

**VSC – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 07/04/2022)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	43.500
KLGD TB 10 ngày	1.082.330
Vốn hoá (tỷ đồng)	4.795
Số lượng CPLH	110.245.596

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

**Phạm Hồng Quân**

phquan@vcbs.com.vn  
+84-4 3936 6990 ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**TIẾN TỚI HÌNH THÀNH MỘT HOLDINGS**  
**NGÀNH LOGISTICS HÀNG HẢI**

- **Kỳ vọng tăng trưởng tích cực tại cảng VIP Green** khi áp lực cạnh tranh trong khu vực xung quanh cảng không còn nhiều và hưởng lợi từ: (1) Tăng trưởng sản lượng hàng hóa tại Hải Phòng; (2) Chuyển dịch mục đích hoạt động của nhóm cảng thượng nguồn; (3) Nguồn hàng từ cổ đông chiến lược.
- **Động lực từ cảng VIMC Đình Vũ:** Trong năm 2021, VSC đã hoàn tất mua lại 36% cổ phần tại cảng VIMC Đình Vũ (Vinalines Đình Vũ). Cảng dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ Q3.2022 và kỳ vọng mang đến động lực đáng kể đến lợi nhuận và gia tăng hiệu quả vận hành hệ thống cảng của VSC trong các năm tới.
- **Tiến tới hình thành một holdings ngành logistics hàng hải:** Công ty đang nhanh chóng thực hiện các thương vụ mua bán – sáp nhập và tiến tới xây dựng một holdings ngành logistics hàng hải có quy mô lớn và bao phủ phần lớn các mắt xích của chuỗi dịch vụ trong vòng 2-3 năm tới.

**Đánh giá:** Trong giai đoạn 2022-2024, VSC kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng của KQKD cùng với: (1) Xu hướng tích cực của sản lượng hàng hóa thông qua cảng và nhu cầu dịch vụ logistics tại khu vực Hải Phòng; (2) Bắt đầu có đóng góp lợi nhuận từ các khoản đầu tư mới. VCBS đánh giá cao triển vọng dài hạn của VSC khi doanh nghiệp đang liên tục thực hiện các thương vụ M&A và dần nâng tầm doanh nghiệp thành một trong những holdings ngành logistics hàng hải có quy mô lớn nhất cả nước, qua đó mở ra tiềm năng tăng trưởng dồi dào trong giai đoạn tới.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2022 của VSC đạt **2.200 tỷ đồng (+16,3% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **414 tỷ đồng (+18,2% yoy)**, tương ứng với EPS là **3.759 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VSC với mức định giá hợp lý là **62.965 VNĐ/ cổ phiếu**.

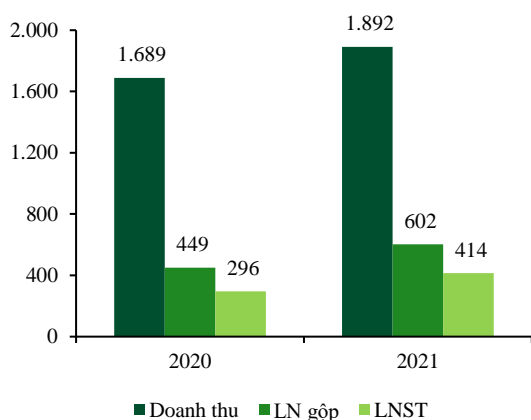
Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022F	2023F
DTT (tỷ đồng)	1.689	1.892	2.200	2.353
+/- yoy (%)	-5,79%	12,04%	16,28%	6,93%
LN thuộc về cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	240	350	414	482
+/- yoy (%)	2,67%	45,67%	18,20%	16,59%
TS LN góp (%)	26,60%	31,84%	32,59%	35,48%
TS LN ròng (%)	17,55%	21,87%	22,79%	24,79%
EPS - TTM (đồng)	4.358	3.174	3.759	4.383

## CẬP NHẬT KQKD

**Trong năm 2021, doanh thu thuần đạt 1.892 tỷ đồng (+12,0% yoy) cùng với:** (1) Sự phục hồi đã tăng trưởng của sản lượng hàng hóa và nhu cầu logistics khu vực Hải Phòng; (2) Áp lực cạnh tranh tại khu vực xung quanh các cảng của VSC (GreenPort và VIP Green) không còn nhiều. Đặc biệt, doanh thu dịch vụ logistics ngoài cảng (depot, vận tải, lưu kho) ghi nhận mức tăng trưởng mạnh (+55,1% yoy) khi doanh nghiệp liên tục gia tăng năng lực và vị thế trong việc cung cấp chuỗi dịch vụ logistics đầy đủ.

**LNST năm 2021 tăng trưởng 39,6% so với cùng kì và đạt 414 tỷ đồng.** Biên lợi nhuận gộp cải thiện tích cực so với cùng kì nhờ: (1) Đặc điểm ngành vận hành cảng với phần lớn chi phí (khấu hao, nhân công, dịch vụ mua ngoài,...) không mở rộng nhiều khi doanh thu tăng trưởng; (2) Chi phí dịch vụ mua ngoài tiếp tục duy trì ở mức thấp khi doanh nghiệp đã cải thiện đáng kể hiệu quả vận hành và điều phối tàu vào cảng, do đó hạn chế chuyển tải tới cảng PTSC Đình Vũ.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của VSC (đv: tỷ đồng)**



**Hình 2: Xu hướng biên lợi nhuận gộp của VSC**



Nguồn: VSC, VCBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

### Kỳ vọng tăng trưởng tích cực tại cảng VIP Green

Với vị trí nằm tại khu vực trung nguồn sông Cấm (Hải Phòng) và công suất thiết kế lên đến 600.000 TEU/năm, cảng VIP Green là cảng có quy mô lớn nhất và là nguồn đóng góp quan trọng đến KQKD của VSC. Trong giai đoạn 2018-2020, cảng VIP Green cùng với các cảng trung nguồn sông Cấm (Cảng Đình Vũ, Tân Vũ, Nam Hải Đình Vũ) chịu áp lực không nhỏ đến nguồn hàng và hiệu quả kinh doanh đến từ xu hướng dịch chuyển của các hãng tàu xuống các cảng sâu về hạ nguồn và khu vực Lạch Huyện.

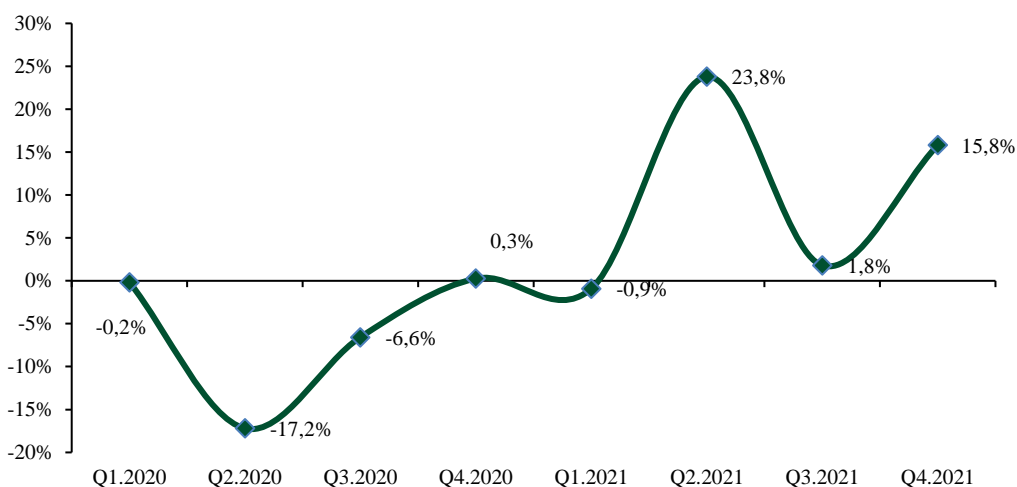
Tuy vậy, xu thế dịch chuyển trên về cơ bản đã kết thúc từ giữa năm 2020 và nhóm cảng trung nguồn trong đó có VIP Green đã ghi nhận xu thế tăng trưởng trở lại về sản lượng và doanh thu. VCBS đánh giá sản lượng qua cảng VIP Green sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực trong giai đoạn vài năm tới xét tới các yếu tố:

- Sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển khu vực Hải Phòng kỳ vọng mức tăng trưởng 2 chữ số khi: (1) Hoạt động sản xuất và thu hút nguồn vốn FDI khôi phục tích cực sau

giai đoạn dịch bệnh; (2) Nhiều khu công nghiệp lớn tại miền Bắc đi vào giai đoạn hoàn tất đầu tư hạ tầng và bắt đầu đón khách thuê trong năm 2022-2023.

- Cùng với xu hướng thúc đẩy đầu tư công, UBND Thành phố Hải Phòng đã đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng các cảng nội thành để phục vụ các dự án giao thông. Qua đó, các cảng trung nguồn sông Cấm trong đó có VIP Green sẽ hưởng lợi từ nguồn hàng container dịch chuyển từ khu vực thượng nguồn khi các cảng container khu vực trên chuyển sang phục vụ hàng rời – thay thế cho các cảng trong nội thành hiện nay.
- VIP Green sở hữu lợi thế về nguồn hàng từ cổ đông chiến lược Evergreen – hãng tàu có lưu lượng hàng hóa lớn tại khu vực Hải Phòng.

**Hình 3: Tăng trưởng doanh thu của cảng VIP Green**



*Nguồn: VGR, VCBS tổng hợp*

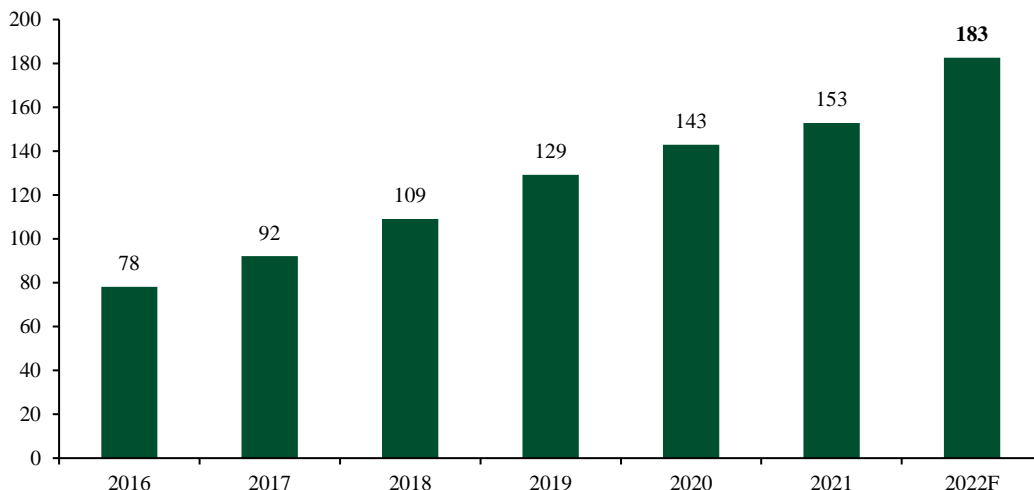
### **Động lực từ cảng VIMC Đình Vũ**

Trong năm 2021, VSC đã hoàn tất mua lại 36% cổ phần tại cảng VIMC Đình Vũ (Vinalines Đình Vũ) và chính thức trở thành cổ đông lớn thứ 2 tại cảng này chỉ sau Vinalines. Với công suất thiết kế khoảng 500.000 TEU/ năm và dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ Q3.2022, cảng VMIC Đình Vũ kỳ vọng có thể bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của VSC từ năm 2023 và gia tăng đáng kể hiệu quả vận hành hệ thống cảng của VSC trong các năm tới. Cụ thể:

- Là một cảng container nằm về hạ nguồn sông Cấm, sát cửa biển với độ sâu luồng nước lớn, cảng VIMC Đình Vũ có nhiều lợi thế trong việc thu hút nguồn hàng khi phần lớn hãng tàu có xu hướng gia tăng dần trọng tải đội tàu.
- Áp lực cạnh tranh tại khu vực hạ nguồn sông Cấm dự báo giảm mạnh từ năm 2022 khi: (1) Điều chỉnh quy hoạch cảng Lạch Huyện giúp hạn chế cạnh tranh giữa cảng nước sâu với nhóm cảng sông; (2) Đặc điểm phần lớn lưu lượng tàu biển tại khu vực Hải Phòng di chuyển trên những tuyến hàng hải tương đối ngắn, kết nối tới các nước Đông Á nên các hãng tàu thường sử dụng tàu container cỡ vừa và mang đến nhu cầu lớn cho hệ thống cảng sông; (3) Nhiều cảng khu vực trung nguồn tiến tới giới hạn công suất thiết kế.
- Việc sở hữu cổ phần liên kết tại một cảng hạ nguồn mang đến cho VSC khả năng chuyển tải khi các cảng chính không thể tiếp nhận tàu, qua đó gia tăng lợi thế cạnh tranh của nhóm cảng

trong việc điều động tàu.

**Hình 4: Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Hải Phòng (dv: triệu tấn)**



*Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, VCBS*

#### **Tiến tới hình thành một holdings ngành logistics hàng hải**

VSC hiện là một trong số ít doanh nghiệp sở hữu chuỗi logistics hàng hải tương đối đầy đủ với hệ thống hạ tầng kho vận, bãi container – vận tải – cảng biển có hiệu quả hoạt động cao thông qua các công ty con, công ty liên kết và tập trung chủ yếu tại khu vực Hải Phòng. Công ty đang nhanh chóng thực hiện các thương vụ mua bán – sáp nhập và tiến tới xây dựng một holdings ngành logistics hàng hải có quy mô lớn và bao phủ phần lớn các mắt xích của chuỗi dịch vụ trong vòng 2-3 năm tới. Cụ thể:

- Trong năm 2022, VSC có kế hoạch tăng góp vốn tại công ty con GLC (TNHH MTV Trung tâm Logistics Xanh) nhằm thực hiện mua lại cảng cạn Quảng Bình – Đình Vũ (Hải Phòng). Công ty dự kiến có thể hoàn tất mua lại và bắt đầu hợp nhất kết quả kinh doanh ngay từ Q3.2022. Việc sở hữu thêm một bãi depot sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả luân chuyển hàng hóa giữa các đơn vị thành viên của VSC và giải tỏa bớt một phần công suất khi cảng GreenPort và VIP Green đang tiến tới giới hạn công suất thiết kế.
- Cùng với quá trình gia tăng hợp tác và tham gia quản trị của các cổ đông lớn là các doanh nghiệp logistics trên địa bàn Hải Phòng, Vinconship định hướng đẩy mạnh phát triển hạ tầng hậu cần logistics trên địa bàn để phát huy lợi thế chuỗi.
- Bên cạnh việc mua lại 36% cổ phần cảng VIMC Đình Vũ, VSC duy trì tham vọng tham gia góp vốn đầu tư một cảng nước sâu khu vực Lạch Huyện với tỷ lệ sở hữu ít nhất 36%.

Sau khi hoàn thành kế hoạch đầu tư, VSC về cơ bản sẽ hoàn thành hệ thống logistics hàng hải có quy mô hàng đầu cả nước bên cạnh Gemadept, Tân Cảng Sài Gòn và Vinalines. Chiến lược tập trung đầu tư trên địa bàn Hải Phòng giúp VSC: (1) Khai thác tốt hiệu quả dịch vụ hỗ trợ từ các đơn vị thành viên và đối tác chiến lược; (2) Gia tăng lợi thế địa phương, qua đó nâng cao vị thế đàm phán, khả năng giành quyền phát triển dự án mới và mua lại các doanh nghiệp trên địa bàn.

**Bảng 1: Danh mục hệ thống hạ tầng logistics của VSC tại Hải Phòng**

Dịch vụ	Đơn vị thành viên	Lợi ích của VSC
Đại lý, khai báo hải quan, vận tải	GS Lines (TNHH MTV Vận tải biển Ngôi Sao Xanh)	100%
Vận tải, kho vận	GLC (TNHH MTV Trung tâm Logistics Xanh)	100%
Bãi depot	GIC (CTCP Đầu tư Dịch vụ và Phát triển Xanh)	66%
Cảng biển	Cảng GreenPort	100%
Cảng biển	Cảng VIP Green	74%
Cảng biển	Cảng PTSC Đình Vũ	22%
Cảng biển	Cảng VIMC Đình Vũ	36%

*Nguồn: VSC, VCBS tổng hợp*

Đồng thời, việc mở rộng quy mô hệ thống công ty thành viên và năng lực dịch vụ trên nhiều công đoạn của chuỗi logistics hàng hải mở ra cơ hội cho VSC trong việc dẫn IPO các mảng kinh doanh của tập đoàn, qua đó cải thiện khả năng huy động vốn cho các dự án đầu tư và tiềm năng đánh giá lại giá trị tài sản khi các doanh nghiệp lên sàn chứng khoán.

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong giai đoạn 2022-2024, VSC kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng của KQKD cùng với: (1) Xu hướng tích cực của sản lượng hàng hóa thông qua cảng và nhu cầu dịch vụ logistics tại khu vực Hải Phòng; (2) Bắt đầu có đóng góp lợi nhuận từ các khoản đầu tư mới. VCBS đánh giá cao triển vọng dài hạn của VSC khi doanh nghiệp đang liên tục thực hiện các thương vụ M&A và dần nâng tầm doanh nghiệp thành một trong những holdings ngành logistics hàng hải có quy mô lớn nhất cả nước, qua đó mở ra tiềm năng tăng trưởng dồi dào trong giai đoạn tới.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2022 của VSC đạt **2.200 tỷ đồng (+16,3% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **414 tỷ đồng (+18,2% yoy)**, tương ứng với EPS là **3.759 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VSC với mức định giá hợp lý là **62.965 VNĐ/ cổ phiếu**.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích và Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích Doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Phạm Hồng Quân**  
Chuyên viên  
Phân tích  
phquan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630