

15/09/2022

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
 anhntn@kbsec.com.vn

2Q2022, VSC ghi nhận doanh thu 512 tỷ VND (+7.3% YoY). Lũy kế 6 tháng đầu năm, VSC hoàn thành 51% doanh thu kế hoạch đề ra

VIP Green kì vọng hồi phục, quay lại đà tăng trưởng

VIMC Đình Vũ dự kiến khai thác từ cuối 3Q2022, kì vọng đem lại lợi nhuận cho VSC từ 2023

VSC mua lại ICD Quảng Bình từ tháng 4/2022, nâng tổng diện tích các bãi container của VSC lên 68 ha

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 48,500 VND/ cổ phiếu

2Q2022, Viconship ghi nhận doanh thu 512 tỷ VND (+7.3% YoY). Biên lợi nhuận gộp của VSC tăng lên gần 35% so với mức 32% cùng kỳ năm trước. Lũy kế 6 tháng đầu năm, VSC đạt doanh thu 981 tỷ VND (+8% YoY), LNTT đạt 269 tỷ VND (+29% YoY), hoàn thành 51% doanh thu và 54% LNTT kế hoạch đề ra cho năm 2022.

VIP Green kì vọng hồi phục, quay lại đà tăng trưởng theo xu hướng chung của khối cảng khu vực Hải Phòng, đặc biệt khi Hải Phòng đang đẩy mạnh đầu tư xây dựng hạ tầng cảng biển. Ngoài ra, lợi thế về vị trí địa lý và việc sở hữu hệ thống kho bãi, logistics tích hợp cũng giúp gia tăng lợi thế cạnh tranh của cảng biển VSC với các cảng khác cùng khu vực.

Tháng 9/2021, VSC hoàn tất mua lại 36% cổ phần của VIMC Đình Vũ (chủ sở hữu Vinalines – sở hữu 51% cổ phần), dự kiến đưa vào khai thác từ cuối 3Q2022. Với khả năng đón tàu trọng tải lên đến 40,000 DWT, được kết nối hoàn chỉnh và đồng bộ với đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai – Trung Quốc, cảng VIMC Đình Vũ kì vọng sẽ bắt đầu đem lại lợi nhuận cho VSC từ năm 2023.

ICD Quảng Bình – Đình Vũ được VSC mua lại từ tháng 4/2022. Là một trong những cảng cạn lớn nhất miền Bắc, ICD Quảng Bình cùng với hệ thống các bãi container hiện có của VSC kì vọng sẽ gia tăng hiệu suất cho các cảng tại VSC.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VSC, giá mục tiêu 48,500 VND/ cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời 35.1% so với giá đóng cửa ngày 15/09/2022.

MUA

Giá mục tiêu VND 48,500

Tăng/giảm	35.1%
Giá hiện tại (15/09/2022)	35,900
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4,354

Dự phóng KQKD & định giá

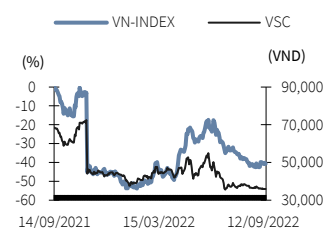
	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,689	1,892	2,016	2,156
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	331	488	579	691
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	296	414	487	582
EPS (VND)	5,733	3,333	2,993	3,163
Tăng trưởng EPS (%)	47	-42	-10	6
P/E (x)	11.1	6.3	10.8	12.0
P/B (x)	1.4	1.6	1.2	1.2
ROE (%)	13.7	13.8	13.9	12.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	65
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	49.61
Sở hữu nước ngoài	4.89%
Cơ cấu cổ đông	Thành Đức Holding (5.18%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5	-22	-18	-48
Tương đối	-3	-24	-4	-41



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

KẾT QUẢ KINH DOANH

2Q2022, doanh thu VSC đạt 512 tỷ VND (+7.3% YoY). Biên lợi nhuận cải thiện lên mức 34.7%

Trong 2Q2022, Viconship ghi nhận doanh thu 512 tỷ VND, tăng 7.3% YoY. Trong đó, doanh thu bốc xếp container tại cầu tàu là hoạt động chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất, tỷ trọng lớn thứ hai là doanh thu nâng hạ container tại bãi. Giá vốn bán hàng chỉ tăng 3% YoY dẫn đến biên lợi nhuận gộp của VSC tăng lên mức 34.7% so với mức 32% cùng kỳ năm trước. Biên lợi nhuận VSC cải thiện do công ty đã cắt giảm nhiều mảng thuê ngoài không cần thiết, ưu tiên làm hàng tại cảng chính, giảm sản lượng thuê ngoài kéo theo chi phí thuê ngoài giảm mạnh so với cùng kỳ. 2Q2022, VSC ghi nhận lãi gộp 178 tỷ VND, tăng 16% YoY.

Nửa đầu năm 2022, VSC hoàn thành lần lượt 51% và 54% mức doanh thu và LNTT theo kế hoạch đề ra

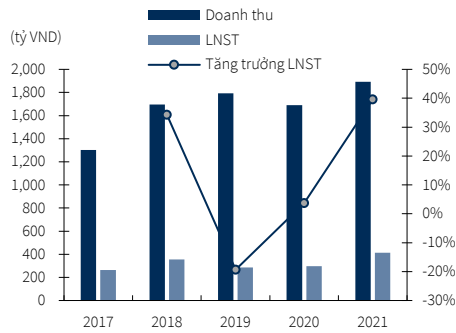
Lũy kế 6 tháng đầu năm, VSC đạt doanh thu 981 tỷ VND, tăng 8% YoY. Doanh thu chỉ đạt tăng trưởng 1 chữ số do các cảng tại VSC bị hạn chế công suất, sản lượng hàng hóa qua cảng của VSC có xu hướng đi ngang. LNTT và lãi ròng 1H2022 đạt 269 tỷ VND và 184 tỷ VND, tăng lần lượt 29% YoY và 23% YoY. Nửa đầu năm 2022, VSC đã hoàn thành 51% doanh thu và 54% mức LNTT theo kế hoạch đề ra trong ĐHCĐ 2022.

2Q2022, VSC ghi nhận khoản lỗ 9 tỷ VND từ công ty liên doanh liên kết

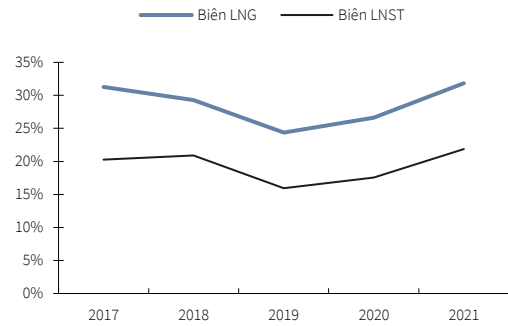
Chi phí tài chính, chi phí bán hàng và quản lý không có nhiều thay đổi so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết đã ghi nhận khoản lỗ 9 tỷ VND so với mức lãi 2 tỷ đồng đạt được trong 2Q2021. Chúng tôi cho rằng khoản lỗ này đến từ các hoạt động đầu tư mới của VSC, chủ yếu là từ khoản đầu tư vào VIMC Đình Vũ, do VIMC Đình Vũ vẫn đang chờ giấy phép để thực hiện dịch vụ xếp dỡ. Doanh thu duy nhất đến từ dịch vụ cho thuê bến bãi container thấp trong khi chi phí khấu hao và lãi vay cao, VIMC Đình Vũ đã kéo lợi nhuận của VSC xuống đáng kể. Công ty ghi nhận lãi ròng 93.7 tỷ VND, tăng 9% YoY.

VSC duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt lớn, nợ dài hạn duy trì ở mức thấp

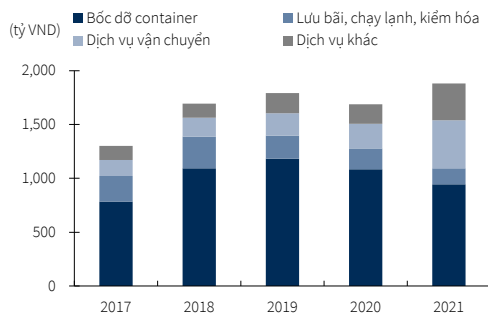
VSC có cơ cấu tài chính lành mạnh khi duy trì được lượng tiền mặt lớn, dòng tiền đều hàng năm và nợ vay luôn ở mức thấp. Về tài sản, cuối 2Q2022, tổng tài sản của VSC đạt 3534 tỷ VND, tăng 8.2% YoY. Trong đó, tiền và các khoản tương đương tiền giảm 42% còn 583 tỷ VND. Đầu tư tài chính ngắn hạn ghi nhận 255 tỷ VND, tăng 2.6 lần so với cùng kỳ. Về nguồn vốn, nợ ngắn hạn tăng 24% YoY đạt 332 tỷ VND. Nợ dài hạn tăng lên 32 tỷ VND do ghi nhận thuế thu nhập hoãn lại phải trả.

Biểu đồ 1. Doanh thu, LNST của VSC 2017-2021

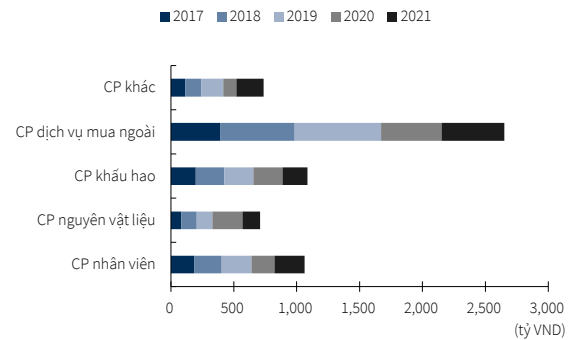
Nguồn: VSC, KBSV

Biểu đồ 2. Biên lợi nhuận gộp, biên LNST VSC

Nguồn: VSC, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu VSC 2017-2021

Nguồn: VSC, KBSV

Biểu đồ 4. Cơ cấu chi phí VSC 2017-2021

Nguồn: VSC, KBSV

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

VIP GREEN KÌ VỌNG PHỤC HỒI TĂNG TRƯỞNG

Tình trạng cạnh tranh tại khu vực cảng Hải Phòng ngày càng gay gắt khi mà nguồn cung đang ngày càng nhiều. Đầu năm 2023 Nam Đình Vũ 2 của Gemadept sẽ bắt đầu đi vào hoạt động. 4 bến cảng từ số 3 và số 6 của khu cảng Lạch Huyện cũng đang đi vào giai đoạn khởi động. Tuy nhiên chúng tôi vẫn kì vọng sản lượng VIP Green sẽ quay lại đà tăng trưởng vào nửa cuối năm 2022 nhờ các yếu tố:

Hải Phòng đẩy mạnh đầu tư các khu công nghiệp và hạ tầng cảng biển

Hải Phòng đã giao giấy chứng nhận đầu tư cho 6 dự án với quy mô bao gồm 4,600 tỷ VND và 231.5 triệu USD, góp phần đẩy mạnh sự phát triển cho hoạt động cảng biển tại khu vực Hải Phòng. Dự án Khu phi thuế quan – Logistics Xuân Cầu có tổng diện tích hơn 700ha, trải dài 6km tiếp giáp với hệ thống các cảng thuộc cửa ngõ quốc tế Hải Phòng dự kiến sẽ hoàn thành giai đoạn 1 vào 2025. Các dự án đầu tư xây dựng thêm bến bãi, các đường giao thông kết nối phía sau các cảng, hoàn thiện kết nối tới các tỉnh lân cận cũng đang được Hải Phòng đẩy mạnh tiến độ triển khai.

Các dự án đầu tư vào kết cấu hạ tầng của các khu công nghiệp Tiên Thanh, Nam Đình Vũ cũng được phê duyệt, gia tăng cầu vận chuyển hàng hóa, tạo động lực phát triển cho hoạt động cảng biển và vận tải biển ở Hải Phòng.

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng khu vực Hải Phòng 8 tháng đầu năm đạt tốc độ tăng trưởng nhanh đáng kể so với 5 tháng đầu năm nay. Các cảng tại Hải Phòng đã đạt trên 90% tổng công suất.

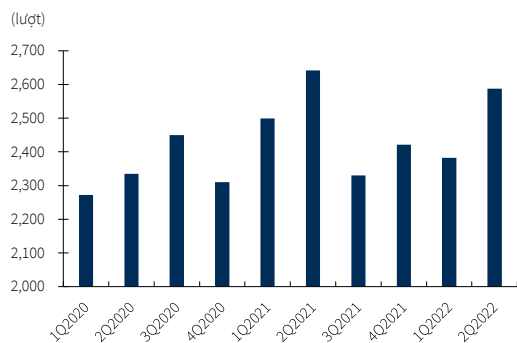
Hiện tại các cảng tại Hải Phòng đã hoạt động trên 90% tổng công suất. Sản lượng hàng thông qua các cảng khu vực Hải Phòng 3Q2023 có dấu hiệu tăng tốc trở lại. Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Hải Phòng 8 tháng đầu năm nay tăng hơn 9% so với cùng kỳ, doanh thu cảng biển khối cảng Hải Phòng 8 tháng đầu năm cũng tăng 12% YoY cho thấy cầu tại khu vực cảng Hải Phòng đang quay lại đà tăng trưởng tích cực.

VIP Green có lợi thế về vị trí cũng như lợi thế về hệ sinh thái khép kín

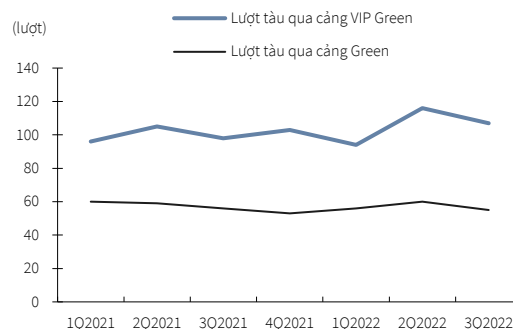
Cảng VIP Green với vị trí trung nguồn sông Cấm, ngoài cầu Bạch Đằng, có khả năng tiếp nhận 2 tàu trọng tải lớn 42,000 DWT, sẽ có lợi thế đón tàu chuyển từ (1) các cảng thượng nguồn sang do các cảng thượng nguồn vướng cầu Bạch Đằng chỉ đón được các tàu có trọng tải dưới 10,000 DWT, trong khi xu hướng hiện nay các hãng tàu ưa chuộng tàu có kích cỡ lớn hơn và (2) cảng hạ nguồn lớn như Lạch Huyện gặp tình trạng phù sa bồi lấp gây cản trở trong việc đón tàu. Các dịch vụ vận chuyển container về bãi của VSC chủ yếu được thực hiện bởi công ty TNHH MTV Vận tải biển Ngôi Sao Xanh, công ty con của VSC, rất ít thuê ngoài, giảm thiểu rất nhiều chi phí cho công ty. Cùng với hệ thống kho bãi, logistics được tích hợp, VSC càng gia tăng được lợi thế cạnh tranh với các cảng khác cùng khu vực.

Evergreen đảm bảo nguồn cung hàng ổn định cho VIP Green

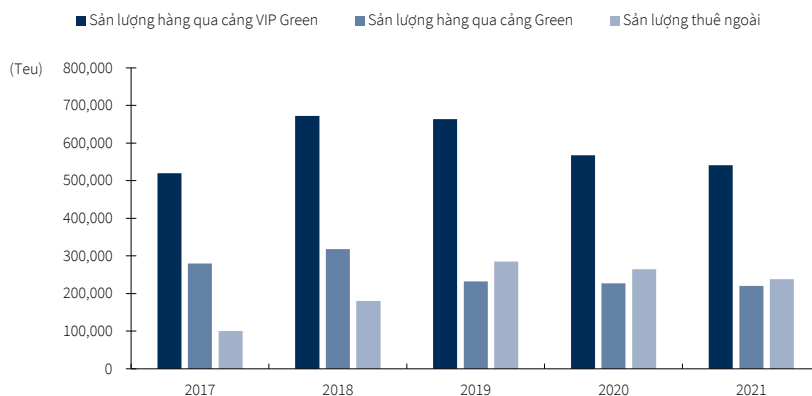
Bên cạnh đó, VIP Green còn có nguồn cung hàng ổn định từ hãng tàu Ever Green, cổ đông chiến lược hiện đang nắm giữ hơn 20% cổ phần của VIP Green. Gần 50% doanh thu của VIP Green đến từ Evergreen.

Biểu đồ 5. Tổng lượt tàu thông qua các cảng khu vực Hải Phòng

Nguồn: vinamarine, KBSV

Biểu đồ 6. Số lượt tàu thông qua cảng Green và VIP Green

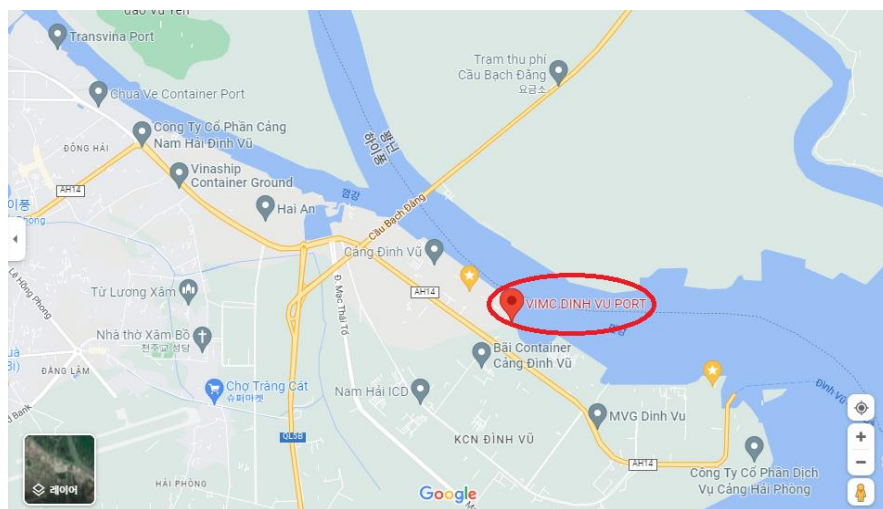
Nguồn: vinamarine, KBSV

Biểu đồ 7. Sản lượng hàng qua cảng Green, VIP Green và sản lượng thuê ngoài của VSC 2017-2021

Nguồn: V_KBSource

VIMC Đình Vũ kì vọng có lãi từ 2023

VSC đã hoàn tất mua lại 36% cổ phần tại VIMC Đình Vũ từ tháng 9/2021. VIMC Đình Vũ là cảng nằm ở hạ nguồn sông Cấm với công suất thiết kế 500,000 Teu, sở hữu 3 cầu tàu với tổng chiều dài 630m, dự kiến vận hành từ cuối 3Q2022. VIMC sở hữu lợi thế vị trí thuận lợi để dàng tiếp nhận tàu trọng tải lớn đến 40,000 DWT. Bên cạnh đó khu cảng còn được kết nối hoàn chỉnh và đồng bộ với đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai – Trung Quốc. Chúng tôi kì vọng VIMC Đình Vũ có thể đạt ít nhất 40% công suất trong 2023 và có khả năng lấp đầy công suất trong 5 năm tới, khi mà xu hướng dùng tàu trọng tải lớn đang ngày càng phổ biến và được các hãng tàu ưa chuộng. VIMC Đình Vũ dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận của VSC từ năm 2023 khi đã đi vào hoạt động ổn định.

Ảnh 1. Vị trí VIMC Đình Vũ

Nguồn: google maps

VSC LIÊN TỤC LÊN KẾ HOẠCH CHO CÁC DỰ ÁN M&A, HƯỚNG TỚI XÂY DỰNG CHUỖI LOGISTICS TÍCH HỢP QUY MÔ LỚN

Gần 50% chi phí sản xuất kinh doanh của VSC là chi phí dịch vụ thuê ngoài các đối tác cùng hoạt động trong ngành logistics. Việc VSC không ngừng tiến hành mua lại và sát nhập sẽ giúp mở rộng chuỗi giá trị dịch vụ logistics của công ty, giảm bớt chi phí thuê ngoài, cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Tháng 4/2022, VSC đã mua lại ICD Quảng Bình - Đình Vũ, nâng tổng diện tích bãi container sở hữu của VSC lên 62ha

Tháng 4 vừa qua, Viconship đã mua lại 43.2 triệu cổ phiếu (98.7% vốn) tại cảng cạn ICD Quảng Bình – Đình Vũ từ QBS với vốn đầu tư hơn 432 tỷ VND, dự hợp nhất KQKD từ 3Q2022. Việc có thêm ICD Quảng Bình sẽ giúp VSC tăng hiệu suất hoạt động của cả 2 cảng Geen và VIP Green. ICD Quảng Bình – Đình Vũ có tổng diện tích khai thác, sử dụng hơn 26ha, công suất lên đến hơn 140,000 Teu/năm, là một trong các cảng cạn lớn nhất miền Bắc, vừa có kết nối với đường bộ, vừa có kết nối với cảng biển. Sau khi mua lại cảng này, VSC đã sở hữu đến 6 bãi container với tổng diện tích lên đến gần 68ha, trong đó có 1 bãi depot 4.6ha ở Đà Nẵng, hơn 63ha thuộc khu vực Hải Phòng. VIP Green có tới 4 bãi depot nằm trong bán kính 4km, tổng diện tích lên tới hơn 50ha, lớn hơn nhiều so với diện tích 21ha của ICD Nam Hải mà Nam Đình Vũ đang sử dụng.

Ảnh 2. Vị trí ICD Quảng Bình – Đình Vũ



Nguồn: quangbinhjsc

VSC tiếp tục nghiên cứu kế hoạch đầu tư vào cảng nước sâu Cát Hải

VSC vẫn đang tiếp tục nghiên cứu kế hoạch đầu tư vào cảng Cát Hải, dự kiến khởi công vào 2023 và đi vào hoạt động sớm nhất vào 2025. Cát Hải là cảng nước sâu nằm gần với cảng Lạch Huyện, có độ sâu luồng lớn và sẽ trở thành đối thủ trực tiếp với HICT trong phân khúc tàu trọng tải lớn. Tuy nhiên cảng Cát Hải vẫn chưa được phê duyệt nên chúng tôi chưa đưa dự án vào dự phóng kết quả kinh doanh của VSC.

VSC dự kiến phát hành thêm 40 triệu cổ phiếu giá 20,000 VND/cp, nâng vốn điều lệ lên 1,612 tỷ VND. 2 nhà đầu tư chiến lược đã được lựa chọn, mỗi công ty 20 triệu cổ phiếu

KẾ HOẠCH PHÁT HÀNH RIÊNG LẺ

ĐHCĐ diễn ra vào tháng 9 vừa rồi nhấn mạnh sự cần thiết tăng vốn điều lệ đối với việc mở rộng quy mô hoạt động và nâng cao năng lực tài chính của công ty. Cụ thể VSC dự kiến phát hành thêm 40 triệu cổ phiếu (tương đương 33% lượng cổ phiếu đang lưu hành) giá 20,000 VND/cp, chiết khấu 45% so với giá thị trường hiện tại, và chiết khấu 20% trên giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu tại thời điểm cuối quý 2. Việc phát hành thành công sẽ nâng vốn điều lệ sau khi phát hành từ 1,212 tỷ VND lên 1,612 tỷ VND. Đối tượng phát hành được lựa chọn đến hiện tại là hai nhà đầu tư chiến lược gồm: Công ty cổ phần Đầu tư và dịch vụ Cảng và Công ty cổ phần Đầu tư và Dịch vụ Xuất nhập khẩu Thái Bảo, mỗi công ty 20 triệu cổ phiếu.

- Số tiền dự thu 800 tỷ VND, VSC công bố phương án sẽ đầu tư 600 tỷ VND để tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Vận tải biển Vinaship lên 49% vốn điều lệ, 100 tỷ VND tăng vốn cho công ty là công ty TNHH MTV Trung tâm Logistics Xanh, 100 tỷ VND bổ sung vốn lưu động cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.
- Trường hợp các công ty trên từ chối 1 phần, VSC sẽ tiến hành phân phối lại cho nhà đầu tư đáp ứng yêu cầu. Nếu kết thúc thời gian chào bán không thu được số tiền dự kiến, HĐQT thực hiện bổ sung nguồn vốn còn thiếu qua vay vốn tín dụng, phát hành trái phiếu.

Nhà đầu tư cần thận trọng vì việc phát hành riêng lẻ hoàn thành sẽ pha loãng cổ phiếu ở mức tương đối cao 33%

Cũng trong ĐHCĐ, công ty nêu lên việc VSC cần M&A với các công ty vận tải biển để hoàn thiện chuỗi cung ứng. Đội tàu container Việt Nam còn để trống nhiều thị phần trong vận tải biển và VSC có tham vọng sở hữu đội tàu nằm trong top đầu Đông Nam Á và Châu Á. Theo VSC, thời điểm thực hiện cơ hội M&A rơi vào 4Q2022, nếu trễ hơn có thể mất cơ hội vào tay đối thủ khác. Phương thức huy động bằng phát hành cổ phiếu riêng lẻ được VSC cho là phù hợp nhất để có thể huy động vốn kịp thời.

Việc phát hành riêng lẻ nếu hoàn tất sẽ gây tác động pha loãng cổ phiếu ở mức tương đối cao là 33%. Chúng tôi hiện tại giữ quan điểm thận trọng với kế hoạch phát hành riêng lẻ do còn thiếu thông tin về các dự án M&A VSC dự định triển khai.

RỦI RO

Rủi ro suy thoái kinh tế thế giới

Trong bối cảnh cuộc chiến Nga – Ukraine chưa có hồi kết, chỉ số lạm phát toàn cầu gia tăng, rủi ro suy thoái kéo theo là rủi ro tăng trưởng chậm lại của nhiều quốc gia sẽ dẫn tới việc người dân và chính phủ thắt chặt chi tiêu, đặc biệt là tại thị trường đối tác lớn của Việt Nam như EU, Mỹ. Rủi ro các nhà sản xuất toàn cầu giảm sản lượng và nhu cầu giao thương giảm sẽ có tác động tiêu cực đến ngành cảng biển.

Cạnh tranh tại khu vực cảng Hải Phòng gia tăng

Đối thủ trực tiếp của VIP Green hiện tại là cảng Nam Đình Vũ của GMD. Đầu 2023, Nam Đình Vũ 2 đi vào hoạt động. Rủi ro dư cung và cạnh tranh ở khu vực cảng Hải Phòng có thể tác động tiêu cực đến sản lượng của cảng Green và VIP Green.

Rủi ro chậm trễ trong phê duyệt dự án Cát Hải

Sự chậm trễ trong việc xin phê duyệt khởi công của dự án cảng nước sâu Cát Hải sẽ ảnh hưởng tới kế hoạch mở rộng kinh doanh trung và dài hạn của công ty.

Rủi ro pha loãng thu nhập trên một cổ phiếu

VSC liên tục tăng vốn bằng hình thức phát hành thêm cổ phiếu trong những năm gần đây. Đợt phát hành riêng lẻ 40 triệu cổ phiếu tới đây, vốn điều lệ sẽ tăng thêm 400 tỷ VND. Các dự án mới có thể cần nhiều thời gian để đạt được lợi nhuận kỳ vọng. Trong điều kiện doanh thu và lợi nhuận chưa tăng kịp với tốc độ tăng trưởng của vốn điều lệ, thu nhập trên cổ phiếu của công ty sẽ bị giảm.

DỰ PHÓNG KQKD 2022 VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi kì vọng doanh thu và LNST 2022 của VSC sẽ đạt mức 2,016 tỷ VND (+7%) và 487 tỷ VND (+18%). Biên lợi nhuận gộp ở mức cao đạt %

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của VSC năm 2022 lần lượt đạt 2,016 tỷ VND (+7%YoY) và 487 tỷ VND (+18%YoY), với kì vọng sản lượng qua cảng Green đi ngang, sản lượng cảng VIP Green tăng nhẹ 5%. Biên lợi nhuận ở mức cao, đạt 33% so với mức 31.8% trong năm 2021 do giảm sản lượng thuê ngoài, từ đó giảm chi phí thuê ngoài, tác động tích cực tới giá vốn bán hàng. Lợi nhuận công ty liên kết đi ngang do VIMC sẽ bắt đầu dịch vụ bốc dỡ container từ 4Q2022, kéo lại phần lỗ ghi nhận cho VSC vào 3Q2022. EPS dự phóng đạt 2,933 VND/cp và P/E dự phóng đạt mức 10.8x.

Bảng 1. Dự phóng KQKD VSC

	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,793	1,689	1,892	2,016	2,156
Giá vốn bán hàng	1,356	1,240	1,290	1,345	1,414
Lợi nhuận gộp	437	449	602	671	742
Lãi/lỗ đầu tư tài chính	-7	9	11	41	63
Chi phí quản lý, bán hàng	97	129	129	138	147
Thu nhập, chi phí khác	-3	5	-6	0	0
Lợi nhuận công ty liên kết	12	2	4	4	33
Lợi nhuận trước thuế	342	336	483	573	684
Thuế	56	39	69	86	103
Lợi nhuận sau thuế	286	296	414	487	582

Nguồn: VSC, KBSV

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 48,500 VND/cổ phiếu

Đánh giá dựa trên tiềm năng phát triển của dịch vụ cảng biển cũng như mức sinh lời từ các dự án của Viconship, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định mức giá mục tiêu cho VSC. KBSV đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu VSC với mức giá mục tiêu 48,500 VND/cp, cao hơn 35.1% so với mức giá 35,900 VND ngày 15/09/2022.

Bảng 2. Định giá cổ phiếu VSC

Giá trị định giá doanh nghiệp (tỷ VND)	5,890
Số cổ phiếu lưu hành	121,269,397
Giá mục tiêu (VND)	48,500
Giá hiện tại (VND)	35,900
Dự địa tăng trưởng	35.1%

Nguồn: VSC, KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	1,689	1,892	2,016	2,156
Giá vốn hàng bán	1,240	1,290	1,345	1,414
Lãi gộp	449	602	671	742
Thu nhập tài chính	11	13	41	63
Chi phí tài chính	2	2	0	0
Trong đó: Chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	2	4	4	33
Chi phí bán hàng	56	48	51	55
Chi phí quản lý doanh nghiệp	73	81	87	93
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	331	488	579	691
Thu nhập khác	5	13	0	0
Chi phí khác	1	19	0	0
Thu nhập khác, ròng	5	-6	-6	-7
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	336	483	573	684
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	39	69	86	103
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	296	414	487	582
Lợi ích của cổ đông thiểu số	57	64	83	99
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	240	350	404	483

Chỉ số hoạt động

(%)	2020	2021	2022F	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	26.6%	31.8%	33.3%	34.4%
Tỷ suất EBITDA	33.5%	39.9%	44.5%	49.7%
Tỷ suất EBIT	19.9%	25.5%	28.4%	31.7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	19.9%	25.5%	28.4%	31.7%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	19.6%	25.8%	28.7%	32.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	26.6%	31.8%	33.3%	34.4%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Lãi trước thuế	336	483	573	684
Khấu hao TSCĐ	233	200	196	229
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	14	17	0	0
Chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	555	667	769	913
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	(22)	70	(51)	(20)
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	2	3	(3)	(1)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	42	(1)	40	(30)
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	13	16	3	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	(31)	(42)	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	529	645	653	762
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	(95)	(92)	(143)	(153)
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	(4)	(444)	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0	353	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	(392)	0	(350)
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	12	15	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	(86)	(562)	(143)	(503)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	549	110	800
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	0	0	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	(76)	0	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(171)	(112)	(97)	(116)
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	(247)	437	13	684
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	197	520	523	944
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	297	493	1,014	1,536
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	493	1,014	1,536	2,480

Nguồn: VSC, KBSV

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
(Báo cáo chuẩn)				
Tổng Cộng Tài Sản	2,458	3,266	3,816	5,061
Tài Sản Ngắn Hạn	896	1,442	2,045	3,017
Tiền và tương đương tiền	493	1,014	1,536	2,480
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	8	99	99	99
Các khoản phải thu	268	232	284	303
Hàng tồn kho, ròng	24	21	24	26
Tài Sản Dài Hạn	1,562	1,824	1,770	2,044
Phải thu dài hạn	1	2	2	2
Tài sản cố định	922	811	757	681
Tài sản dở dang dài hạn	0	2	2	2
Đầu tư dài hạn	118	506	506	856
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	287	270	318	298
Nợ ngắn hạn	287	269	318	298
Phải trả người bán	105	81	121	91
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0	0	0	0
Vay ngắn hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn	0	1	0	0
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	0	0	0	0
Vốn Chủ Sở Hữu	2,171	2,996	3,496	4,761
Vốn góp	551	1,100	1,211	1,611
Thặng dư vốn cổ phần	36	36	36	436
Lãi chưa phân phối	413	660	0	0
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ số định giá				
P/E	11.1	6.3	10.8	12.0
P/E pha loãng	11.1	6.3	10.8	12.0
P/B	1.4	1.6	1.2	1.2
P/S	1.8	2.5	2.2	2.7
P/Tangible Book	1.4	1.6	1.2	1.2
P/Cash Flow	6	7	7	8
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	5.4	6.4	4.9	5.4
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	9.0	9.9	7.6	8.5

Hiệu quả quản lý

ROE	13.7%	13.8%	13.9%	12.2%
ROA	12.1%	12.7%	12.8%	11.5%
ROIC	20.0%	24.3%	29.2%	30.0%

Cấu trúc tài chính

Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.74x	4.13x	5.14x	8.65x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.77x	1.11x	1.05x	1.02x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.68x	5.00x	6.03x	9.67x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	13.2%	9.0%	9.1%	6.3%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	11.7%	8.2%	8.3%	5.9%
Tổng công nợ/Vốn CSH	13.2%	9.0%	9.1%	6.3%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	11.7%	8.3%	8.3%	5.9%

Chỉ số hoạt động

Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6.3	8.1	7.1	7.1
Hệ số quay vòng HTK	50.6	61.1	55.4	55.4
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	12.9	13.9	13.4	13.4

KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannnd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích
quangtpt@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.