doanh của VSC đi vào ổn định và hoạt động ở hiệu suất cao.

Biên lợi nhuận gộp năm 2023 của VSC giảm do sản lượng bốc xếp tăng cao buộc doanh nghiệp phải đẩy mạnh thuê ngoài làm gia tăng chi phí. Tiếp đó, mức biên gộp năm 2024 chỉ tăng nhẹ +0,25 đpt dù VSC nâng giá cước xếp dỡ do ghi nhận thêm chi phí khấu hao (+31,5% YoY) từ cảng Nam Hải Đình Vũ mới hợp nhất.

2. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng cao nhằm thu hút hãng tàu khi áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt

Tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN trên doanh thu thuần của VSC



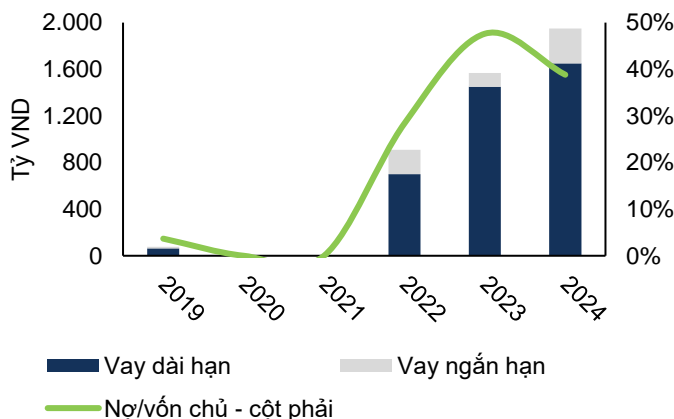
Chi phí BH và QLDN của VSC tăng dần trong giai đoạn 2019 – 2024, đạt lần lượt 5,5% và 6,5% do doanh nghiệp đẩy mạnh tiếp thị và trả phí hoa hồng cho các hãng tàu. Điều này rất cần thiết nhằm duy trì các tuyến tàu hiện tại và thúc đẩy sản lượng hàng container về cảng trong bối cảnh các cảng khu vực sông Cấm ngày càng cạnh tranh gay gắt.

Chúng tôi đánh giá đây là chiến lược tốt để giữ chân các hãng tàu tại cảng của VSC, nhưng không đủ hấp dẫn để thu hút thêm tuyến tàu mới về cảng.

Nguồn: VSC

3. Chi phí lãi vay tăng cao do gia tăng nợ vay cho các dự án mới

Cơ cấu nợ vay của VSC



Nhờ hoạt động khai thác cảng biển tương đối ổn định, VSC đã trả hết nợ vay trong năm 2020. Doanh nghiệp sau đó đã vay thêm nhằm bổ sung vốn cho dự án khách sạn Hyatt Place Hải Phòng và mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ.

Tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu của VSC năm 2024 đạt 39%. Chi phí lãi vay vì vậy cũng tăng cao trở lại từ năm 2023. Tỷ lệ khả năng chi trả lãi vay EBIT/Chi phí lãi vay của VSC đạt 3,0x.

Nguồn: VSC

Trong năm 2024, VSC đã thực hiện tắt toán sớm khoản nợ cũ khi thoái vốn khỏi dự án khách sạn Hyatt Place và thực hiện vay mới tập trung cho việc mua lại hoàn toàn cảng Nam Hải Đình Vũ. Việc này dự kiến giúp VSC giảm chi phí lãi vay từ năm 2025 nhờ các điều khoản vay mới có mức lãi suất thấp hơn so với khoản vay trước (lãi thả nổi với mức biên giảm từ +4,0% xuống còn +2,5%/năm).

Ngoài ra, VSC cũng ghi nhận khoản lãi 119 tỷ VND trong doanh thu tài chính năm 2024 từ việc đánh giá lại khoản đầu tư vào Nam Hải Đình Vũ, sau khi doanh nghiệp nâng tỷ lệ sở hữu tại cảng này từ công ty liên kết thành công ty con để hợp nhất. Nhờ vậy, lợi nhuận sau thuế năm 2024 của VSC đạt 435 tỷ VND (+118,3% YoY). Nếu loại trừ khoản này, lợi nhuận sau thuế của VSC có mức tăng +70,5% YoY, chủ yếu đến từ việc tăng giá dịch vụ xếp dỡ.

Chúng tôi lưu ý thêm về việc VSC đã điều chỉnh lại BCTC năm 2024 vào ngày 03/03/2025 do hạch toán sai một vài khoản mục tài sản dài hạn. Chúng tôi cho rằng mức sai lệch đến từ việc ghi nhận sai chi phí khấu hao khi hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ. Sau điều chỉnh, LNST của VSC đã có mức giảm -22,6%.

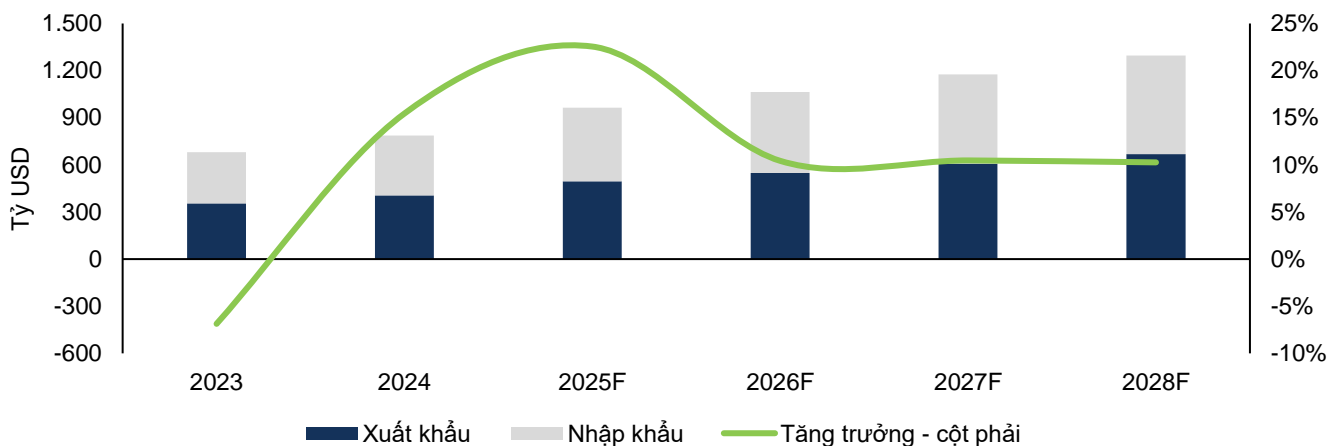
V. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

1. Triển vọng

Hoạt động xuất nhập khẩu kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng cao trong dài hạn.

Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam sẽ duy trì đà tăng trưởng cao trong giai đoạn tới nhờ việc các nước đối tác thương mại nới lỏng các chính sách tiền tệ và tài khóa giúp cải thiện nhu cầu tiêu dùng. Đồng thời, việc đánh thuế của tổng thống Mỹ Donald Trump đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc cũng sẽ thúc đẩy các nhà sản xuất dịch chuyển nhà máy và các đơn hàng về Việt Nam nhằm tránh ảnh hưởng, góp phần kích thích nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu và xuất khẩu hàng hóa thành phẩm tới các nước đối tác. Cục Hàng hải Việt Nam kỳ vọng sản lượng hàng container thông qua cảng biển Hải Phòng sẽ có mức tăng trưởng kép +7,9% đến +11,1%/năm giai đoạn 2024 – 2030.

Dự phóng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: Fitch Solutions

Kỳ vọng sản lượng nhóm cảng sông Cẩm tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu tại thị trường nội Á bất chấp xu hướng dịch chuyển sang cảng nước sâu Lạch Huyện tiếp diễn.

Với lợi thế cửa ngõ, khả năng đáp ứng xu hướng nâng kích cỡ tàu cùng việc hợp tác góp vốn với các hãng tàu quốc tế, chúng tôi cho rằng xu hướng dịch chuyển sang nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện sẽ tiếp diễn trong giai đoạn tới, làm trầm trọng tình trạng dư cung và áp lực cạnh tranh tại nhóm cảng sông Cẩm. Dù vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng sản lượng tại nhóm cảng sông Cẩm vẫn sẽ tăng trưởng tích cực nhờ hưởng lợi từ nhu cầu xuất nhập khẩu với các đối tác thương mại tại thị trường nội Á, được kết nối bằng các tuyến tàu feeder mà cảng sông Cẩm có thể khai thác.

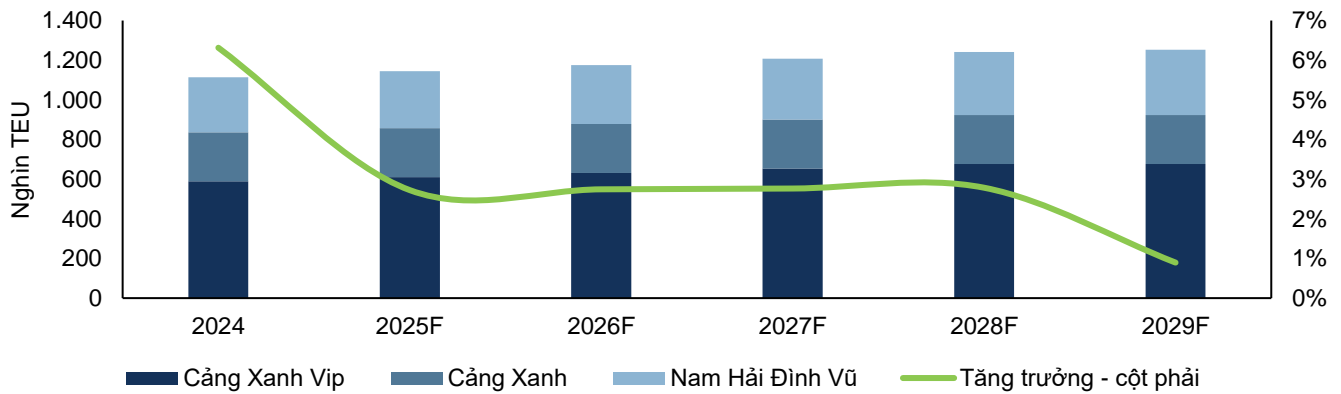
Dự phóng sản lượng hàng container qua cảng của VSC tăng chậm do chịu áp lực cạnh tranh trong khu vực.

Chúng tôi cho rằng VSC sẽ ngày càng khó thu hút các hãng tàu quốc tế về cảng trước áp lực cạnh tranh đang gia tăng tại Hải Phòng. Do đó, doanh nghiệp sẽ phải dần chuyển hướng sang đón các hãng tàu nội địa (có mức giá xếp dỡ chỉ bằng 36% so với xếp dỡ cho tàu quốc tế) nhằm gia tăng sản lượng.

Sản lượng tại hai cảng hạ nguồn của VSC là Xanh Víp và Nam Hải Đình Vũ dự kiến sẽ có mức tăng trưởng chậm +3,5%/năm do chịu áp lực cạnh tranh với cảng Nam Đình Vũ, vốn có lợi thế vị trí địa lý tốt hơn và dự kiến tiếp tục mở rộng công suất giai đoạn 3 trong năm 2026. Dự phóng hiệu suất hai cảng này sẽ đạt lần lượt 84% và 60% trong năm 2029.

Sản lượng tại cảng Xanh dự phóng sẽ đi ngang giai đoạn 2025 – 2029, duy trì hiệu suất ở mức 82% trong bối cảnh các cảng thượng nguồn ngày càng kém cạnh tranh khi các hãng tàu dần dịch chuyển tuyến tàu xuống hạ nguồn nhờ duy trì nhiều chính sách tiếp thị và hoa hồng cho hãng tàu.

Dự phóng sản lượng hàng container thông qua cảng của VSC

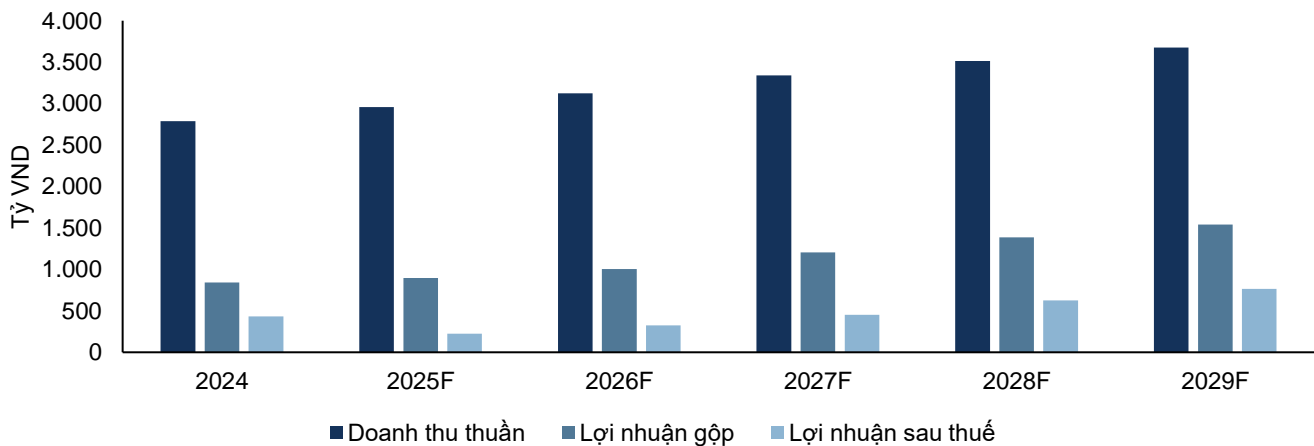


Nguồn: FPT S Research

Ngoài ra, các hoạt động logistics ngoài cảng của VSM, GIC và các mạng khác dự phóng sẽ có mức tăng trưởng +7,6%/năm thúc đẩy bởi nhu cầu hỗ trợ cho hoạt động cảng biển và tăng trưởng chung của ngành kho bãi và vận tải.

2. Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng kết quả kinh doanh của VSC



Nguồn: FPT S Research

Qua đó, doanh thu thuần của VSC năm 2025 và 2026 kỳ vọng đạt lần lượt 2.958 tỷ VND (+6,1% YoY) và 3.124 tỷ VND (+5,6% YoY) do sản lượng hàng container qua cảng của doanh nghiệp tăng chậm, cùng việc dự kiến mức giá dịch vụ xếp dỡ tại cảng của VSC sẽ không đổi trong năm 2025 do áp lực cạnh tranh cảng gia tăng. Doanh thu thuần của VSC dự phóng có mức tăng trưởng kép +5,7%/năm giai đoạn 2024 – 2029.

Cùng với đó, biên lợi nhuận gộp dự phóng đi ngang ở mức 30,3% năm 2025 do ghi nhận thêm chi phí khấu hao từ Nam Hải Đình Vũ và dần cải thiện từ 33,8% năm 2026 (+1,8 đpt YoY) lên mức 41,9% năm 2029 nhờ việc cắt giảm chi phí thuê ngoài khi hiệu suất các cảng cải thiện.

Chúng tôi dự kiến chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của VSC năm 2025 sẽ tiếp tục ở mức cao ngang năm trước, đạt lần lượt 5,5% và 6,5% doanh thu thuần nhằm duy trì các ưu đãi giữ chân hãng tàu trong bối cảnh áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt. Tuy vậy, tỷ lệ hai khoảng chi phí dự kiến sẽ giảm xuống 4,6% và 4,3% đến năm 2029 nhờ việc thúc đẩy hoạt động kinh doanh logistics ngoài cảng. Đồng thời, VSC cũng sẽ phải ghi nhận thêm 45 tỷ VND (khoảng 1,5% doanh thu thuần) chi phí khấu hao lợi thế thương mại khi mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ.

Chi phí lãi vay năm 2025 dự phóng chỉ tăng nhẹ +6,7% YoY và đi ngang năm 2026 do VSC đảo các khoản nợ vay với lãi suất thấp hơn. Tỷ lệ khả năng chi trả lãi vay của VSC dự kiến đạt mức thấp nhất 2,1x năm 2025 và cải thiện dần lên mức 5,6x năm 2029 khi hiệu suất các cảng tăng dần giúp cải thiện dòng tiền.

Thêm nữa, chúng tôi dự kiến lãi lỗ công ty liên doanh/liên kết của VSC năm 2025 dự kiến chưa mang lại lợi nhuận do hiệu suất cảng VIMC vẫn ở mức thấp.

Lợi nhuận sau thuế của VSC năm 2025 dự phóng đạt 225 tỷ VND (-48,2% YoY) do không còn ghi nhận lợi nhuận từ việc đánh giá lại khoản đầu tư và chịu áp lực khấu hao khi hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ. Nếu không bao gồm khoản lãi bất thường, lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến chỉ giảm -33,7% YoY.

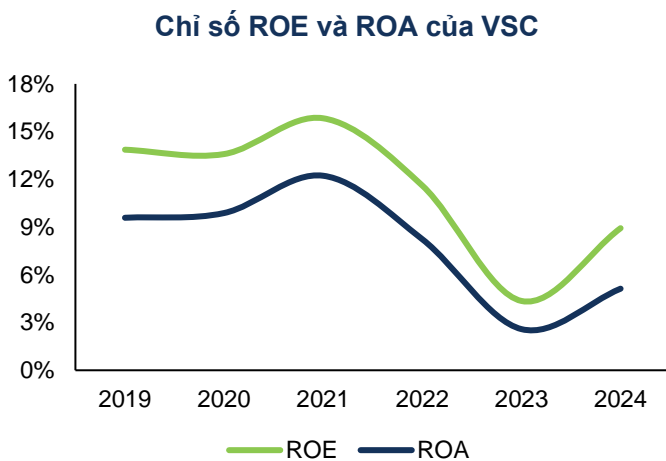
Lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự phóng đạt 324 tỷ VND (+43,8% YoY) nhờ sản lượng của VSC tiếp tục đà tăng trong khi chi phí cho các hoạt động thuê ngoài giảm dần. Dự phóng đến năm 2029, lợi nhuận sau thuế của VSC sẽ có mức tăng trưởng CAGR = +9,3%/năm giai đoạn 2024 – 2029.

VI. YẾU TỐ THEO DÕI (QUAY LẠI)

1. Áp lực cạnh tranh gia tăng tại cảng biển Hải Phòng

Nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện có lợi thế cạnh tranh và triển vọng tốt hơn nhờ đáp ứng được xu hướng nâng kích cỡ tàu. Với việc mở rộng +200% công suất trong năm 2025, các hãng tàu sẽ có thêm dư địa để dịch chuyển về nhóm cảng này, gây dư thừa công suất tại nhóm cảng sông Cấm. Trong khi đó, các cảng của VSC không có lợi thế về vị trí địa lý tốt như cảng Nam Đình Vũ tại hạ nguồn sông khiến cho VSC khó duy trì thị phần và nâng cao hiệu suất cho cảng Nam Hải Đình Vũ để bù lại khoản tiền lớn bỏ ra để thực hiện thương vụ mua lại.

2. Giảm hiệu quả sử dụng vốn do liên tục phát hành cho các dự án kém hiệu quả



Nguồn: VSC

VSC đã liên tục huy động vốn cho việc thực hiện các dự án mới thông qua vay nợ và phát hành cổ phiếu. Trong giai đoạn 2019 – 2024, vốn góp chủ sở hữu của VSC đã có mức tăng gấp hơn 5 lần, từ 551 tỷ VND lên 2.868 tỷ VND. Tổng tài sản tại năm 2024 đã tăng +231%, trong khi lợi nhuận sau thuế của VSC (đã loại trừ lợi nhuận đánh giá lại khoản đầu tư chỉ tăng 47% đã khiến chỉ số ROE của giảm mạnh và mới hồi phục trở lại vào năm 2024. Điều này là do (1) chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh để duy trì các tuyến tàu về cảng, (2) chi phí lãi vay tăng mạnh do đẩy mạnh nợ vay cho các dự án mới và (3) các dự án như khách sạn Hyatt Place, cảng VIMC Đình Vũ hay cảng Nam Hải Đình Vũ chưa mang lại lợi nhuận. Tỷ lệ ROE năm 2023 của VSC vì vậy chỉ đạt 4,4% và cải thiện về mức 8,9% năm 2024 (nhưng vẫn thấp hơn so với năm 2019).

Hơn nữa, chi phí mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ ở mức cao cũng khiến VSC sẽ phải ghi nhận chi phí khấu hao lợi thế thương mại và quyền sử dụng đất tương đối lớn, khiến hiệu quả sử dụng vốn của VSC dự kiến khó cải thiện trong giai đoạn tới.

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 khi nguồn vốn mới không được sử dụng hiệu quả. Chúng tôi ước tính tỷ lệ ROE năm 2025 của VSC giảm xuống còn 3,4% (-5,5 đpt YoY) do (1) chi phí khấu hao tăng từ cảng Nam Hải Đình Vũ và (2) không còn ghi nhận lợi nhuận bất thường từ việc đánh giá lại khoản đầu tư, và chỉ số ROE cải thiện lên mức 5,9% năm 2026 thúc đẩy bởi kỳ vọng hiệu suất các cảng dần cải thiện.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ (QUAY LẠI)

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, mức giá mục tiêu xác định cho cổ phiếu VSC là **19.500 VND/cp**, cao hơn **9,6%** so với mức giá đóng cửa ngày 20/03/2025 và khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VSC. Mức giá mục tiêu này cao hơn 5,0% so với mức định giá đã điều chỉnh tại [Báo cáo cập nhật tin tức tháng 05/2024](#) (18.577 VND/cp).

Kết quả định giá

STT	Tổng hợp định giá	Kết quả	Hệ số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	19.131	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	19.792	50%
Giá trị bình quân		19.462	

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: FPT Research

Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo chi tiết
THEO DÕI	03/2023	Báo cáo cập nhật tin tức
THEO DÕI	05/2024	Báo cáo cập nhật tin tức

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình	05/2024	03/2025	Giá định mô hình	05/2024	03/2025
WACC	12,99%	12,80%	Phần bù rủi ro	10,37%	9,39%
Chi phí sử dụng nợ	11,65%	9,5%	Hệ số Beta	1,11	1,15
Chi phí sử dụng VCSH	14,33%	14,59%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,82%	2,69%	Thời gian dự phóng	10 năm	10 năm

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	6.524.903
(+) Tiền và đầu tư tài chính	1.352.965
(-) Vay nợ	1.950.053
Giá trị vốn chủ sở hữu	5.927.815
Số lượng cổ phiếu VSC (triệu cp)	299,5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	19.792
Tổng hợp định giá FCFE	
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu	5.729.892
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	19.131

VIII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2.788	2.958	3.124	3.340
- Giá vốn hàng bán	(1.944)	(2.063)	(2.120)	(2.133)
Lợi nhuận gộp	843	895	1.004	1.206
- Chi phí bán hàng	(153)	(163)	(144)	(154)
- Chi phí quản lí DN	(183)	(237)	(239)	(242)
Lợi nhuận HĐKD	508	495	621	811
-Lãi/(Lỗ) HĐTC	212	(9)	(14)	(31)
- Lãi/(Lỗ) LDLK	(28)	(26)	(28)	(29)
LN trước thuế, lãi vay	692	460	580	750
- Chi phí lãi vay	(167)	(178)	(176)	(184)
Lợi nhuận trước thuế	525	281	404	565
- Thuế TNDN	(90)	(56)	(81)	(113)
Lợi nhuận sau thuế	435	225	324	452
EPS (đ)	1.393	540	863	1.203

Khả năng sinh lợi	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,3%	30,3%	32,1%	36,1%
Tỷ suất LNST	12,1%	5,2%	7,9%	10,3%
ROE DuPont	9,1%	3,4%	5,9%	9,2%
ROA DuPont	5,2%	2,0%	3,4%	5,1%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	24,8%	15,5%	18,6%	22,4%
LNST/LNTT	75,8%	61,2%	69,7%	75,4%
LNTT / EBIT	64,1%	55,0%	61,2%	61,0%
Vòng quay tổng tài sản	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x
Đòn bẩy tài chính	1,8x	1,7x	1,7x	1,8x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
Thanh toán hiện hành	2,5x	3,1x	2,5x	3,0x
Thanh toán nhanh	2,5x	3,1x	2,4x	3,0x
Thanh toán tiền mặt	1,9x	2,4x	1,6x	2,0x
Nợ / Tài sản	0,4x	0,3x	0,4x	0,3x
Nợ / VCSH	0,6x	0,5x	0,6x	0,5x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,1x	0,1x	0,2x	0,1x
Nợ dài hạn / VCSH	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x

CĐKT	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	1.353	1.727	1.052	1.213
+ Các khoản phải thu	355	370	406	501
+ Hàng tồn kho	47	41	42	43
+ Tài sản ngắn hạn khác	56	72	74	75
Tổng tài sản ngắn hạn	1.812	2.210	1.575	1.831
+ Nguyên giá TSCĐHH	3.611	3.283	2.980	2.786
+ Khấu hao lũy kế	6.522	6.607	6.659	6.761
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	-2.911	-3.324	-3.679	-3.976
+ Đầu tư tài chính dài hạn	759	759	759	759
+ Tài sản dài hạn khác	1.612	1.508	1.431	1.327
Tổng tài sản dài hạn	5.984	5.551	5.171	4.872
Tổng tài sản	7.795	7.761	6.746	6.703
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Vay và nợ ngắn hạn	300	268	233	171
+ Phải trả người bán	402	427	392	416
Nợ ngắn hạn	715	709	640	602
+ Vay và nợ dài hạn	1.650	1.472	1.347	1.223
+ Nợ dài hạn khác	534	495	509	480
Nợ dài hạn	2.184	1.967	1.856	1.703
Tổng nợ	2.899	2.676	2.496	2.305
+ Vốn điều lệ	2.868	2.868	2.868	2.868
+ Thặng dư	39	39	39	39
+ LN chưa phân phối	720	784	(173)	(207)
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	375	445	521	629
Vốn chủ sở hữu	4.896	5.085	4.250	4.399
Tổng cộng nguồn vốn	7.795	7.761	6.746	6.703

Hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	53,63	44,71	45,33	49,57
Số ngày tồn kho	7,18	7,85	7,20	7,28
Số ngày phải trả	63,14	73,36	70,51	69,14
Thời gian luân chuyển tiền	(2,3)	(20,8)	(18,0)	(12,3)
COGS / Hàng tồn kho	66,9x	43,5x	51,4x	50,3x

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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

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 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