

**CTCP CONTAINER VIỆT NAM (HSX: VSC)**
**Hiệu quả hoạt động giảm sút khi bối cảnh XNK không thuận lợi**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	520	507	2,5%	507	2,6%
Lợi nhuận sau thuế	53	80	-33,6%	92	-41,6%
EBIT	99	111	-10,1%	135	-26,3%
Tỷ suất EBIT	19,1%	21,8%	-2,7 pps	26,6%	-7,5 pps

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

**KQKD Q4/2022 – Kém khởi sắc bởi dòng chảy thương mại suy yếu**

- Tổng sản lượng container giảm 6% YoY xuống 237.000 TEUs. Trong đó, cảng Green và VIP Green lần lượt ghi nhận 70.000 TEUs (-3% YoY) và 167.000 TEUs (-7% YoY). Sản lượng tăng trưởng âm do dòng chảy thương mại suy yếu của toàn thế giới.
- Dù sản lượng container sụt giảm, VSC ghi nhận doanh thu đạt 520 tỷ đồng (+3% YoY) nhờ vào những dịch vụ khác (đại lý logistics, dịch vụ sửa chữa, vệ sinh container) ước tính tăng trưởng 20% YoY.
- Biên lợi nhuận gộp và biên LNST lần lượt bị thu hẹp 4 pps và 6 pps so với quý trước về 29% và 10% do hợp nhất công ty con ICD QBS hoạt động chưa hiệu quả và lỗ 11 tỷ đồng từ công ty liên kết VIMC Đình Vũ (Q3-FY22 ghi nhận lãi 4 tỷ đồng).

**Triển vọng 2023 – Gặp nhiều thử thách khi nhu cầu XNK vẫn còn yếu**

- Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng thông quan hai cảng Green và VIP Green đi ngang so với năm 2022, đạt 947.000 TEUs (+0% YoY). Tổng sản lượng xếp dỡ container của VSC sẽ đạt 1.070.000 TEU (+10% YoY) với kế hoạch công ty chuyển toàn bộ lượng hàng từ PTSC Đình Vũ về cảng mục tiêu để khai thác.
- Mặc dù sản lượng xếp dỡ container tăng trưởng nhưng chúng tôi dự phóng doanh thu thuần giảm 1,6% YoY về còn 1.974 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng hai lĩnh vực vận tải ô tô và đại lý logistics là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng trong năm 2022 đã qua giai đoạn cao điểm khi giá cước nhiên liệu đầu vào hạ nhiệt và nhu cầu XNK hàng hóa container chưa tích cực.
- LNST cổ đông công ty mẹ đạt 135 tỷ đồng (-80% YoY)** đến từ (1) công ty con được hợp nhất hoạt động chưa hiệu quả (ICD QBS), (2) chi phí tài chính tăng mạnh và (3) dự kiến công ty liên kết VIMC Đình Vũ tiếp tục lỗ. EPS dự báo cho năm 2023 đạt 1.129 đồng (-56% YoY).

**Định giá và khuyến nghị**

Trong bối cảnh hoạt động thương mại thế giới đang tương đối ảm đạm, cùng với những dự án đầu tư mới chưa mang lại hiệu quả khiến VSC phải đối mặt với những thử thách rất lớn để có thể tăng trưởng. Năm 2023, VSC tiếp tục đầu tư mở rộng quy mô cảng biển để đón chờ giai đoạn hồi phục của XNK. Dù vậy, sự cạnh tranh tại Hải Phòng có thể trở nên căng thẳng hơn do có thêm hai cảng nước sâu tại Lạch Huyện vào năm 2025 có thể khiến tốc độ lấp đầy công suất chậm hơn kỳ vọng.

Kết hợp FCFE (50%) và P/B (50%), giá mục tiêu của chúng tôi cho VSC là **29.200 đồng/cổ phiếu**. Cùng với cổ tức tiền mặt dự kiến là 1.000 đồng, tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng là 7% dựa trên giá đóng cửa ngày 12/04/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu VSC.

**TÍCH LŨY +7%**

Giá thị trường (VND)	28.200
Giá mục tiêu (VND)	29.200

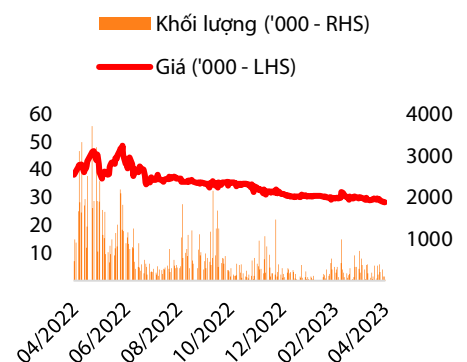
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.000
------------------------	-------

\*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

**Thông tin cổ phiếu**

Ngành	Cảng biển
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.432
SLCPDLH (triệu CP)	121
KLGD bình quân 20 phiên	174.715
Free Float (%)	91,66
Giá cao nhất 52 tuần	50.000
Giá thấp nhất 52 tuần	28.150
Beta	0,67

	FY2021	FY2022
EPS	3.181	2.592
Tăng trưởng EPS (%)	46	-10
EPS điều chỉnh	1.284	1.153
P/E	29,9	25,2
P/B	1,6	1,3
EV/EBITDA	5,2	6,5
Tỷ suất cổ tức	1,3	3,3
ROE (%)	13,34	11,3

**Diễn biến giá**

**Cổ đông lớn (%)**

CTCP vận tải biển SAFI	2,05
Đoàn Quang Huy	3,25
Khác	94,69
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,97

**Cao Ngọc Quân**

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

[quan.cn@vdsc.com.vn](mailto:quan.cn@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q4/2022**

(Tỷ đồng)	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu	520	507	2,5%	507	2,6%
Lợi nhuận gộp	152	165	-7,9%	164	-7,2%
Chi phí bán hàng và quản lý	53	55	-3,4%	29	80,0%
Thu nhập HĐKD	99	111	-10,1%	135	-26,3%
EBITDA	91	217	-58,2%	168	-45,9%
EBIT	99	111	-10,1%	135	-26,3%
Chi phí tài chính	4	0	24267,6%	1	333,1%
- Chi phí lãi vay	1	-	n/a	-	n/a
Khấu hao	9	107	-108,0%	33	-125,8%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	92	120	-23,4%	125	-26,6%
Lợi nhuận sau thuế	53	80	-33,6%	92	-41,6%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	53	80	-33,6%	92	-41,6%

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4/2022**

Chỉ tiêu	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi</b>					
TS lợi nhuận gộp	29,3%	32,6%	-3,3 pps	32,4%	-3,1 pps
EBITDA/Doanh thu	17,5%	42,8%	-25,4 pps	33,1%	-15,7 pps
EBIT/Doanh thu	19,1%	21,8%	-2,7 pps	26,6%	-7,5 pps
TS lợi nhuận ròng	10,3%	15,9%	-5,6 pps	18,1%	-7,8 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	17,6%	23,6%	-6,0 pps	24,7%	-7,0 pps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	52	51	1,2	65	-12,4
-Khoản phải thu	3,7	4,4	-0,7	8,7	-5,0
-Khoản phải trả	1,5	1,2	0,3	1,3	0,2
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	13,5%	8,4%	5,1 pps	9,0%	4,6 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt (\*) thường niên hóa

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q1/2023**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY23	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	444	-15%	-5%
Lợi nhuận gộp	124	-18%	-23%
EBIT	83	-16%	-31%
LNST	31	-43%	-66%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

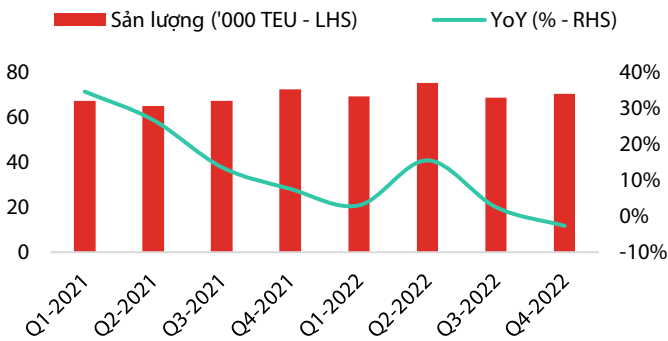
**Luận điểm Q1/2023:**

- Dự phóng sản lượng container Q1-FY23 đạt 224.000 TEUs (-16% YoY) do nhu cầu XNK hàng hóa container suy yếu. Các mảng dịch vụ không cốt lõi là bệ đỡ giúp doanh thu không giảm quá nhanh.
- Hợp nhất ICD QBS hoạt động chưa hiệu quả khiến cho lợi nhuận gộp giảm mạnh svck (ICD QBS bắt đầu được hợp nhất kể từ Q3-FY22).
- LNST giảm mạnh do bắt đầu trích trước chi phí lãi vay cho năm nay.

**Cập nhật KQKD Q4-FY2022**

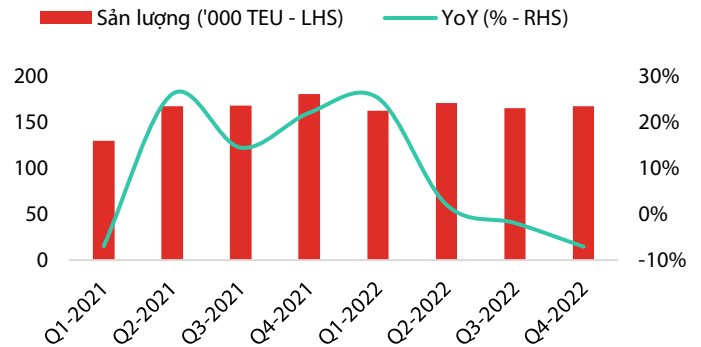
**Sản lượng container suy giảm tại cả hai cảng Green và VIP Green.** Tổng sản lượng container Q4-FY22 của VSC đạt 237.000 TEUs (-6% YoY), trong đó sản lượng tại cảng Green và VIP Green lần lượt ghi nhận 70.000 TEUs (-3% YoY) và 167.000 TEUs (-7% YoY). Tổng số chuyến tàu cập cảng ước tính hàng tuần trong Q4-FY22 tại cảng Green và VIP Green ổn định trong khoảng 12 – 13 lượt/tuần, trong đó số chuyến tàu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Hong Kong, Đài Loan chiếm tỷ trọng lên tới 74%. Chúng tôi ước tính giá trị XNK hàng hóa container đường biển Q4/2022 của Việt Nam với các quốc gia trên chỉ đạt 21,6 tỷ USD (-9% YoY) (hình 6). Chịu ảnh hưởng từ nhu cầu suy yếu của thế giới, chỉ số PMI tại các đối tác thương mại chính duy trì thấp hơn mức 50 điểm trong nửa cuối năm 2022 cho thấy các công ty nước ngoài không mở rộng sản xuất (hình 7). Điều này dẫn tới sản lượng hàng hóa container thông qua hai cảng của VSC trong Q4-FY22 tăng trưởng âm so với cùng kỳ.

**Hình 1: Sản lượng thông qua cảng Green**



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Sản lượng thông qua cảng VIP Green**

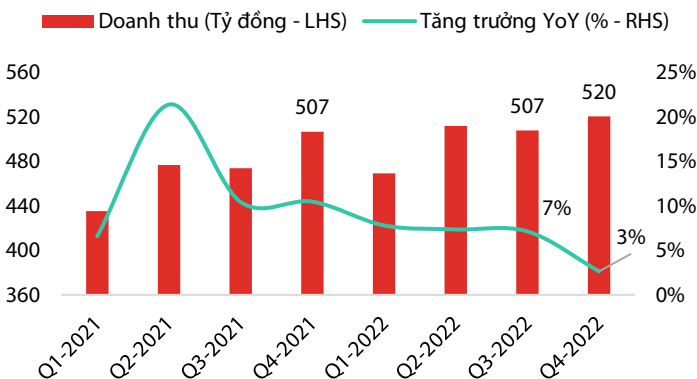


Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

**Dù sản lượng xếp dỡ container suy giảm nhưng doanh thu vẫn tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ những dịch vụ khác ngoài bốc xếp container.** KQKD Q4-FY22 ghi nhận doanh thu thuần và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 520 tỷ đồng (+3% YoY, +2% QoQ) và 53,4 tỷ đồng (-42% YoY, -34% QoQ).

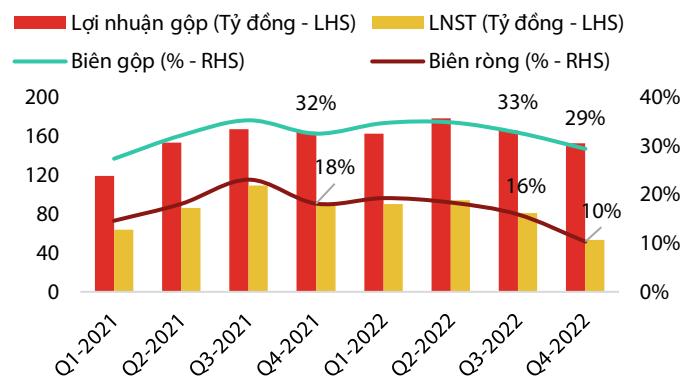
- Trong Q4/2022, chúng tôi ước tính doanh thu từ hoạt động khác ngoài bốc xếp container (dịch vụ quản lý hàng hóa, thực hiện thủ tục khai báo Hải quan, nộp thuế thay cho chủ hàng, dịch vụ sửa chữa, vệ sinh container) tăng trưởng ở mức 20% svck, là nhân tố chính hỗ trợ tăng trưởng doanh thu của VSC.
- Biên lợi nhuận gộp Q4-FY22 của VSC ghi nhận mức 29% (-4 pps QoQ và -3 pps YoY) do hợp nhất KQKD của công ty con là ICD QBS đang hoạt động chưa hiệu quả.
- Mặc dù chi phí bán hàng và chi phí quản lý giảm nhẹ 3% so với quý trước, nhưng công ty lại ghi nhận khoản lỗ 11 tỷ đồng từ công ty liên kết VIMC Đình Vũ (trong khi Q3/2022 ghi nhận lãi 4 tỷ đồng) khiến cho biên LNST giảm mạnh xuống 10%, giảm 6 pps so với quý trước và giảm 8 pps so với cùng kỳ.

**Hình 3: Doanh thu giảm tốc trong Q4-2022**



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Lợi nhuận và biên lợi nhuận thu hẹp đáng kể**



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

**Công ty thực hiện đầu tư vào lĩnh vực khách sạn.** Trong Q4-FY22, thông qua hai công ty con là Logistics Xanh và Cảng Xanh, VSC phát sinh khoản vay dài hạn với giá trị lên tới 700 tỷ đồng trong vòng 20 năm, để cùng với CTCP tập đoàn T&D Group (công ty chuyên về lĩnh vực bất động sản thuộc sở hữu của bà Đoàn Thị Tơ – đại diện nhóm cổ đông lớn nắm quyền kiểm soát tại VSC) góp vốn đầu tư dự án khách sạn Hyatt Place. Đây là khách sạn có vị trí tại trung tâm thành phố Hải Phòng, tổng mức đầu tư dự kiến là 1.424 tỷ đồng, trong đó VSC và T&D Group lần lượt đóng góp 824 tỷ đồng và 600 tỷ đồng. T&D Group sẽ đứng ra là đơn vị sở hữu và có trách nhiệm thanh toán cho VSC theo lịch trình sau:

- Thanh toán phần vốn góp đầu tư:
  - Từ 2024 - 2027: thanh toán tối thiểu 5 tỷ đồng/năm.
  - Từ 2028 – 2034: thanh toán tối thiểu 15 tỷ đồng/năm.
  - Sau năm 2035: thanh toán tối thiểu 34,25 tỷ đồng/năm.
- Thanh toán phần lợi nhuận từ khoản đầu tư:
  - Trong 8 năm đầu tiên, **mỗi công ty con sẽ được hưởng 45%** dòng tiền từ lợi nhuận sau thuế và khấu hao của dự án.
  - Các năm tiếp theo, lợi nhuận sẽ được phân chia theo tỷ lệ vốn góp ban đầu cho tới khi VSC hoàn vốn đầu tư.

Chúng tôi chưa phản ánh triển vọng từ dự án đầu tư khách sạn vào kết quả định giá cho đến khi có thêm những thông tin chi tiết hơn.

### Cập nhật ĐHCĐ 2023

#### Kế hoạch về lợi nhuận năm 2023 giảm mạnh do tác động từ lãi vay và hoạt động tại công ty con, công ty liên kết chưa hiệu quả

Mặc dù, triển vọng ngành tương đối khó khăn nhưng VSC vẫn đặt kế hoạch về doanh thu tăng trưởng 12% YoY và sản lượng tại cảng tăng 15% YoY nhờ vào đóng góp mới từ cảng mục tiêu.

Tuy nhiên, kế hoạch LNTT chỉ là 260 tỷ đồng (-45% so với thực hiện năm 2022) do:

- Công ty con được hợp nhất hoạt động chưa hiệu quả (ICD QBS),
- Dự báo ảnh hưởng bởi lãi vay ngân hàng để thực hiện chương trình đầu tư là 200 tỷ đồng. Quý 4/2022, VSC phát sinh khoản vay dài hạn 700 tỷ đồng có thời hạn 20 năm với mục đích phục vụ cho hoạt động đầu tư khách sạn của công ty. Mặc dù khoản vay này được ân hạn gốc 15 tháng và lãi 12 tháng nhưng công ty thực hiện trích trước chi phí lãi vay và không loại trừ khả năng VSC tiếp tục vay nợ thêm làm tăng chi phí lãi vay trong năm 2023.
- Khoản lỗ đầu tư vào công ty liên kết (VIMC Đình Vũ) là 40 tỷ đồng.

#### Bảng 1: Kế hoạch năm 2023

Mảng kinh doanh	Đơn vị	2022	+/- YoY %	Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch 2022	Kế hoạch 2023	+/- YoY %
<b>Sản lượng</b>						
Bốc xếp tại cảng	TEU	1.002.327	-7%	100%	1.150.000	15%
Bốc xếp tại Depot	TEU	763.897	-25%	73%	800.000	5%
Bốc xếp kho	m <sup>3</sup>	1.240.447	12%	103%	1.200.000	-3%
Vận chuyển ô tô	TEU	1.113.166	-10%	86%	1.300.000	17%
Đại lý container	TEU	42.461	-30%	68%	5.500	-87%
Logs	TEU	8.859	25%	128%	18.500	109%
<b>Tài chính</b>						
Doanh thu	Tỷ đồng	2.007	6%	106%	2.250	12%
LNTT	Tỷ đồng	474	-1%	95%	260	-45%

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

**Thương vụ M&A cảng mục tiêu dự kiến hoàn tất trong Q2/2023.** Chúng tôi cho rằng, công ty mục tiêu của VSC là CTCP cảng Nam Hải Đình Vũ, đang sở hữu cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) khi mà GMD đã công bố quyết định chuyển nhượng toàn bộ cổ phần tại NHĐV và ghi nhận khoản đặt cọc 1.000 tỷ đồng trong Q4/2022. Cũng trong Q4/2022, VSC cùng với Công ty TNHH Thương mại và đầu tư Đoàn Huy (công ty liên quan tới nhóm cổ đông lớn của bà Đoàn Thị Tơ tại VSC) đặt cọc 1.000 tỷ đồng để mua lại cảng mục tiêu, trong đó VSC đóng góp 300 tỷ đồng.

**VSC cũng đã thông qua kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1, giá chào bán là 10.000 VNĐ/cổ phiếu**, dự kiến đợt phát hành sẽ thực hiện trong Q4/2023. Dự kiến VSC sẽ thu về **1.200 tỷ đồng** từ đợt phát hành để phục vụ cho việc đầu tư chi phối công ty mục tiêu. Sau khi hoàn thành việc phát hành tăng vốn, VSC sẽ đứng ra chi phối lại công ty mục tiêu.

Cảng NHĐV nằm ở khu vực Hải Phòng có khả năng đón các tàu có trọng tải lên tới 48.000 DWT và công suất thiết kế 550.000 TEU/năm. VSC đang trong giai đoạn thực hiện thương vụ M&A và dự kiến sẽ hoàn thành trong Q2/2023. Theo dự thảo về phương án sử dụng vốn từ đợt phát hành, giá trị cho thương vụ này dự kiến khoảng 2.250 tỷ đồng.

Sau khi hoàn tất thương vụ M&A, VSC dự kiến sẽ chuyển hàng hóa container được khai thác tại cảng PTSC Đình Vũ về cảng NHĐV. Theo chúng tôi ước tính, sản lượng container của VSC đang còn khai thác tại PTSC Đình Vũ khoảng 100.000 TEU.

**Hình 5: Nếu thương vụ M&A thành công, chuỗi cảng biển kéo dài sẽ giúp VSC dễ dàng trong việc vận hành và sắp xếp lịch tàu**



Nguồn: Google Maps, CTCK Rồng Việt

**Kế hoạch phân phối lợi nhuận của năm 2022 và tăng vốn trong năm 2023.** VSC thông qua kế hoạch phân phối lợi nhuận năm 2022 với tỷ lệ 20%. Trong đó, VSC đã trả **cổ tức đợt 1 bằng tiền mặt với tỷ lệ 10%** trong năm 2022, dự kiến **cổ tức đợt 2 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 10%** sẽ thực hiện trong năm 2023.

**Triển vọng trong năm 2023**

**Đối diện với những thử thách chung của ngành bởi nhu cầu XNK vẫn còn yếu**

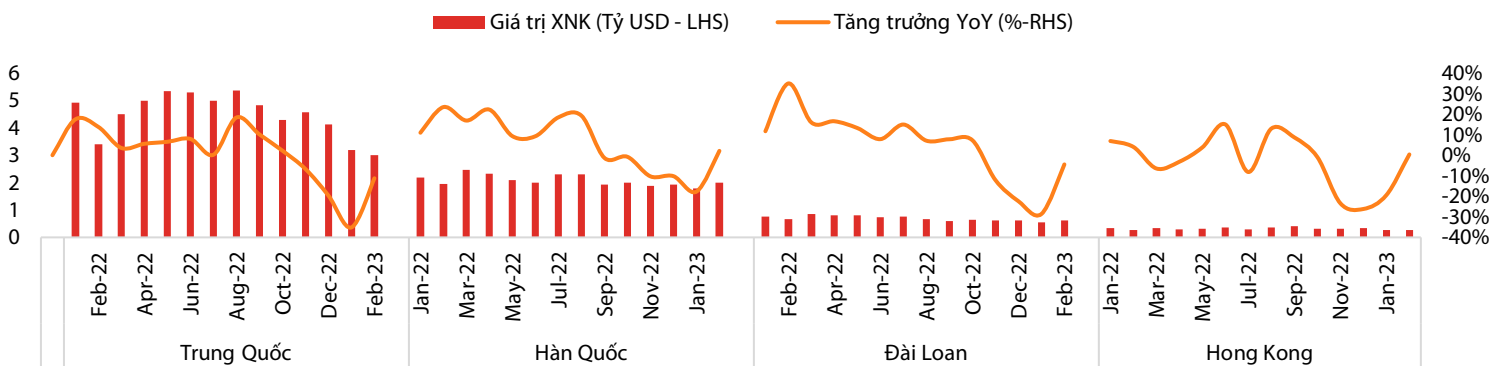
Lũy kế hai tháng đầu năm, ước tính giá trị XNK hàng hóa container đường biển giữa Việt Nam và Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan, Hong Kong tương đối âm ảm, giá trị ước tính đạt 11,7 tỷ USD (-19% YoY) (hình 6). Chỉ số PMI - thể hiện kế hoạch mở rộng sản xuất của các nhà quản lý để phù hợp với nhu cầu tiêu thụ hàng hóa - tại các quốc gia nói trên duy trì dưới mức 50 điểm trong 2H2022 cho thấy nhu cầu tương đối yếu trong những tháng đầu năm 2023. Dù cho, chỉ số PMI của tháng 3/2023 của các quốc gia nói trên đã giảm trở lại dưới mức 50 điểm sau khi có những dấu hiệu phục hồi trong tháng trước (ngoại trừ Trung Quốc) nhưng chúng tôi kỳ vọng đây chỉ là bước lùi tạm thời và nhu cầu hàng hóa có thể hồi phục giúp dòng chảy thương mại có thể khả quan hơn trong 2H2023 (hình 7).

Kỳ vọng rằng thị trường XNK hàng hóa container đường biển có thể hồi phục trong nửa cuối năm, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng thông quan hai cảng Green và VIP Green đi ngang so với năm 2022, đạt 947.000 TEUs (+0% YoY). Tổng sản lượng xếp dỡ container của VSC sẽ đạt 1.070.000 TEUs (+10% YoY) với kế hoạch công ty chuyển toàn bộ lượng hàng từ PTSC Đình Vũ về cảng NHĐV để khai thác.

Nhìn chung, KQKD năm 2023 của VSC tương đối âm ảm bởi vì (1) xu hướng XNK không ủng hộ cho mảng kinh doanh cốt lõi tăng trưởng, (2) biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp do những dự án đầu tư mới như ICD QBS, cảng NHĐV chưa mang lại hiệu quả, và (3) Chi phí lãi vay tăng cao.

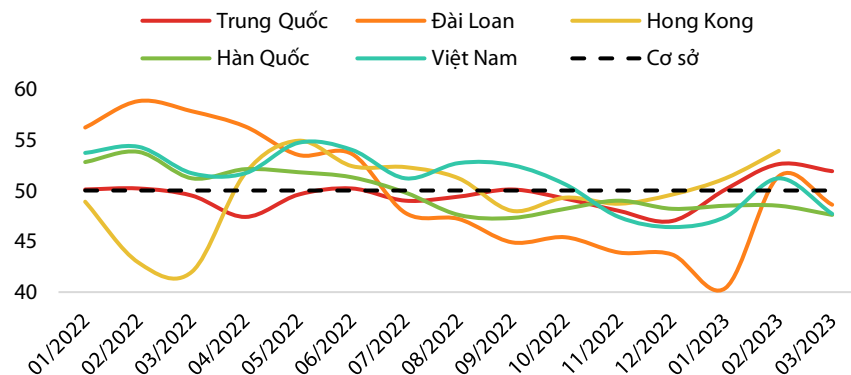
Trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy kế hoạch mở rộng thêm công suất cảng biển của VSC nhằm đón chờ sự hồi phục trở lại của thị trường XNK, tuy nhiên khả năng có thể lấp đầy công suất cảng NHĐV sẽ gặp phải nhiều thử thách do sự cạnh tranh tại Hải Phòng sẽ càng thêm căng thẳng khi có thêm (1) cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 đi vào hoạt động kể từ đầu năm 2023 và (2) hai cảng nước sâu là Lạch Huyện bến 3&4 và bến 5&6 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2025.

**Hình 6: Ước tính giá trị XNK hàng hóa container bằng đường biển với các đối tác thương mại Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan, Hong Kong**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Chỉ số PMI của Việt Nam và những đối tác thương mại**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Dự phóng 2023F-24F**
**Bảng 2: Dự phóng 2023-24F**

Đơn vị: Tỷ đồng	2023F	YoY %	Giải định
<b>Doanh thu</b>	<b>1.974</b>	<b>-1,6%</b>	
Bốc xếp container	996	2%	Sản lượng hai cảng Green và VIP Green được kỳ vọng đi ngang đạt 947.000 TEUs (+0% YoY) và những đóng góp mới từ cảng NHDV giúp cho doanh thu tăng trưởng nhẹ.
Dịch vụ lưu trữ, kho bãi	154	7%	Sản lượng container tại kho và Depot dự phóng đạt 2.050.000 TEUs (+2% YoY) nhờ có thêm hàng container chuyển về từ PTSC và những đóng góp mới của cảng ICD QBS.
Vận tải ô tô	439	-5%	Sản lượng vận tải ô tô dự phóng đạt 1.177.000 TEUs (+6% YoY) được hưởng lợi khi VSC chuyển hàng từ cảng ngoài về để khai thác. Tuy nhiên, doanh thu tăng trưởng âm bởi vì giá cước vận tải ô tô có xu hướng giảm khi giá nhiên liệu đã hạ nhiệt.
Dịch vụ khác	385	-10%	Chúng tôi giải định dịch vụ đại lý Logistics tăng trưởng âm do nhu cầu XNK hàng hóa container chưa tích cực.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>554</b>	<b>-16%</b>	Lợi nhuận gộp suy giảm do hoạt động chưa hiệu quả của công ty con (ICD QBS và NHDV) mới được hợp nhất.
Chi phí bán hàng và quản lý	183	-1%	
<b>EBIT</b>	<b>370</b>	<b>-22%</b>	
Thu nhập tài chính	23	-33%	Thu nhập tài chính đến từ lãi tiền gửi và các khoản đầu tư ngắn hạn. Chúng tôi không phản ánh cổ tức nhận được từ dự án đầu tư khách sạn trong năm 2023.
Chi phí tài chính	83	1550%	Chúng tôi phản ánh chi phí theo kế hoạch trích trước lãi vay của công ty, dù cho khoản vay dài hạn 700 tỷ được ân hạn gốc và lãi vay lần lượt là 15 tháng và 12 tháng.
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	-22	12%	Theo kế hoạch của VSC, VIMC Đình Vũ sẽ thực hiện trích khấu hao toàn bộ tài sản trong năm nay. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, VIMC Đình Vũ sẽ không lỗ nhiều như dự kiến của VSC do năm nay VIMC Đình Vũ đã có những tuyến tàu trong nội Á.
<b>LNTT</b>	<b>288</b>	<b>-40%</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	78	0%	Lợi ích cổ đông thiểu số đến từ công ty Cảng Xanh VIP với tỷ trọng 90%. Dự phóng KQKD của Cảng Xanh VIP duy trì ổn định dẫn tới lợi ích cổ đông thiểu số đi ngang so với cùng kỳ.
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>135</b>	<b>-80%</b>	
<b>EPS (đồng)</b>	<b>1.110</b>	<b>-80%</b>	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Định giá**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp FCFF (50%) và P/B (50%) để xác định giá mục tiêu một năm cho VSC. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng mức chi phí sử dụng vốn bình quân là 11,62% và hệ số tăng trưởng (g) là 1% để xác định giá trị của dòng tiền vĩnh viễn.

Đối với phương pháp P/B, chúng tôi áp dụng hệ số P/B là 1,2x với giá trị sổ sách dự báo cho năm 2023 là 21.056 VNĐ/cổ phiếu. Dựa trên mức định giá P/B trung bình trong giai đoạn 2013 – 2017 là 1,3x (giai đoạn VSC có thêm cảng mới là VIP Green đi vào hoạt động) và giai đoạn 2019 – 2020 là 1,1x (giai đoạn hai cảng đều hoạt động tối đa công suất và xảy ra chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, bùng phát dịch COVID).

Chúng tôi đưa ra giá hợp lý đối với cổ phiếu VSC là 29.200 đồng/cổ phiếu, cộng thêm mức cổ tức tiền mặt 10% dự kiến của năm 2023, tương đương với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 7%, dựa trên giá đóng cửa ngày 12/04/2023.

**Bảng 3: Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu bình quân
FCFF (WACC: 11,6%; g: 1%)	33.043	50%	16.522
P/B (1,2x)	25.267	50%	12.633
<b>Tổng</b>		<b>100%</b>	<b>29.155</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 4: FCFF dự phóng**

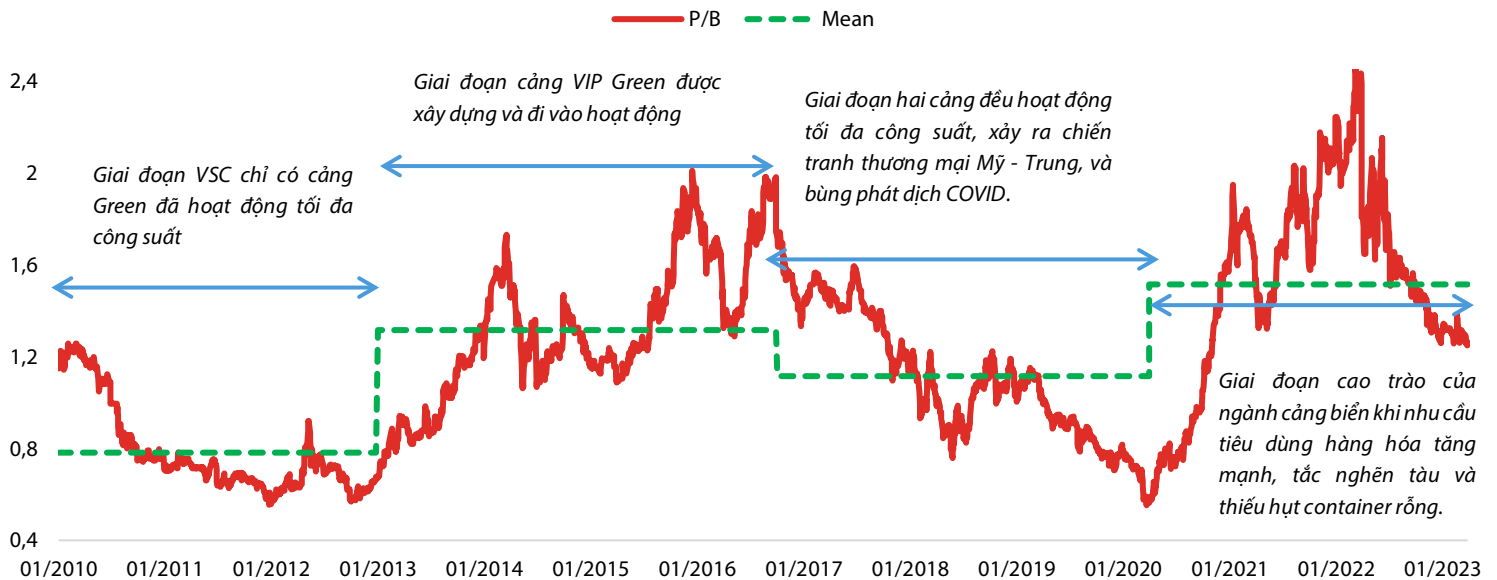
Dòng tiền FCFF (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận ròng	137	209	269	331	563
+ Khấu hao	271	278	286	294	131
+ Lãi vay sau thuế	70	55	52	49	46
- Thu nhập tài chính	23	27	33	41	49
- Thay đổi vốn lưu động	-326	10	2	2	41
- Capex	972	100	100	100	100
<b>FCFF</b>	<b>-191</b>	<b>405</b>	<b>471</b>	<b>531</b>	<b>549</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 5: Giả định về chi phí sử dụng vốn bình quân**

Chi phí sử dụng vốn bình quân	FCFF	Tỷ đồng
Beta	0,67	Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy
Lãi suất phi rủi ro	3,8%	Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối kỳ
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	12%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền
Chi phí vốn chủ sở hữu	11,8%	(-) Nợ
Chi phí nợ	12%	<b>Giá trị hợp lý của doanh nghiệp</b>
Thuế suất	15,8%	Số lượng cổ phiếu (triệu)
Tỷ trọng nợ	13%	<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	87%	<b>33.043</b>
<b>WACC</b>	<b>11,62%</b>	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Lịch sử định giá P/B của VSC**


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



**Bảng 6: Chỉ số định giá của các công ty cùng ngành**

Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Doanh thu 2022 (Tỷ đồng)	LNTT 2022 (Tỷ đồng)	ROA (%)	ROE (%)	Div. yield (%)	P/B trailing (x)	P/E trailing (x)	EV/EBITDA trailing (x)
GMD	15.973	3.915	1.308	8,32	13,82	2,28	2,31	17,47	12,17
PHP	5.722	611	273	9,31	13,2	2,27	1,31	10,1	5,13
DVP	2.156	584	345	18,91	20,57	9	1,56	7,61	3,59
DXP	289	107	53	7,51	7,78	N.A	0,51	8,34	5,59
SGP	2.682	1.112	241	3,65	7,92	5,04	1,06	13,46	8,31
<b>Trung vị</b>	<b>2.682</b>	<b>611</b>	<b>273</b>	<b>8,32</b>	<b>13,2</b>	<b>3,66</b>	<b>1,31</b>	<b>10,10</b>	<b>5,59</b>
<b>Trung bình</b>	<b>5.364</b>	<b>1.266</b>	<b>444</b>	<b>9,54</b>	<b>12,66</b>	<b>4,65</b>	<b>1,35</b>	<b>11,40</b>	<b>6,96</b>
<b>VSC</b>	<b>3.432</b>	<b>2.007</b>	<b>477</b>	<b>8,23</b>	<b>11,77</b>	<b>3,44</b>	<b>1,23</b>	<b>10,92</b>	<b>6,20</b>

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, dựa trên giá đóng cửa ngày 12/04/2023

<i>Tỷ đồng</i>					<i>Tỷ đồng</i>				
<b>KQ HKKD</b>	<b>FY2021</b>	<b>FY2022</b>	<b>FY2023F</b>	<b>FY2024F</b>	<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY2021</b>	<b>FY2022</b>	<b>FY2023F</b>	<b>FY2024F</b>
Doanh thu thuần	1.892	2.007	1.974	2.064	Tiền	1.014	360	53	108
Giá vốn	1.290	1.349	1.421	1.447	Đầu tư tài chính ngắn hạn	99	239	100	100
<b>Lãi gộp</b>	<b>602</b>	<b>659</b>	<b>553</b>	<b>617</b>	Các khoản phải thu	232	560	283	298
Chi phí bán hàng	48	79	75	79	Tồn kho	21	28	28	29
Chi phí quản lý	81	105	108	111	Tài sản ngắn hạn khác	77	118	90	94
Thu nhập từ HĐTC	13	35	23	27	Tài sản cố định hữu hình	807	820	1.510	1.332
Chi phí tài chính	2	5	83	65	Tài sản cố định vô hình	6	6	7	7
Lợi nhuận khác	-6	-7	0	0	Đầu tư tài chính dài hạn	506	487	464	448
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>483</b>	<b>477</b>	<b>288</b>	<b>373</b>	Tài sản dài hạn khác	504	1.748	1.968	1.895
Thuế TNDN	69	84	74	84	<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.266</b>	<b>4.367</b>	<b>4.503</b>	<b>4.310</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	64	79	78	81	Tiền hàng phải trả & ứng trước	263	221	270	275
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>350</b>	<b>314</b>	<b>137</b>	<b>209</b>	Vay và nợ ngắn hạn	0	208	328	1
EBIT	473	474	370	427	Vay và nợ dài hạn	0	700	665	630
EBITDA	666	676	641	705	Khoản phải trả ngắn hạn khác	1	32	0	0
				%	Quỹ khen thưởng, phúc lợi	6	5	15	23
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2021</b>	<b>FY2022</b>	<b>FY2023F</b>	<b>FY2024F</b>	Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>Tăng trưởng</b>					<b>TỔNG NỢ</b>	<b>270</b>	<b>1.166</b>	<b>1.278</b>	<b>929</b>
Doanh thu	12,0	6,1	-1,6	4,5	Vốn đầu tư của CSH	1.136	1.252	1.373	1.373
Lợi nhuận HKKD	20,4	1,4	-5,2	10,1	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
EBIT	47,8	0,3	-22,0	15,3	Lợi nhuận giữ lại	660	664	558	634
Lợi nhuận sau thuế	45,7	-10,2	-56,4	52,5	Khoản thu nhập khác	0	1	1	1
Tổng tài sản	32,9	33,7	23,4	0,2	Quỹ đầu tư phát triển	826	876	876	876
Vốn chủ sở hữu	46,0	6,5	44,0	-1,1	<b>TỔNG VỐN</b>	<b>2.622</b>	<b>2.793</b>	<b>2.809</b>	<b>2.884</b>
<b>Khả năng sinh lợi</b>					<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>374</b>	<b>408</b>	<b>417</b>	<b>498</b>
LN gộp / Doanh thu	31,8	32,8	28,0	29,9	<b>CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>FY2021</b>	<b>FY2022</b>	<b>FY2023F</b>	<b>FY2024F</b>
EBITDA/ Doanh thu	35,2	33,7	32,4	34,2	EPS (đồng/cp)	1.284	1.153	914	1.394
EBIT/ Doanh thu	25,0	23,6	18,7	20,7	P/E (x)	29,9	25,2	31,8	20,8
LNST/ Doanh thu	18,5	15,7	6,9	10,1	BV (đồng/cp)	11.917	23.032	21.056	21.621
ROA	10,7	7,2	3,0	4,8	P/B (x)	1,6	1,3	1,4	1,3
ROE	15,7	12,0	9,5	10,6	DPS (đồng/cp)	500	1.000	1.000	1.000
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				(lần)	Tỷ suất cổ tức (%)	1,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Vòng quay kh. phải thu	8,1	3,6	7,0	6,9	<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ</b>	<b>Giá</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Bình quân</b>	
Vòng quay HTK	61,1	48,1	50,0	50,0	FCFF	33.043	50%	16.522	
Vòng quay kh. phải trả	4,9	6,1	5,3	5,3	P/B	25.267	50%	12.633	
<b>Khả năng thanh toán</b>				(lần)	<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b>	<b>100%</b>	<b>29.155</b>		
Hiện hành	5,5	3,0	0,9	2,3	<b>LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>Giá</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Thời gian</b>	
Nhanh	5,4	3,0	0,9	2,2	12/04/2023	29.200	TÍCH LŨY	1 năm	
<b>Cấu trúc tài chính</b>									
Tổng nợ/ Vốn CSH	0,0	32,5	35,3	21,9					
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	7,5	11,7	0,0					

**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**
**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1313)  
 • Thị trường  
 • BĐS Khu công nghiệp

**Trần Hà Xuân Vũ**  
**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1512)  
 • Dầu khí  
 • Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**  
**Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)  
 • Ngân hàng  
 • Bảo hiểm  
 • Vật liệu xây dựng

**Đỗ Thanh Tùng**  
**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1521)  
 • Hàng không  
 • Logistics  
 • Thị trường

**Nguyễn Thị Ngọc An**  
**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1541)  
 • Thực phẩm & Đồ uống  
 • Ô tô & Phụ tùng

**Lê Tự Quốc Hưng**  
**Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1546)  
 • Thị trường  
 • Bất động sản KCN

**Nguyễn Hồng Loan**  
**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1531)  
 • Bán lẻ  
 • Thủy sản  
 • Thực phẩm & Đồ uống

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
**Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)  
 • Tiện ích công cộng  
 • Ngân hàng

**Cao Ngọc Quân**  
**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (2223)  
 • Cảng biển  
 • Dược

**Trịnh Thị Thu Hoài**  
**Analyst**

hoai.ttt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1545)  
 • Dệt may  
 • Tiện ích công cộng

**Bernard Lapointe**  
**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

**Trần Thị Hà My**  
**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006  
 • Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Hà Trinh**  
**Senior Consultant**

trinh.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

**Trần Thị Ngọc Hà**  
**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

**Bùi Đặng Cát Khánh**  
**Assistant**

khanh.bdc@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon  
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn

F (+84) 28 6291 7986 W www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006

F (+84) 24 6288 2008

### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,  
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006

F (+84) 25 8382 0008

### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578

F (+84) 29 2381 8387

### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

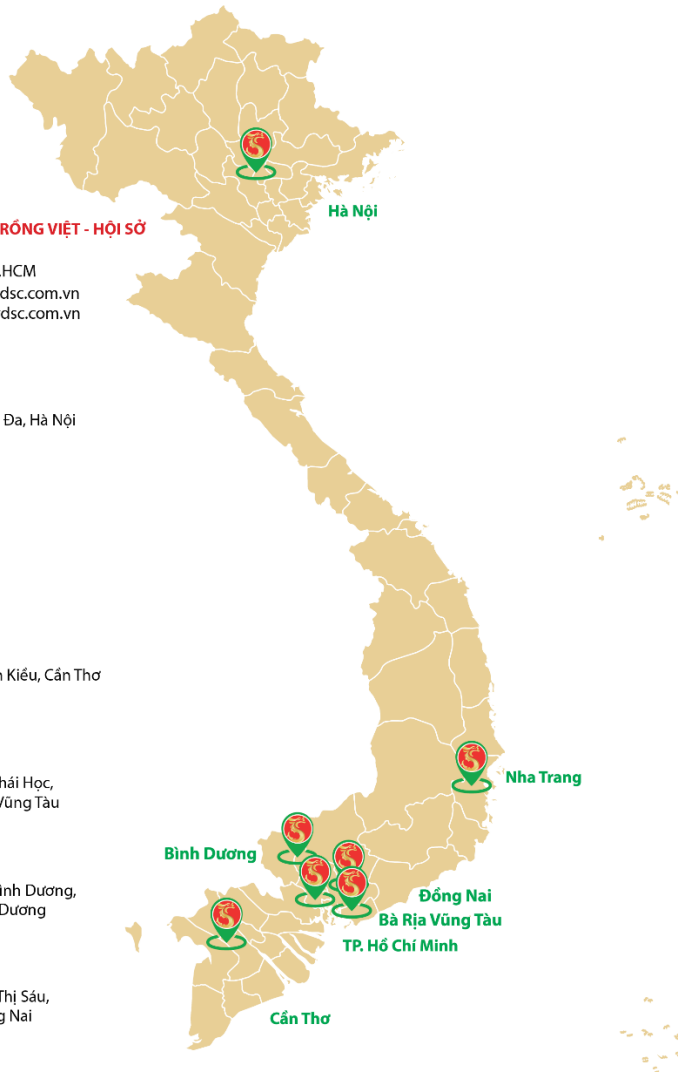
Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2023.**