Ngành: Cảng biển| BSC RESEARCH

CTCP CONTAINER VIỆT NAM (HSX: VSC)
VỊ THẾ ĐÃ THAY ĐỔI. TRIỂN VỌNG NGẮN HẠN KHÓ KHĂN DO KINH TẾ TOÀN CẦU CHẬM LẠI

KHUYẾN NGHỊ **N/A**

Giá hiện tại:	**30,200**	Ngày viết báo cáo:	28/12/2022	**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**	
Giá mục tiêu trước đây		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	121	CTCP ĐẠI LÝ VT SAFI	4.5%
Giá mục tiêu mới:	**31,000**	Vốn hóa (tỷ VND)	3,819	CTCP ĐẦU TƯ SAO Á D.C	4.96%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân	344,813	CT TNHH QUỸ TM HOLDING	4.33%
Tiềm năng tăng giá		Sỡ hữu nước ngoài	4.59%		

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh (Hàng không, Cảng biển)
minhpq@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý năm 2023 của VSC là **31,000 VNĐ/CP**, dựa trên phương pháp P/E mục tiêu = 10x, chiết khấu 12% so với P/E trung bình năm 2021 – 2022 = 11-12x, do **(1)** mức tăng trưởng lợi nhuận thấp và **(2)** mặt bằng lãi suất đang tăng cao trong năm 2023. Trong dài hạn, BSC cho rằng mức định giá này có thể thay đổi, khi (1) vị thế VSC tăng lên & (2) VSC bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhờ khai thác hiệu quả các tài sản M&A. Tuy nhiên, đối với triển vọng ngắn hạn (1) hoạt động xuất nhập khẩu chậm lại, (2) tiến độ M&A cảng mới chưa rõ, BSC giữ quan điểm tương đối thận trọng.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo VSC ghi nhận doanh thu đạt 1,979 tỷ VND (+5% yoy), NPATMI đạt 332 tỷ VND (-5% yoy), tương đương EPS FWD = 3,015 VND/CP, P/E FWD = 10.2x, P/B FWD = 1.0x. **Trong năm 2023, BSC dự báo VSC ghi nhận doanh thu đạt 1,904 tỷ VND (-4% yoy), NPATMI = 342 tỷ VND (+3% yoy),** tương đương EPS FWD = 3,110 VND/CP, P/E FWD = 9.9x**,** P/B FWD = 0.9x, dựa trên các giả định chính sau:

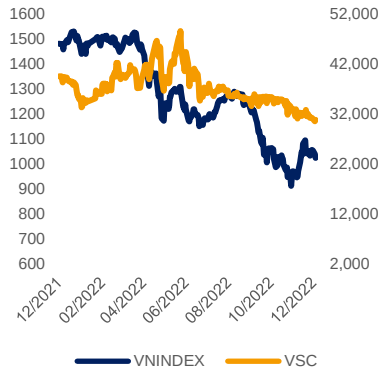
- **Mảng bốc dỡ:** Sản lượng -4% yoy do (1) kinh tế toàn cầu chậm lại, (2) cạnh tranh cao tại HP. Giá đi ngang trong năm 2022/23.
- **Mảng Lưu bãi, chạy lạnh**: Sản lượng – 4% yoy do kinh tế toàn cầu chậm lại**,** Giá đi ngang trong năm 2022/23
- **Mảng Vận tải & khác:** Doanh thu vận tải -4% yoy trong năm 2022/23 dựa trên giả định sản lượng giảm theo sản lượng bốc dỡ tại cảng chính
- **Biên lợi nhuận gộp = 35.8%** dựa trên giả định DVMN/SL -8% do giá dầu giảm (kịch bản giá dầu 2023 = 80 USD/BBL (-20% yoy)).
- **Lỗ từ VIMC Đình Vũ = -40 tỷ VNĐ** trong năm 2023.
- **Chi phí SG&A/ doanh thu = 10%,** tăng +3 điểm % do tăng chi phí từ ICD.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023: **Sản lượng giảm trong năm 2023 do (1) kinh tế toàn cầu chậm lại, (2) cạnh tranh quay trở lại**.

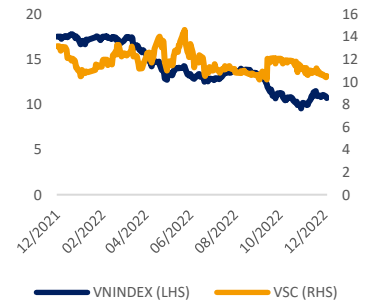
CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- **Lũy kế 9T.2022, VSC ghi nhận DTT = 1,488 tỷ VNĐ (+7% yoy), NPATMI = 264 tỷ VNĐ (+2% yoy).** Trong đó: (1) DT Vận tải ước + 23% yoy do giá tăng; (2) DT Bốc dỡ cảng -5% yoy, nhờ sản lượng -6% yoy, giá đi ngang.
- **9T.2022, biên lợi nhuận gộp tăng 2 điểm % svck** do tiết giảm chi phí dịch vụ mua ngoài ở cảng svck. So với Q2.2022, biên LNG trong Q3 giảm 2 điểm %. BSC cho rằng nguyên nhân đến từ ghi nhận lỗ từ cảng ICD mới. **Chi phí SG&A + 32% yoy** do cảng ICD mới đi vào hoạt động từ đầu Q3. Chi phí tăng mạnh, khiến cho LNTT chỉ +9% yoy.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2021	2022F	Peer	VN-Index
PE (x)	**10.2**	9.9	10.7	10.0
PB (x)	**1.0**	0.9	1.3	1.54
ROE (%)	**12%**	10%	16.3%	15.5%
ROA (%)	**11%**	9%	12.8%	2.5%

KQKD	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,689	1,892	1,979	1,904
Lợi nhuận gộp	449	602	664	682
NPATMI	240	350	332	342
EPS	4,349	6,348	3,015	3,110
Tăng trưởng EPS	2%	46%	-53%	3%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T.2022

Hình 1: Cập nhật KQKD của VSC trong 9T.2022

KQKD	Q3.2021	Q3.2022	%YoY	9T.2021	9T.2022	%YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	**474**	**507**	**7%**	**1,386**	**1,488**	**7%**	**Lũy kế 9T.2022, VSC ghi nhận DTT = 1,488 tỷ VNĐ (+7% yoy), NPATMI = 264 tỷ VNĐ (+2% yoy).** Trong đó: (1) DT Vận tải ước + 23% yoy do giá tăng (2) DT Bốc dỡ cảng -5% yoy, nhờ sản lượng -6% yoy, giá đi ngang. **9T.2022, biên lợi nhuận gộp tăng 2 điểm % svck** do tiết giảm chi phí dịch vụ mua ngoài ở cảng svck. So với Q2.2022, biên LNG trong Q3 giảm 2 điểm %. BSC cho rằng nguyên nhân đến từ ghi nhận lỗ từ cảng ICD mới. **Chi phí SG&A + 32% yoy** do cảng ICD mới đi vào hoạt động từ đầu Q3. Chi phí tăng mạnh, khiến cho LNTT chỉ +9% yoy.
Bốc dỡ	**260**	**243**	**-7%**	**776**	**740**	**-5%**	
VGR	171	170	-1%	510	513	1%	
Green*	89	73	-18%	266	227	-15%	
Vận tải & khác	214	265	**24%**	610	748	**23%**	
Giá vốn	(307)	(342)	11%	(947)	(983)	4%	
Lãi gộp	**167**	**165**	**-1%**	**438**	**505**	**15%**	
DTTC	4	7	105%	9	23	142%	
CPTC	(0)	(0)	-93%	(1)	(1)	-38%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	-	-		-	-		
Lãi từ CTLK	-	4		2	(5)	-301%	
Chi phí BH	(13)	(26)	98%	(47)	(59)	26%	
Chi phí QLDN	(18)	(29)	65%	(53)	(72)	37%	
Lãi từ HĐKD	**139**	**122**	**-12%**	**349**	**391**	**12%**	
Thu nhập khác, ròng	10	(2)	-121%	9	(3)	-132%	
LNTT	**149**	**120**	**-20%**	**358**	**388**	**9%**	
Thuế TNDN	(23)	(19)	-15%	(50)	(65)	29%	
LNST	**127**	**101**	**-21%**	**307**	**323**	**5%**	
Lợi ích CĐTS	18	20	12%	49	59	20%	
NPATMI	**109**	**80**	**-26%**	**258**	**264**	**2%**	
Tổng sản lượng	**269,291**	**245,470**	**-9%**	**808,082**	**760,365**	**-6%**	
VIP Green	168,128	164,472	-2%	455,795	496,621	9%	
Green	66,949	68,606	2%	200,267	212,548	6%	
Thuê ngoài*	34,214	12,392	-64%	152,020	51,196	-66%	
Giá bốc dỡ	**0.96**	**0.99**	**3%**	**0.96**	**0.97**	**1%**	
Biên lợi nhuận gộp	35%	33%	-3%	32%	34%	2%	
Biên lợi nhuận ròng	27%	20%	-7%	22%	22%	0%	
**Chú thích: Số BSC ước tính*							

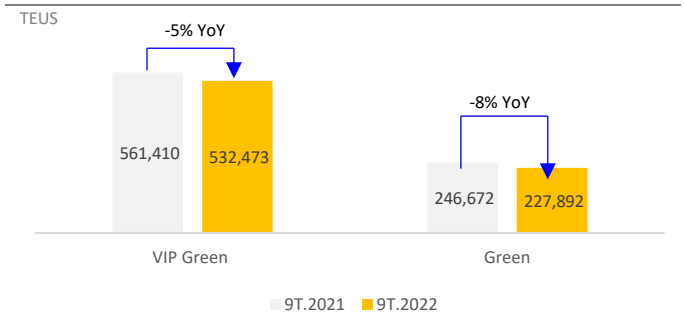
Nguồn: Báo cáo tài chính VSC

KHAI THÁC CẢNG TẠI CÔNG TY MẸ - GIẢM TỐC

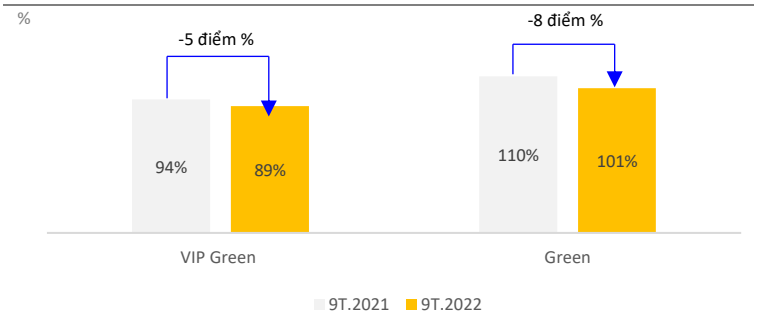
Lũy kế 9T.2022, sản lượng cảng của VSC = 760,365 TEUS (-6% yoy). Trong đó VIP Green -5% yoy, Green -8% yoy do **(1)** kinh tế toàn cầu chậm lại, **(2)** VIP Green bị mất 1 tuyến dịch vụ từ Cosco trong Quý 2.

Xu hướng chậm lại diễn ra ở nhiều cảng Sông Cấm Hải Phòng: bao gồm có VSC, và GMD (Chi tiết tại Báo cáo). Tại T9.2022, sản lượng Container của VSC vẫn đang trong xu hướng giảm dần kể từ T5. Trong khi đó, đây là thời điểm khả quan cho các đơn hàng xuất khẩu Trước năm học mới tại Mỹ và EU. Trong bối cảnh suy thoái toàn cầu như hiện nay, BSC cho rằng sẽ không có yếu tố mùa vụ trong Q4.2022. Do vậy, BSC dự báo sản lượng VSC = 245,000 TEUS (+0% QoQ) trong Q4. Tính cả năm 2022, sản lượng = 1,006,000 TEUS (+0% yoy), tương ứng với H = 91%.

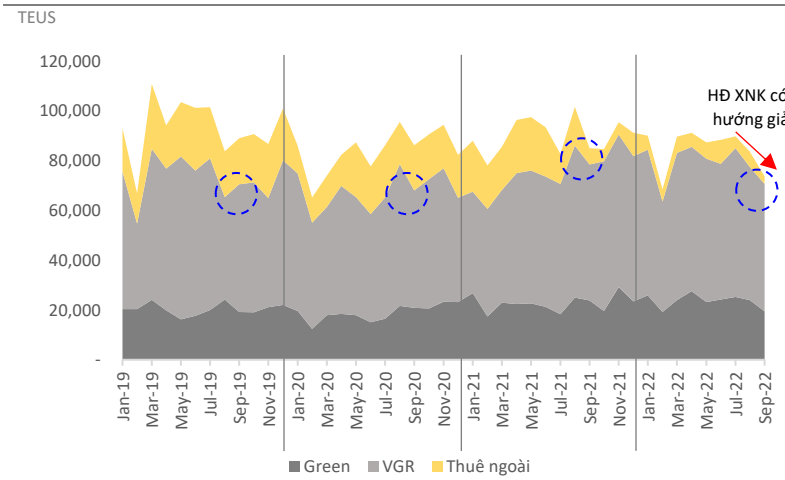
Hình 2: Sản lượng cảng Công ty mẹ, bao gồm thuê ngoài



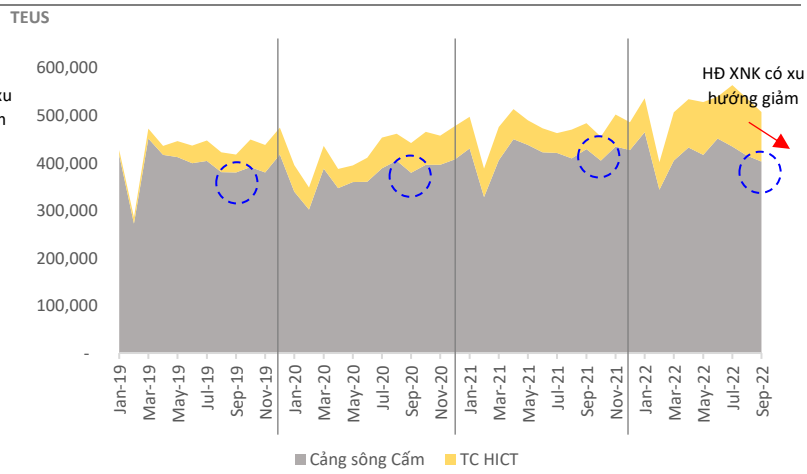
Hình 3: Hiệu suất hoạt động, bao gồm thuê ngoài



Hình 4: Sản lượng cảng VSC (bao gồm thuê ngoài)



Hình 5: Sản lượng cảng khu vực Hải Phòng



Hình 6: Dự báo sản lượng VSC trong năm 2022

TT	Cảng	9T	Q4F	2022F	% YoY	Giả định
1	VIP Green	496,621	164,472	661,093	14%	Giả định sản lượng Q4 tương đương Q3.2022
2	Green	212,548	68,606	281,154	13%	
3	Thuê ngoài	51,196	12,392	63,588	-63%	
	TỔNG CỘNG	**760,365**	**245,470**	**1,005,835**	**0%**	

KHAI THÁC CẢNG TẠI CTLK – VIMC ĐÌNH VŨ ĐÃ KHAI TRƯƠNG TỪ QUÝ 3

Cảng VIMC Đình Vũ đã khai trương, và nhận được 1 tuyến dịch vụ từ Youcheng Kaiyun kể từ cuối T9.2022. VIMC hiện đang thuê ngoài cảng Tân Vũ của PHP để khai thác tuyến này. Nguyên nhân có thể đến từ việc cảng này được quy hoạch là cảng tổng hợp, do vậy, không thể tiếp nhận tàu Container. Với tần suất = 1 chuyến/tuần, sản lượng = 350 TEUS/chuyến, BSC ước tính sản lượng VIMC Đình Vũ = **5,800 TEUS,** tương đương H = 1.16% trong năm 2022. **Theo đó, BSC dự báo cảng VIMC hợp nhất vào VSC lỗ = -27 tỷ VNĐ trong năm 2022, bao gồm -17 tỷ từ khai thác cảng trong Q4.2022, và -10 tỷ trong 1H.2022.**

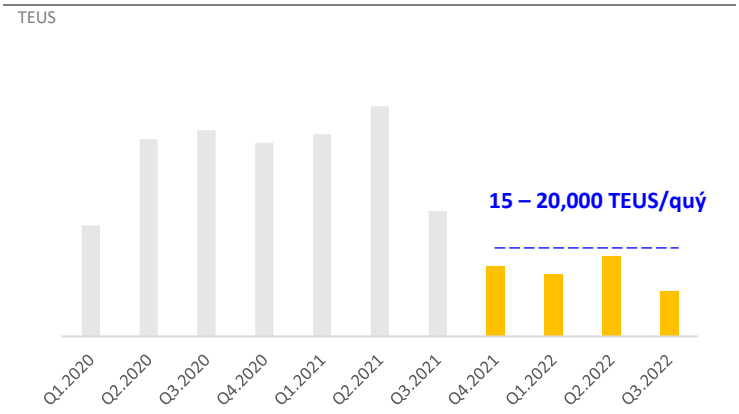
HOẠT ĐỘNG TÁI CƠ CẤU CHI PHÍ & NHÂN SỰ

Kết thúc Q3.2022:

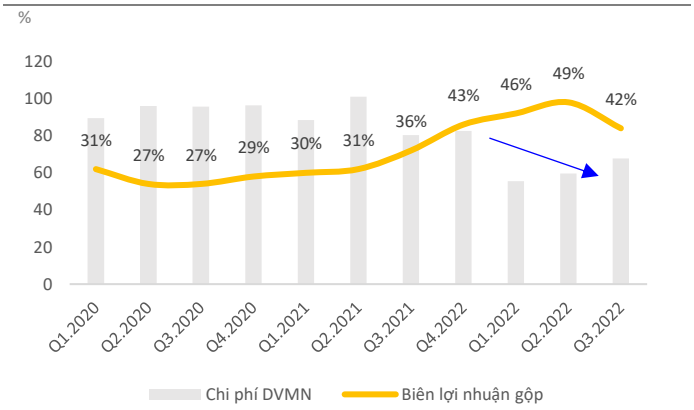
1. **Hoạt động tái cơ cấu chi phí cơ bản đã hoàn tất.** Trong năm 2021, VSC cắt giảm thuê ngoài, và đẩy tàu về 2 cảng chính, giúp tiết giảm chi phí, và cải thiện biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, BSC cho rằng xu hướng này đã chững lại kể từ Q4.2021. Sản lượng thuê ngoài VSC hiện đang duy trì ở mức 15 – 20,000 TEUS/quý trong 9T.2022.

Với việc **(1)** sản lượng thuê ngoài ổn định trong 3 Quý liên tiếp và **(2)** Cảng VIP Green Port và Green Port đã đầy công suất, BSC cho rằng VSC không còn nhiều dư địa để tiếp tục cắt giảm chi phí mua ngoài trong thời gian tới. Do vậy, biến động chi phí DVMN trong năm 2023 chủ yếu sẽ đến từ giá dầu.

Hình 7: Sản lượng thuê ngoài của VSC ước tính



Hình 8: Tại Q3.2022, biên lợi nhuận gộp của VGR cải thiện +15-20 điểm % so với năm 2020



BSC ước tính sản lượng thuê ngoài dựa trên số tàu cập cảng sông Cấm (không gồm HICT).

2. **Hoạt động tái cơ cấu nhân sự vẫn đang tiếp diễn.** Trong 9T.2022, cơ cấu Ban điều hành, và HĐQT vẫn đang thay đổi đáng kể. Cụ thể:
   - **Các nhân sự từ nhiệm**: Ông Nguyễn Hoàng Anh, Ông Trần Quang Tiến, Ông Nguyễn Thế Duy đã rút khỏi HĐQT.
   - **Các nhân sự được bổ nhiệm mới:** Trong Quý 3, Ông Cáp Trọng Cường, và Ông Nguyễn Đức Dũng được bổ nhiệm mới vào HĐQT. Trong đó, Ông Nguyễn Đức Dũng là đại diện của nhóm cổ đông mới – CTCP Thành Đức Holding. Ngoài ra, ông Phan Văn Hưng được bổ nhiệm làm Giám đốc tài chính, thay cho ông Dương Tiến Dũng – đã được CTCP Thành Đức Holding đề cử trước đó.

Hình 9: Cơ cấu Ban lãnh đạo năm 2020 và 2022

	Năm 2020	Quý 3.2022	Thông tin nhân sự
HĐQT	Ông Nguyễn Thế Duy	Ông Nguyễn Thế Duy - Rút T7.2021	
	Ông Nguyễn Hoàng Anh	Ông Nguyễn Hoàng Anh – Rút T3.2022	
	Ông Trần Tiến Dũng	Ông Trần Tiến Dũng – Rút T3.2022	
	Ông Nguyễn Việt Hòa – CT HĐQT	Ông Nguyễn Văn Tiến – Rút T8.2021	
	Ông Nguyễn Văn Tiến	Ông Nguyễn Thế Trọng – Rút T3.2021	
	Ông Nguyễn Thế Trọng	Ông Nghiêm Tuấn Anh – Rút T3.2021	
	Ông Nghiêm Tuấn Anh	Bà Đặng Trần Gia Thoại – Rút T3.2021	
	Bà Đặng Trần Gia Thoại	Ông Nguyễn Việt Hòa – CT HĐQT	
	Ông Nguyễn Việt Trung	Ông Cáp Trọng Cường – Bổ nhiệm T9.2022	Giám đốc VGR
		Ông Nguyễn Đức Dũng – Bổ nhiệm T9.2022	TGĐ TĐ Thành Thái (liên quan Cổ đông mới)
		Ông Bùi Minh Hưng - Bổ nhiệm T3.2022	Giám đốc CT TNHH MTV DV Cảng Xanh
		Ông Văn Trần Hoàn	Chủ tịch HĐQT CTCP Sông Hồng
		Ông Tạ Công Thông	CT TNHH Heung-A Shipping
		Ông Nguyễn Việt Trung	
Ban giám đốc	Ông Nguyễn Văn Tiến – TGĐ	Ông Nguyễn Văn Tiến – Tổng giám đốc – Rút T8.2021	
	Ông Trần Xuân Bạo –GĐ tài chính	Ông Trần Xuân Bạo – Giám đốc tài chính	
	Ông Nguyễn Thế Trọng – GĐ kỹ thuật	Ông Bùi Minh Hưng – TGĐ– Bổ nhiệm T9.2021	Giám đốc CT TNHH MTV DV Cảng Xanh
		Ông Phan Văn Hưng – GĐ tài chính – Bổ nhiệm T10.2022	-
		Ông Cáp Trọng Cường – GĐ Khai thác– Bổ nhiệm T3.2022	Giám đốc VGR
		Ông Tạ Công Thông – GĐ Marketing – Bổ nhiệm T6.2022	CT TNHH Heung-A Shipping
		Ông Nguyễn Thế Trọng – Giám đốc kỹ thuật	
Kế toán trưởng	Ông Lê Thế Trung – Kế toán trưởng	Ông Lê Thế Trung – Kế toán trưởng	

**Chú thích* **Màu xanh thể hiện các nhân sự mới, màu ghi thể hiên các nhân sự đã từ nhiệm*

Nguồn: BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT KHÁC – KẾ HOẠCH M&A

VSC hủy kế hoạch phát hành riêng lẻ 40 triệu cổ phiếu, với tỷ lệ 33%, giá dự kiến 20,000 VNĐ/CP (chiết khấu 45% so với giá trị thị trường của VSC), để huy động vốn cho việc mua 49% cổ phần của CTCP Vận tải biển Vinaship (VNA). Hiện, chưa có thông tin về nguồn vốn thay thế cho kế hoạch M&A này.

VSC có kế hoạch huy động 2,250 tỷ VNĐ thông qua phát hành trái phiếu/vay ngân hàng, để đầu tư 1 công ty cảng biển tại Hải Phòng. Chúng tôi cho rằng có khả năng sẽ là cảng thuộc sông Cấm do sở hữu vị trí thuận lợi, và là công ty tư nhân do BSC nhận thấy các cảng có vốn nhà nước (VIMC) chưa có kế hoạch thoái vốn trong thời gian tới.

Hình 10: Danh sách một số cảng tại sông Cấm

TT	Cảng biển	Doanh nghiệp sở hữu	Cổ đông	Công suất (TEUS)
1.	DAU 19-9	CTCP 19-9	Nhà nước	-
2.	TAN VU	PHP	Nhà nước	1,300,000
3.	VIP GREEN	VSC	Tư nhân	800,000
4.	DINH VU	PHP	Tư nhân	500,000
5.	NAM HAI DINH VU	GMD	Tư nhân	687,500
6.	NAM DINH VU	GMD	Tư nhân	500,000
7.	PTSC DINH VU	PVS	Nhà nước	300,000
8.	TC-HICT	Tổng công ty Tân cảng Sài Gòn	Nhà nước	1,100,000
9.	TAN CANG 128	TCT Tân cảng Sài Gòn	Nhà nước	300,000
10.	TAN CANG 189	TCT Tân cảng Sài Gòn	Nhà nước	200,000
11.	MIPEC	TMS	Tư nhân	300,000
12.	VIMC ĐÌNH VŨ	VSC	Tư nhân	500,000
13.	GREEN PORT	VSC	Tư nhân	300,000
14.	CHÙA VẼ	PHP	Nhà nước	500,000
15.	ĐOẠN XÁ	DXP	Tư nhân	150,000
16.	TRANSVINA	CTLD Vận tải Công nghệ Cao (Transvina)	Tư nhân	100,000
17.	NAM HẢI	GMD	Tư nhân	200,000
18.	HẢI AN	HAH	Tư nhân	280,000

Nguồn: BSC Research tổng hợp

ĐÁNH GIÁ CHUNG

Với danh mục tài sản & chiến lược M&A sau khi có cổ đông mới như hiện nay, BSC đánh giá:

1. **VSC là doanh nghiệp sở hữu các tài sản có giá trị. Quy mô VSC đứng thứ 2 trong số các cảng tư nhân tại Hải Phòng**. Cụ thể, VSC đang sở hữu **4** cảng tại Hải Phòng là VIP Green Port, Green Port, VIMC Đình Vũ, và PTSC Đình Vũ. Nếu loại bỏ đi PTSC Đình Vũ (do VSC có thể sẽ thoái vốn các khoản đầu tư có tỷ lệ sở hữu <36%) và VIMC Đình Vũ (do cảng tổng hợp), **thì tổng công suất các cảng của VSC = 1.1 triệu TEUS, (thị phần = 12%), (sau GMD – thị phần 17%).** Cảng VIP Green và Green Port đã hoạt động đầy công suất và đem về dòng tiền ổn định (400-600 tỷ đồng/năm).

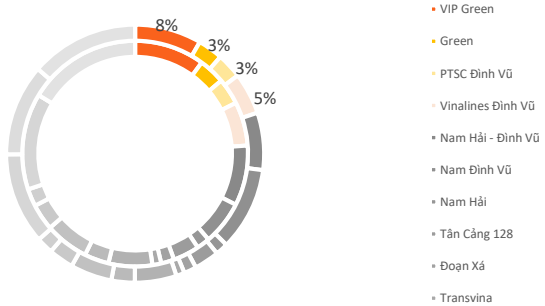
Hình 11: Danh sách các cảng của VSC

Cảng	TL sở hữu (%)	Công suất (TEUS)	SL năm 2021 (TEUS)	H% 2021
VIP Green Port	100%	800,000	750,700	94%
Green Port	100%	300,000	336,000	112%
VIMC Đình Vũ	36%	500,000	-	-
PTSC Đình Vũ	20%	500,000	259,300	52%
TỔNG		**2,100,000**	**1,346,000**	**64%**

Sản lượng 2021 bao gồm cả sản lượng thuê ngoài

Hình 12: Thị phần cảng của VSC tại Hải Phòng năm 2022-2025

% . Vòng trong 2022, vòng ngoài: 2025



Nguồn: BSC Research tổng hợp

2. **Vị thế và hiệu quả hoạt động của VSC đã thay đổi - sau khi có sự tham gia của cổ đông mới.**

Vị thế tăng lên: Trong giai đoạn từ 2015-2020, KQKD VSC gần như không có tăng trưởng (NPATMI = 250-300 tỷ VNĐ/năm). Thị phần VSC giảm dần từ 19% năm 2015 xuống 15% năm 2020. Nguyên nhân chính đến từ việc VGR, và Green đã đầy công suất. **Tuy nhiên, BSC nhận thấy sự tham gia của nhóm Cổ đông mới có thể giải quyết câu chuyện tăng trưởng VSC trong thời gian tới.** Kể từ 2021, VSC đẩy mạnh M&A các tài sản mới→ định hướng trở thành Công ty Holdings mảng Logistics. Công ty đã mua lại ICD Quảng Bình (VĐT = 430 tỷ VNĐ), VIMC Đình Vũ (VĐT = 400 tỷ VNĐ, sở hữu 36%), có kế hoạch mua VNA (VĐT= 800 tỷ VNĐ), xin đầu tư Cát Hải và 1 cảng biển khác tại Hải Phòng trong giai đoạn 2023-2024. Nếu đầu tư thành công:

I. **VSC có thể trở thành đơn vị cảng biển tư nhân lớn nhất tại Hải Phòng trong giai đoạn 2026-2030– vượt lên trên GMD** nhờ dự án Cát Hải và cảng biển mới (chi tiết Hình 15-16). BSC ước tính dự án Cát Hải và Cảng biển mới sẽ nâng tổng quy mô VSC ít nhất đạt 3.0 triệu TEUS, (+60% so với quy mô hiện tại), chiếm 23% thị phần cảng năm 2030.

II. **VSC có thể quay trở lại chu kỳ tăng trưởng mới trong dài hạn, nếu khai thác hiệu quả các tài sản kể trên.**

Hình 13: So sánh chiến lược VSC sau khi có Cổ đông mới

Năm	2020	2022
Vị thế	Doanh nghiệp cảng biển ▪ Cảng biển & Depot ▪ Vận tải đường bộ	Công ty Holdings ngành Logistics ▪ Vận tải biển ▪ Cảng biển & Depot ▪ Vận tải đường bộ
Tăng trưởng lợi nhuận	Không có tăng trưởng	Có thể quay trở lại nếu VSC khai thác hiệu quả các tài sản đầu tư mới
Các dự án đầu tư mới	Không có	

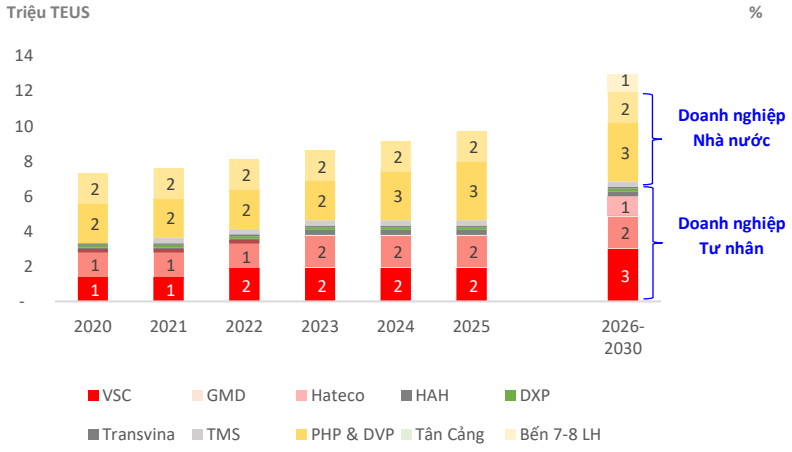
Nguồn:VSC, BSC Research tổng hợp

Hình 14: Cập nhật các dự án đầu tư của VSC

TT	Dự án đầu tư mới	Nhóm	TMĐT (tỷ VNĐ)	Cập nhật tiến độ tại T11.2022
1	ICD Quảng Bình	Depot	430	Đã M&A
2	VIMC Đình Vũ	Cảng sông	400	Đã M&A
3	Cảng biển tại Hải Phòng	Cảng sông	2,000-3,000	Đang huy động bằng trái phiếu, dự kiến M&A trong năm2023
4	Cát Hải	Cảng biển	4,000-5,000	Đang xin chủ trương đầu tư
5	VNA	Vận tải biển	700	Dự kiến M&A trong năm 2023

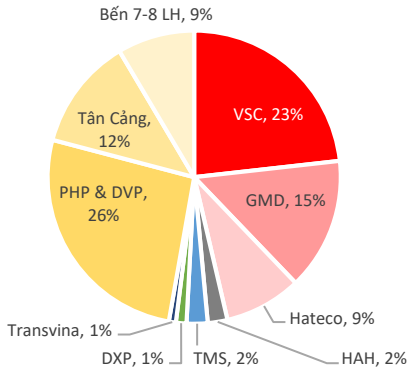
Nguồn:VSC, BSC Research tổng hợp

Hình 15: Công suất dự kiến của các đơn vị khai thác cảng trong dài hạn 2026-2030



Chưa tính cảng biển mới VSC dự định M&A do chưa có thông tin chính xác

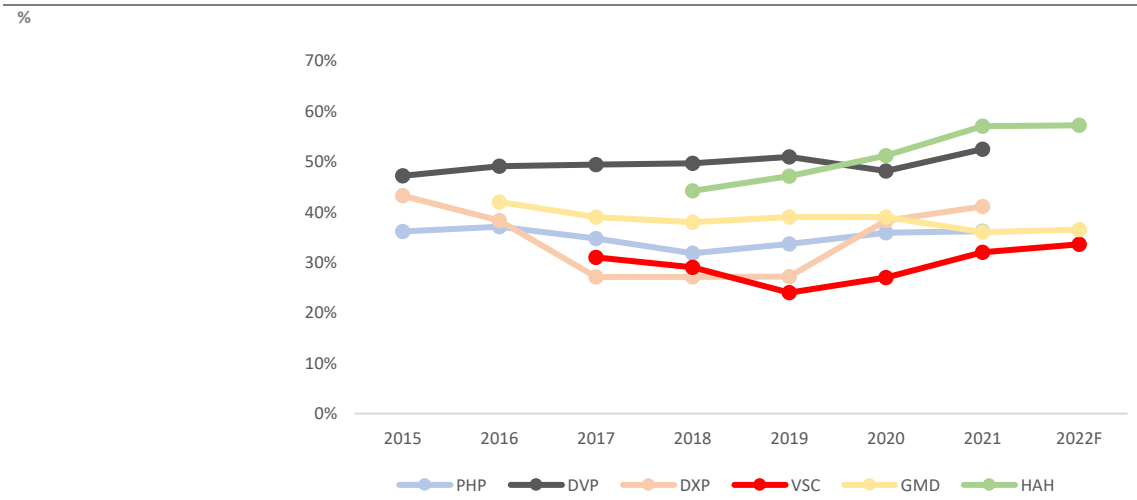
Hình 16: Thị phần dự kiến của các đơn vị khai thác cảng trong dài hạn 2026-2030



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hiệu quả hoạt động tốt lên: Biên lợi nhuận gộp khai thác cảng của VSC tăng lên từ 25-29% giai đoạn 2017-2019 lên 32-35% giai đoạn 2020-2022 nhờ tiết giảm dịch vụ mua ngoài. BSC cho rằng VSC đang hoạt động hiệu quả hơn với chính doanh nghiệp trong quá khứ, và dần tiệm cận với trung bình ngành.

Hình 17: Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp cùng ngành giai đoạn 2015-2019



DVP, HAH có biên lợi nhuận gộp cao hơn trung bình ngành do chi phí khấu hao thấp hơn.

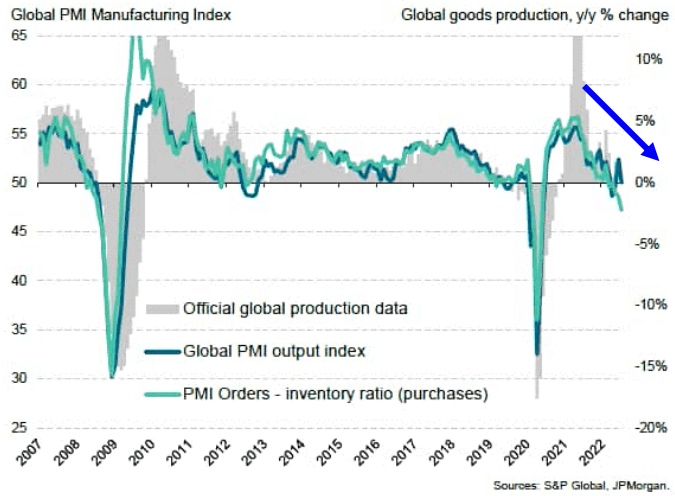
Nguồn: BSC Research tổng hợp

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

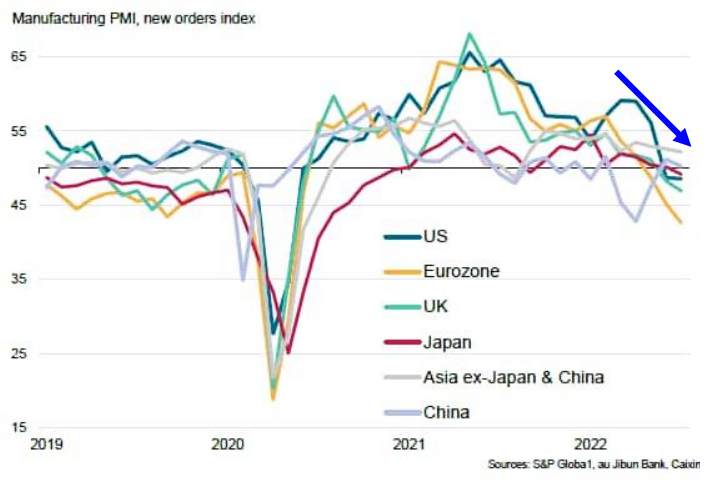
Đối với triển vọng ngắn và trung hạn năm 2023, BSC đánh giá hoạt động khai thác cảng VSC sẽ gặp khó do:

1. **Kinh tế toàn cầu nói chung đang có xu hướng chậm lại.**Tại Quý 3.2022, các chỉ số sản xuất nói chung như chỉ số PMI, chỉ số đơn hàng xuất khẩu mới, . . , đều ghi nhận giảm về dưới mức trung bình. BSC cho rằng xu hướng các nền kinh tế lớn giảm tốc sẽ kéo dài sang năm 2023 do lạm phát duy trì ở mức cao. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới hoạt động xuất nhập khẩu toàn cầu.

Hình 18: % Thay đổi YoY Chỉ số PMI toàn cầu



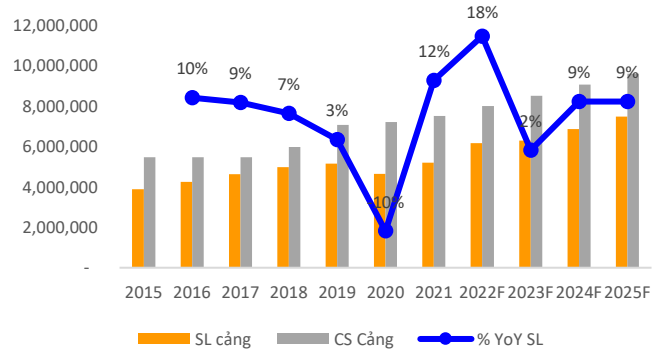
Hình 19: Chỉ số đơn hàng xuất khẩu mới toàn cầu



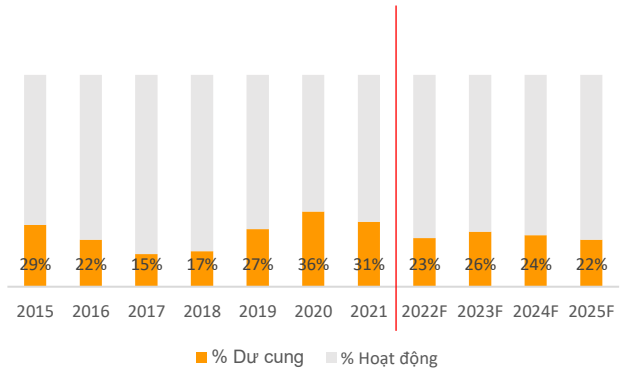
Nguồn: S&P Global, BSC Research tổng hợp

2. **Cạnh tranh sẽ quay trở lại trong năm 2023 do khu vực Hải Phòng vẫn dư ≈25% công suất.** Ngoại trừ VIP Green Port có lợi thế đến từ cổ đông là EverGreen, thì các cảng còn lại ở hạ nguồn sông Cấm đang cạnh tranh với nhau chủ yếu về giá là chính. Vì vậy, với việc **(1)** tình trạng dư cung vẫn trầm trọng, **(2)** VIMC Đình Vũ, Green không có lợi thế đặc biệt nào, BSC cho rằng các cảng này của VSC sẽ chịu áp lực cạnh tranh gay gắt trong năm 2023.

Hình 20: Dự báo sản lượng/công suất cảng hạ nguồn sông Cấm



Hình 21: Tình trạng dư cung tại khu vực Hải Phòng



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Với quan điểm kể trên, BSC tương đối thận trọng đối với dự báo sản lượng khai thác của VSC. BSC dự báo năm 2023:

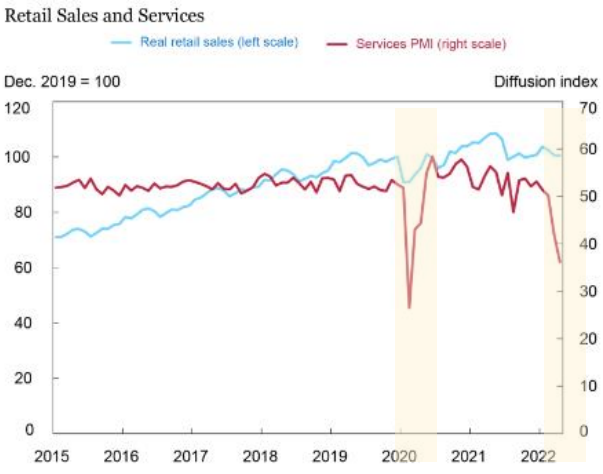
1. **Sản lượng Công ty mẹ = 965,600 TEUS (- 4% yoy) – tương đương H =.** Trong đó, VGR -4% yoy, Green – 4% yoy, thuê ngoài -4% yoy do kinh tế toàn cầu chậm lại, cạnh tranh cao tại khu vực Hải Phòng.
2. **Sản lượng VIMC Đình Vũ = 30,000 TEUS,** tương đương H = 6%, với việc khai thác tuyến Youcheng Kaiyun trong cả năm 2023, và kỳ vọng VIMC sẽ nhận thêm 1 tuyến dịch vụ nữa trong năm 2023.

2 yếu tố theo dõi đối với triển vọng kinh doanh VSC trong năm 2023:

1. **Sản lượng khai thác cảng có thể sẽ khả quan hơn nhờ Trung Quốc mở cửa trở lại.** Từ đầu tháng 12.2022, BSC nhận thấy một số tín hiệu trong việc nới lỏng chính sách Zero – Covid của Trung Quốc như:
   - Cho phép người có triệu chứng nhẹ cách ly 7 ngày tại nhà thay vì tập trung.
   - Giảm tần suất xét nghiệp trên diện rộng, không yêu cầu giấy chứng nhận âm tính, . .
   - Bỏ tạm dừng đường bay quốc tế do phát hiện các ca lây nhiễm.

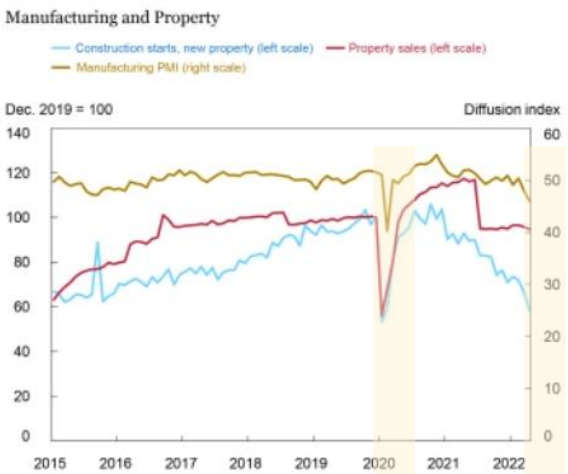
   Với việc duy trì chính sách đóng cửa trong 3 năm liền, hoạt động SXKD của Trung Quốc đã bị ảnh hưởng trầm trọng. **BSC cho rằng áp lực về kinh tế sẽ là động lực để Trung Quốc tiếp tục nới lỏng chính sách trong năm 2023**. Theo đó, BSC kỳ vọng Trung Quốc sẽ mở cửa biên giới sau Tết Nguyên Đán (giữa Quý 1-Quý 2.2023). Điều này sẽ giúp phục hồi một phần sản lượng do đa số các cảng tại Hải Phòng phục vụ các chuyến Nội Á (có điểm đến Trung Quốc).

Hình 22: Ảnh hưởng của hoạt động bán lẻ sau mỗi đợt lockdown



Vùng màu vàng thể hiện đợt lockdown tại Trung Quốc

Hình 23: Ảnh hưởng của hoạt động sản xuất, xây dựng sau mỗi đợt lockdown



Nguồn: NBS, S&P Global, BSC Research tổng hợp

2. **Ghi nhận lợi nhuận Liên doanh, liên kết đến từ các công ty M&A mới.** VSC có kế hoạch mua lại VNA và một cảng biển mới. Việc hợp nhất các công ty này, sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của VSC mẹ.

Đối với yếu tố theo dõi về Trung Quốc mở cửa kể trên, **BSC chạy Bảng độ nhạy NPATMI của VSC theo hiệu suất hoạt động cảng.** Đối với yếu tố theo dõi về Công ty M&A mới, BSC chưa đưa vào Dự báo do chưa có đầy đủ thông tin. (Chi tiết tại Dự báo Kết quả kinh doanh).

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo VSC ghi nhận doanh thu đạt 1,979 tỷ VND (+5% yoy), NPATMI đạt 332 tỷ VND (-5% yoy), tương đương EPS FWD = 3,015 VND/CP, P/E FWD = 10.2x, P/B FWD = 1.0x. **Trong năm 2023, BSC dự báo VSC ghi nhận doanh thu đạt 1,904 tỷ VND (-4% yoy), NPATMI = 342 tỷ VND (+3% yoy),** tương đương EPS FWD = 3,110 VND/CP, P/E FWD = 9.9x, P/B FWD = 0.9x dựa trên các giả định chính sau:

Hình 24: Dự báo KQKD của VSC

KQKD	Dự báo				% Thay đổi		Giả định chính năm 2022, 2023
	2020	2021	2022F	2023F	2022F	2023F	
Giả định chính							
SL bốc dỡ (Triệu TEUS)	1.011	1.012	1.006	0.966			**1. Mảng bốc dỡ**
% yoy	-13.8%	0.0%	-0.6%	-4.0%			• **Sản lượng +0.4% yoy/-4% yoy** trong năm 2022/23 do (1) kinh tế toàn cầu chậm lại, (2) cạnh tranh cao tại HP.
Giá bán (VNĐ/TEU)	1,071,804	932,850	932,850	932,850			• Giá đi ngang trong năm 2022/23.
% yoy	6%	-13%	0%	0%			**2. Lưu bãi, chạy lạnh**
SG&A/DT	-8%	-7%	-10%	-10%			• **Sản lượng + 14% yoy trong năm 2022** do các cảng VIP Green, Green cắt giảm thuê ngoài, đẩy hàng về cảng chính và DEPOT. Sang năm 2023, sản lượng – 4% yoy do kinh tế toàn cầu chậm lại
Doanh thu thuần	1,689	1,892	1,979	1,904	5%	-4%	• Giá đi ngang trong năm 2022/23
Bốc dỡ	1,084	944	938	901	-1%	-4%	**3. Vận tải & khác**
Lưu bãi, chạy lạnh	193	150	175	171	16%	-2%	• **Doanh thu vận tải + 11% yoy/-4% yoy** trong năm 2022/23 dựa trên giả định sản lượng tăng theo sản lượng bốc dỡ tại cảng chính.
Vận chuyển	229	455	507	487	11%	-4%	
Khác	183	343	358	345	5%	-4%	
Giá vốn hàng bán	(1,240)	(1,290)	(1,315)	(1,222)	2%	-7%	
Lợi nhuận gộp	449	602	664	682	10%	3%	**4. Lợi nhuận gộp**
Biên lợi nhuận gộp	27%	32%	34%	36%	5%	7%	• **Biên lợi nhuận gộp = 33.6% trong năm 2022** dựa trên giả định chi phí DVMN & khác/SL -9% yoy (chi phí/SL tương đương 1H.2022), các chi phí còn lại đi ngang, chi phí khấu hao +40 tỷ VNĐ do đầu tư ICD.
Thu nhập tài chính	11	13	29	39	122%	35%	• **Sang năm 2023, biên lợi nhuận gộp = 35.8%** dựa trên giả định DVMN/SL -8% do giá dầu giảm (Kịch bản giá dầu 2023 = 80 USD/BBL (-20% yoy)).
Chi phí tài chính	(2)	(2)	(2)	(2)	0%	0%	**5. Lãi từ CTLK**
Trong đó: Chi phí lãi vay	(0)	-	-	-			**Lãi từ VIMC Đình Vũ = -27 tỷ VNĐ/-41 tỷ VNĐ** trong năm 2022/23 – Chi tiết dự báo ở phía dưới.
Lãi/(lỗ) từ CTLK	2	4	(24)	(39)	-650%	58%	**Tỷ trọng chi phí SG&A/ doanh thu = 10% trong năm 2022/23,** tăng +2.5 điểm % so với năm 2021 do tăng chi phí từ ICD.
Chi phí BH	(56)	(48)	(89)	(86)	85%	-4%	
Chi phí QLDN	(73)	(81)	(99)	(105)	22%	6%	
Lãi từ HĐKD	331	488	479	490	-2%	2%	
Thu nhập khác, ròng	5	(6)	4	4	-169%	-4%	
LNTT	336	483	483	494	0%	2%	
Thuế TNDN	(39)	(69)	(73)	(71)	6%	-3%	
LNST	296	414	410	422	-1%	3%	Như vậy, LNTT +2% yoy, chủ yếu do tăng chi phí SG&A đến từ ICD, tăng lỗ từ VIMC Đình Vũ.
Lợi ích CĐKKS	57	64	78	80	22%	3%	
NPATMI	240	350	332	342	-5%	3%	
EPS	4,349	6,348	3,015	3,110	-53%	3%	

Biên lợi nhuận ròng	27%	32%	33.6%	35.8%
Biên lợi nhuận gộp	18%	22%	21%	22%

Lưu ý: BSC chưa đưa vào dự báo VNA, và Công ty cảng biển do chưa đánh giá mức độ thành công các thương vụ M&A.

Hình 25: Dự báo KQKD cảng VIMC Đình Vũ

KOKD	2022F	2023F	Giả định chính
Doanh thu	**6**	**29**	• **Sản lượng = 5,800 TEUS trong năm 2022,** nhờ khai thác tuyến Youcheng Kaiyun trong Quý 4**. Sản lượng = 30,000 TEUS (+417% yoy)** nhờ tiếp tục khai thác tuyến cũ, và kỳ vọng nhận thêm được 1 tuyến mới trong năm 2023.
COGS	(25)	(105)	
Lãi gộp	**(20)**	**(76)**	• **Chi phí biến đổi chiếm 60% doanh thu,** tương đương VGR.
Thu nhập tài chính		-	
Chi phí tài chính	(26)	(37)	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(26)	(37)	• **Chi phí khấu hao = 22 tỷ/87 tỷ VNĐ trong năm 2022/23** dựa trên giả định thời gian khấu hao = 15 năm.
SG&A	(0)		
Lãi từ HĐKD	**(46)**	**(1)**	• **Chi phí lãi vay = 26 tỷ/37 tỷ VNĐ trong năm 2022/23** dựa trên giả định vốn vay 200-300 tỷ VNĐ.
Thu nhập khác, ròng	(28)	-	
LNTT	**(74)**	**(114)**	
Thuế TNDN	-	-	
NPATMI	**(74)**	**(114)**	
LNST về VSC	**(27)**	**(41)**	

Nguồn: BSC Research dự báo

Khả năng tăng/giảm dự báo trong năm 2023:

- Sản lượng giảm mạnh hơn so với dự báo do **(1)** cạnh tranh cao tại khu vực Hải Phòng trở nên gay gắt gắt hơn, **(2)** kinh tế toàn cầu suy thoái.
- Tiềm năng tăng giá bán tại cảng Công ty mẹ: Chính Phủ đang xem xét nâng mức giá sàn dịch vụ cảng biển.
- Hợp nhất KQKD của các công ty mục tiêu mới (như VNA, Công ty cảng biển, . .).

BSC chạy Bảng độ nhạy NPATMI năm 2023 của VSC theo hiệu suất cảng:

Hình 26: Bảng độ nhạy

		Hiệu suất của cảng mẹ VSC (VIP Green + Green + Thuê ngoài)				
		80%	**84%**	**88%**	**92%**	**96%**
Hiệu suất cảng CTLK VIMC	**18%**	321	334	347	361	374
	14%	319	332	346	359	372
	10%	317	331	344	357	370
	6%	316	329	342	355	369
	2%	314	327	340	354	367

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. RỦI RO DOANH NGHIỆP

- Trong Quý 3.2022, VSC từng có kế hoạch phát hành riêng lẻ với tỷ lệ pha loãng 33%, giá phát hành dự kiến = 20,000 VNĐ/CP – thấp hơn 45% so với giá trị thị trường tại thời điểm công bố.
- **Rủi ro nhân sự:** Cơ cấu Ban điều hành biến động tương đối mạnh sau khi có sự tham gia của Cổ đông. Theo tìm hiểu, nhân sự ban điều hành cũ của VSC đều có rất nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực khai thác cảng. Trong trường hợp các nhân sự cũ từ nhiệm, có thể ảnh hưởng hoạt động khai thác của VSC.

Hình 27: Tóm tắt kinh nghiệm nhân sự Ban điều hành VSC

TT	Ban điều hạn	Chức vụ	Lịch sử/kinh nghiệm
1	Ông Nguyễn Việt Hòa	Chủ tịch HĐQT	Làm việc tại VSC từ năm 1984
2	Ông Bùi Minh Hưng	Tổng giám đốc	Làm việc tại VSC >15 năm Từng là Giám đốc khai thác tại CT TNHH MTV Dịch vụ Cảng Xanh (Công ty con VSC)
3	Ông Cáp Trọng Cường	Giám đốc khai thác	Làm việc tại VSC từ năm 2004 Từng là Giám đốc khai thác VSC, VGR
4	Ông Nguyễn Thế Trọng	Giám đốc kỹ thuật	Làm việc tại VSC >10 năm Từng là Giám đốc kỹ thuật của VSC, CTCP Đầu tư dịch vụ và phát triển xanh.
5	Ông Nguyễn Việt Trung	Thành viên HĐQT	Có kinh nghiệm lĩnh vực cảng >20 năm. Từng là Giám đốc, Trưởng phòng khai thác của VSC, Transvina, Vận tải biển Ngôi sao Xanh

Nguồn: BSC Research dự báo

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

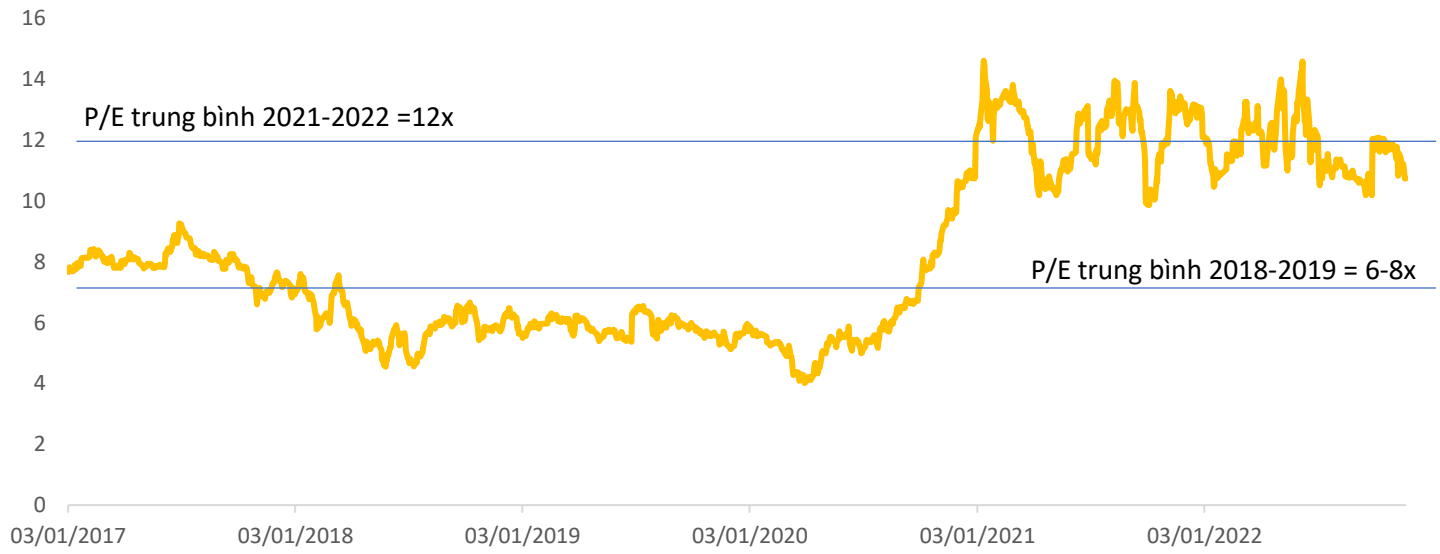
Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý năm 2023 của VSC là **31,000 VNĐ/CP**, dựa trên phương pháp P/E mục tiêu = 10x, chiết khấu 12% so với P/E trung bình năm 2021 – 2022 = 11-12x, do **(1)** mức tăng trưởng lợi nhuận thấp và **(2)** mặt bằng lãi suất đang tăng cao trong thời gian tới. khi (1) vị thế VSC tăng lên & (2) VSC bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhờ khai thác hiệu quả các tài sản M&A. Tuy nhiên, đối với triển vọng ngắn hạn (1) hoạt động xuất nhập khẩu chậm lại, (2) tiến độ M&A cảng mới chưa rõ, BSC giữ quan điểm tương đối thận trọng.

Hình 28: Định giá

Phương pháp P/E	Giá trị
EPS FW 2023	3,110
P/E mục tiêu	10x
Giá trị hợp lý	31,000 VNĐ/CP

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 29: Lịch sử định giá của VSC trong giai đoạn 2017-2022



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,689	1,892	1,979	1,904
Giá vốn hàng bán	(1,240)	(1,290)	(1,315)	(1,222)
Lợi nhuận gộp	449	602	664	682
Thu nhập tài chính	11	13	29	39
Chi phí tài chính	(2)	(2)	(2)	(2)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(0)	-	-	-
Lãi/(lỗ) từ CTLK	2	4	(24)	(39)
Chi phí BH	(56)	(48)	(89)	(86)
Chi phí QLDN	(73)	(81)	(99)	(105)
Lãi từ HĐKD	331	488	479	490
Thu nhập khác, ròng	5	(6)	4	4
LNTT	336	483	483	494
Thuế TNDN	(39)	(69)	(73)	(71)
LNST	296	414	410	422
Lợi ích CĐKKS	57	64	78	80
LNST Công ty mẹ	240	350	332	342
EPS	4,349	6,348	3,015	3,110

LCTT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
(LỖ)/LNTT	336	483	483	494
Khấu hao và phân bổ	233	200	241	241
Thay đổi vốn lưu động	555	667	748	773
Điều chỉnh khác	(14)	(16)	24	39
LCTT từ HĐKD	529	645	694	714
Tiền chi mua TSCĐ	(94)	(92)	(224)	(25)
Đầu tư khác	8	(469)	(4)	(4)
LCTT từ HĐĐT	(86)	(562)	(228)	(29)
Tiền chi trả cổ tức	(171)	(112)	(82)	(84)
Tiền từ vay ròng	(76)	-	-	-
Tiền thu khác	-	549	-	-
LCTT từ HĐTC	(247)	437	(82)	(84)
Dòng tiền đầu kỳ	**297**	**493**	**1,014**	**1,398**
Tiền trong kì	197	520	384	600
Dòng tiền cuối kỳ	**493**	**1,014**	**1,398**	**1,998**

CĐKT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	493	1,014	1,398	1,989
Đầu tư ngắn hạn	8	99	103	107
Phải thu ngắn hạn	268	232	237	228
Hàng tồn kho	24	21	21	21
TS ngắn hạn khác	102	77	79	76
TS ngắn hạn	**896**	**1,442**	**1,838**	**2,422**
Phải thu dài hạn	1	2	2	2
TSCĐ nguyên giá	2,269	2,328	2,552	2,577
Khấu hao	(1,347)	(1,517)	(1,758)	(1,998)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	-	2	2	2
ĐT dài hạn	118	506	482	443
TS dài hạn khác	522	502	482	462
TS dài hạn	**1,562**	**1,824**	**1,763**	**1,489**
Tổng TS	**2,458**	**3,266**	**3,601**	**3,911**
Nợ phải trả	287	269	276	261
Vay ngắn hạn	-	-	-	-
Tổng Nợ ngắn hạn	**287**	**269**	**276**	**261**
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	0	1	1	1
Tổng Nợ dài hạn	**0**	**1**	**1**	**1**
Tổng Nợ phải trả	**287**	**270**	**277**	**262**
Vốn góp	551	1,100	1,100	1,100
Thặng dư vốn	36	36	36	36
Vốn chủ khác	797	826	826	826
Lãi chưa phân phối	413	660	910	1,158
Lợi ích CĐTS	374	374	451	529
Tổng VCSH	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	**2,171**	**2,996**	**3,324**	**3,649**

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	3.1	5.4	6.7	9.5
Hsố TT nhanh	2.7	5.0	6.3	9.1
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	12%	8%	8%	7%
Hsố Nợ/VCSH	13%	9%	8%	7%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	7	6	6	6
Số ngày phải thu ngắn hạn	58	45	44	44
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	27%	32%	34%	36%
Lợi nhuận LNST	18%	22%	21%	22%
ROE	11%	12%	10%	9%
ROA	10%	11%	9%	9%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-6%	12%	5%	-4%
Tăng trưởng EBIT	-6%	44%	0%	2%
Tăng trưởng LNTT	-2%	44%	0%	2%
Tăng trưởng EPS	2%	46%	-53%	3%
SLCP lưu hành (triệu)	55	55	110	110
Giá trị sổ sách	39,379	54,354	30,208	33,280

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>