

CTCP CONTAINER VIỆT NAM (HSX: VSC)

Động lực tăng trưởng mới từ mở rộng hệ sinh thái và đầu tư tài chính

Chúng tôi khuyến nghị **QUAN SÁT** đối với VSC.

- Doanh thu của VSC dự báo tăng trưởng kép 8% giai đoạn 2025 – 2029 đến từ hoạt động xếp dỡ**
 - Hoạt động xếp dỡ container:** kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ thương vụ mua cảng NHĐV, tạo cụm cảng kép với VIP Green, nâng công suất toàn hệ thống lên 1,5 triệu TEU/năm (+60%). Chúng tôi dự báo sản lượng đạt CAGR 6%, tương ứng 1,3 triệu TEU vào 2025 và 1,6 triệu TEU vào 2029. Doanh thu xếp dỡ dự kiến đạt 1.562 tỷ đồng năm 2025 và 2.242 tỷ đồng năm 2029, tương ứng CAGR 8%. Giá dịch vụ xếp dỡ duy trì ở nhóm cao, khoảng 1,2 triệu VND/TEU vào năm 2025 và giả định tăng 3%/năm theo xu hướng tỷ giá USD/VND.
 - Hoạt động ngoài xếp dỡ:** Được kỳ vọng duy trì vai trò hỗ trợ tăng trưởng. Doanh thu kho bãi dự kiến đạt CAGR 8% nhờ tỷ lệ lấp đầy kho CFS gia tăng, doanh thu vận tải đường bộ duy trì CAGR 6% với động lực từ nhu cầu khu vực miền Trung và mặt bằng giá dịch vụ ổn định ở mức cao, trong khi doanh thu lĩnh vực forwarder tăng trưởng chậm lại ở mức 7% do giá cước điều chỉnh nhưng vẫn là mảng hỗ trợ quan trọng.
- Hoạt động đầu tư tài chính:** Kể từ 2024, hoạt động tài chính của VSC trở nên sôi động nhờ phân bổ vốn vào đầu tư cổ phiếu niêm yết. Trong 6T2025, doanh thu tài chính đạt 100 tỷ đồng, trong đó 78 tỷ đồng đến từ đầu tư cổ phiếu, chiếm khoảng 40% LNST. Ngoài ra, trong Q3-FY25, ước tính VSC ghi nhận thêm 585 tỷ đồng từ thoái vốn 20% tại CTCP Cảng Xanh VIP (UPCOM: VGR).
- Trong giai đoạn 2025 – 2029, biên lợi nhuận gộp** của VSC được dự báo duy trì quanh mức 28% thấp hơn trước do chi phí khấu hao tăng mạnh từ việc hợp nhất NHĐV. Biên ròng cốt lõi được kỳ vọng cải thiện nhờ chi phí lãi vay giảm và hiệu quả khai thác NHĐV gia tăng, duy trì ở mức 2,1 – 2,6%.

Dự phóng cho năm 2025, doanh thu và LNST-CDM lần lượt đạt 3.127 tỷ đồng (+12% YoY) và 696 tỷ đồng (+107% YoY). EPS tương ứng là 1.860 VND. Loại trừ lợi nhuận bất thường từ thoái vốn tại công ty con, LNST-CDM ước tính đạt 327 tỷ đồng (đi ngang svck).

Rủi ro đối với khuyến nghị: Giá trị chứng khoán kinh doanh của VSC chiếm tỷ trọng khoảng 15% tổng tài sản và Công ty ký quỹ với đòn bẩy cao nên hiệu suất của cổ phiếu sẽ rất nhạy cảm với các biến động mạnh của thị trường chứng khoán.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

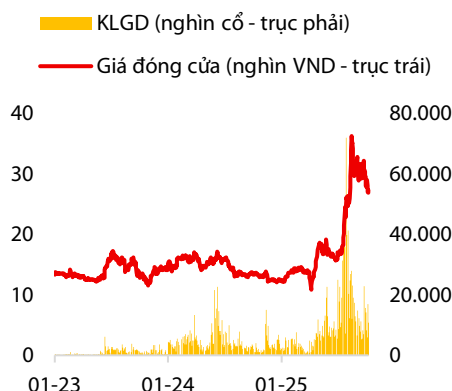
Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	1.892	2.007	2.181	2.788	3.127	3.342
Tăng trưởng (%)	12,0	6,1	8,6	27,8	12,1	6,9
EBITDA	672,3	672,6	619,0	755,4	838,7	880,2
LNST	350	314	124	336	696	177
Tăng trưởng (%)	46,0	-10,2	-60,7	171,9	107,2	-74,7
Biên ròng (%)	18,5	15,7	5,7	12,1	22,3	5,3
ROA (%)	10,7	7,2	2,4	4,3	8,2	2,1
ROE (%)	13,3	11,3	4,3	7,4	13,6	3,5
EPS cơ bản (VND)	3.181	2.592	927	1.172	1.860	471
GTSS (VND)	23.835	23.032	21.600	15.764	13.636	13.572
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	0	0	500	500	500
P/E (x)	14,7	12,4	39,2	11,4	13,5	53,4
P/BV (x)	2,3	1,3	1,3	1,0	1,8	1,9

Nguồn: VSC, CTCK Rong Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 10/16/2025.

QUAN SÁT

Giá thị trường (VND)	27.500
Giá mục tiêu (VND)	N/A
Cổ tức dự kiến trong vòng 12 tháng	500 VND/cp

Thông tin cổ phiếu	
Ngành	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.220
SLCPDLH (triệu cp)	374
Beta	1,0
Free Float (%)	90
Giá cao nhất 52 tuần	36.200
Giá thấp nhất 52 tuần	10.826
KLGD bình quân 20 phiên	17.557



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
VSC	58,7	102,2	108,2
VN30 Index	21,8	44,9	70,3
VN-Index	17,5	34,9	52,1

Cổ đông lớn (%)

Viettinbank Capital	2,8
Khác	97,2
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	47,13

Quân Cao

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 2223

quan.cn@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN LĨNH VỰC KINH DOANH CỐT LÕI BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	10,0%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	14%	Dòng tiền tự do ở hiện tại	8.837
Chi phí vốn chủ sở hữu	14%	+ Tiền mặt và Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.795
Lãi suất phi rủi ro	3%	- Nợ vay	1.900
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	11%	- Lợi ích cổ đông thiểu số	541
Beta	1,0	Giá trị vốn chủ sở hữu	8.192
Exit EV/EBITDA	9,0x		

Bảng 1: Độ nhạy cho Giá trị hợp lý vốn cổ phần (Tỷ đồng)

		Exit EV/EBITDA				
		7	8	9	10	11
WACC	8,0%	19.521	21.578	23.635	25.692	27.749
	9,0%	18.785	20.762	22.738	24.715	26.692
	10,0%	18.083	19.983	21.883	23.783	25.683
	11,0%	17.413	19.240	21.066	22.893	24.720
	12,0%	16.772	18.529	20.287	22.044	23.801

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Sau ngày 02/04/2025 (sự kiện áp thuế của Chính quyền Trump), giá cổ phiếu VSC đạt hiệu suất ấn tượng (+142% YTD) nhờ kỳ vọng LNST-CĐM tăng trưởng đột biến với đóng góp chủ yếu từ hoạt động đầu tư tài chính hiệu quả và thoái vốn tại công ty con. Đồng thời, sự đẩy mạnh mở rộng hệ sinh thái và nâng cấp hạ tầng cảng, nổi bật là hai thương vụ mua cảng Nam Hải Đình Vũ và trở thành cổ đông lớn tại CTCP vận tải và xếp dỡ Hải An (HSX: HAH) sẽ mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn.

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP), giá mục tiêu cho VSC là **25.200 VND/cổ phiếu, cùng với cổ tức 500 VND/cổ phiếu**. Dựa vào giá đóng cửa ngày 16/10/2025, chúng tôi nhận thấy triển vọng của VSC đã được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu nên chúng tôi khuyến nghị **QUAN SÁT** đối với VSC.

Bảng 2: Tổng hợp định giá

Tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của VSC	Giá trị đóng góp
Công ty mẹ và công ty con		8.728		8.728
Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi	FCFF	8.192	100%	8.192
LNST thoái vốn VIP Green		535	100%	535
Công ty liên doanh, liên kết		1.880		701
CTCP vận tải biển Vinaship	Giá trị thị trường	711	40%	286
CTCP cảng VIMC Đình Vũ	Giá trị sổ sách	962	36%	346
CTCP VHL Logistics	Giá trị sổ sách	35	44%	15
CTCP Logistics cảng Đà Nẵng (DNL)	Giá trị thị trường	172	31%	53
Tài sản khác		0		0
CT TNHH MSC Việt Nam	Giá trị sổ sách	0	100%	0
Tổng giá trị				9.429
Số lượng CPLH (triệu CP)				374
Giá mục tiêu				25.185

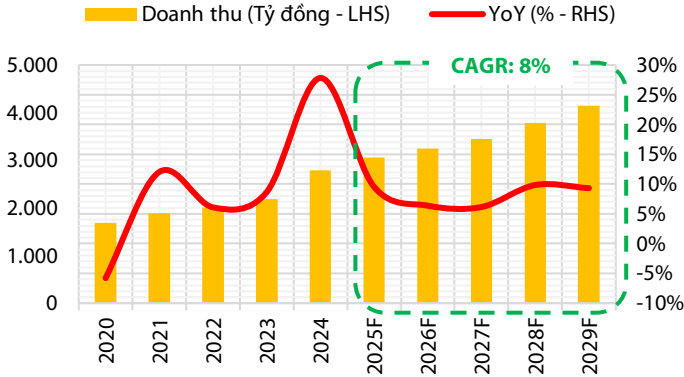
Nguồn: CTCK Rông Việt

MỤC LỤC BÁO CÁO	
A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 - 2029	Trang 4
B. PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029	Trang 16
C. PHỤ LỤC 2 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG NGÀNH CẢNG BIỂN	Trang 17
D. PHỤ LỤC 3 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Trang 19
1. Tổng quan doanh nghiệp	Trang 19
2. Mô hình hoạt động	Trang 19
3. Lĩnh vực kinh doanh	Trang 20
E. PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG BIỂN	Trang 29
F. PHỤ LỤC 5 – NĂNG LỰC CẠNH TRANH CỦA VSC KHU VỰC HẢI PHÒNG	Trang 32
G. PHỤ LỤC 6 – GIÁ CƯỚC XẾP DỠ THEO THÔNG TƯ 39/2023/TT-BGTVT	Trang 35

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG (Quay lại Mục lục)

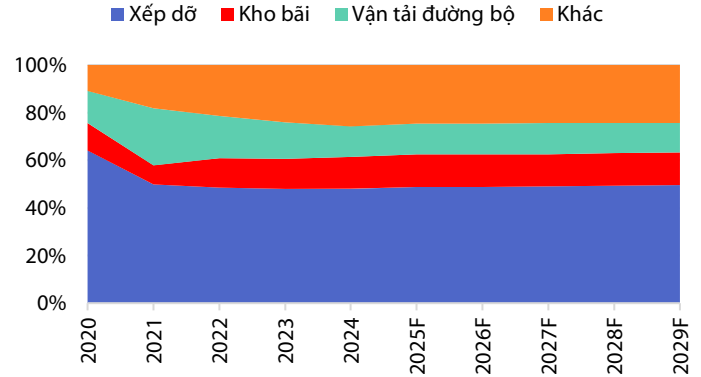
Doanh thu: Chúng tôi dự phóng doanh thu VSC giai đoạn 2025–2029 đạt tốc độ tăng trưởng kép 8%. Trong hai năm gần đây, Công ty đẩy mạnh mở rộng hệ sinh thái và nâng cấp hạ tầng cảng, nổi bật với việc mua cảng Nam Hải Đình Vũ và trở thành cổ đông lớn tại CTCP vận tải và xếp dỡ Hải An (HSX: HAH), qua đó củng cố dư địa tăng trưởng dài hạn.

Hình 1: Dự phóng doanh thu của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ trọng doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh



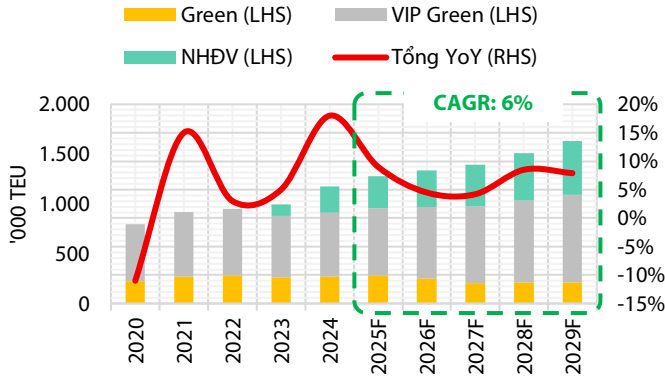
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực xếp dỡ container: Giai đoạn 2018 – 2024, doanh thu xếp dỡ của VSC chỉ tăng trưởng kép 3% do cảng Green và VIP Green đã khai thác tối đa công suất. Để giải quyết nút thắt tăng trưởng, Công ty mua lại cảng NHĐV từ GMD với tổng giá trị là 3.352 tỷ đồng (VSC xác định giá trị hợp lý của NHĐV là 2.885 tỷ đồng và lợi thế thương mại là 467 tỷ đồng). Thương vụ này không chỉ giúp tăng khả năng xử lý hàng hóa trong bối cảnh lịch tàu trùng lặp mà còn tạo cụm cảng kép NHĐV – VIP Green với tổng chiều dài cầu bến hơn 800m, đủ sức khai thác đồng thời 4 tàu feeder. Nhờ đó, công suất thiết kế toàn hệ thống tăng khoảng 60%, từ 950.000 lên 1,5 triệu TEU/năm.

Năm 2024, sản lượng đạt 1.171 nghìn TEU (+18% YoY) và doanh thu xếp dỡ đạt 1.340 tỷ đồng (+28% YoY), vượt tốc độ tăng sản lượng nhờ điều chỉnh giá dịch vụ theo Thông tư 39/2023/TT-BGTVT. Trong giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự báo doanh thu của VSC đạt 1.606 tỷ đồng (2025) và 2.217 tỷ đồng (2029), tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép 8%. ([xem thêm tại trang 21](#)), trong đó:

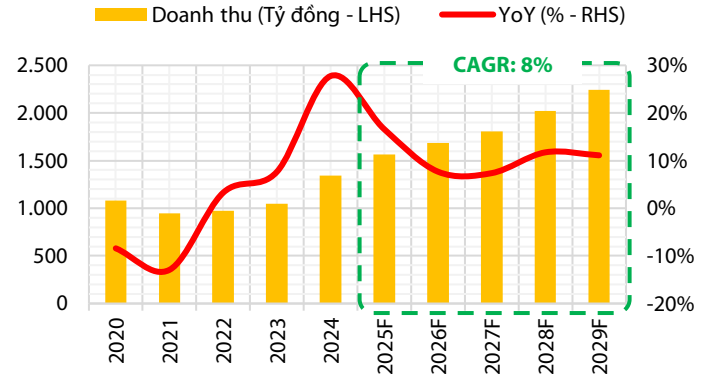
- Dự phóng sản lượng container thông qua cụm cảng của VSC đạt CAGR là 6%, tương ứng đạt 1.280 nghìn TEU trong năm 2025 và 1.630 nghìn TEU vào năm 2029. Tốc độ tăng trưởng kép cao hơn so với giai đoạn trước đó nhờ quy mô cảng được mở rộng thêm 60%, và sự hợp tác cùng hãng tàu của HAH sẽ đảm bảo hàng khai thác cho cảng NHĐV. Lũy kế 7T2025, tổng sản lượng thông qua cụm cảng của VSC đạt 706 nghìn TEU (+7% YoY), hoàn thành 55% dự phóng của chúng tôi cho năm 2025.
- Phí xếp dỡ hiện tại ở cảng VIP Green và cảng NHĐV đang thuộc nhóm cảng có giá cước cao nên chúng tôi duy trì mức giá niêm yết hiện tại (giá trung bình khoảng 1,2 triệu VND/TEU) để bảo toàn lợi thế cạnh tranh. Đơn giá niêm yết bằng USD, chúng tôi giả định giá bình quân tăng 3%/năm dựa theo xu hướng tăng tỷ giá USD/VND.

Hình 3: Dự phóng sản lượng thông qua hệ thống cảng của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng doanh thu lĩnh vực xếp dỡ container



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

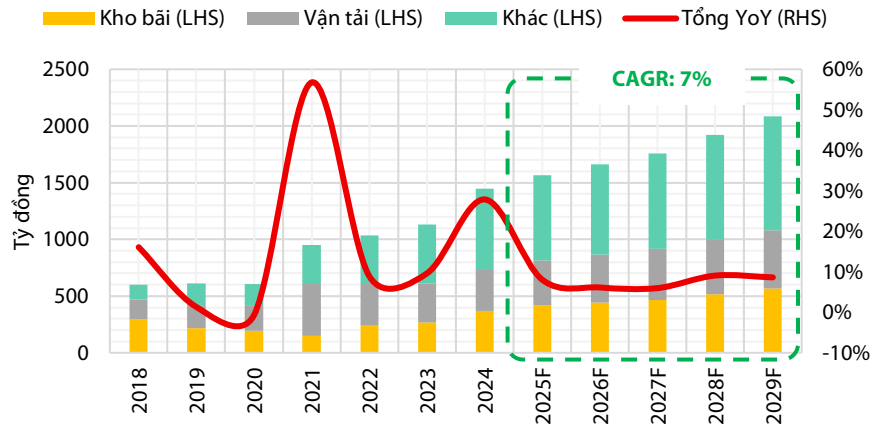
Lĩnh vực ngoài xếp dỡ container:

- Kho bãi:** Hoạt động cho thuê kho bãi đóng góp trung bình 13% doanh thu của VSC giai đoạn 2018 – 2024, với CAGR chỉ 4%. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi dự báo doanh thu lĩnh vực kho bãi đạt CAGR là 8%, cao hơn so với giai đoạn quá khứ nhờ gia tăng tỷ lệ cho thuê tại kho CFS. ([xem thêm tại trang 25](#))
 - Bãi chứa container (112.600 m², sức chứa gần 6.000 TEU) chủ yếu phục vụ lưu trữ container rỗng. Giai đoạn 2020 – 2024, do nhiều nguyên nhân từ thị trường hàng hải nên thời gian lưu bãi container giảm, sản lượng depot ghi nhận CAGR -2% và tỷ lệ lấp đầy chỉ 12% công suất thiết kế.
 - Kho CFS (4.449 m²) tăng trưởng ổn định với CAGR 6%, hưởng lợi từ xu hướng thuê kho 3PL, tỷ lệ lấp đầy mới 27% cho thấy dư địa còn lớn. Giá thuê kho bãi dự kiến tăng CAGR 3% giai đoạn 2025 – 2029 nhờ tỷ trọng kho CFS gia tăng, trong khi nhu cầu lưu trữ container rỗng dự báo đi ngang.
- Vận tải đường bộ:** VSC hiện sở hữu 239 đầu xe và 286 rơ-moóc, triển khai vận tải container qua ba công ty con, trong đó VSM (HNX: VSM) chiếm khoảng 53% doanh thu hợp nhất mảng này. Cho giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự phóng sản lượng vận chuyển (TEU) sẽ đạt CAGR 6%. Giai đoạn 2018 – 2024, doanh thu VSM tăng trưởng kép 13%, nhờ sản lượng miễn Trung ổn định (+2% CAGR) và giá dịch vụ tăng mạnh (+10% CAGR), đặc biệt năm 2021 tăng vọt 36% do giãn cách xã hội. Từ 2021–2024, giá duy trì ở mặt bằng cao, tăng trung bình 4%/năm; trong giai đoạn tới, giả định giá tiếp tục tăng CAGR 4%. ([xem thêm tại trang 26](#))

Giai đoạn 2018 – 2024, doanh thu forwarder tăng trưởng mạnh với CAGR 33%, bùng nổ năm 2021 (+88% YoY) do đứt gãy chuỗi cung ứng và sự cố Suez. Năm 2022 – 2024, lĩnh vực forwarder duy trì tăng trưởng khoảng 30%/năm do giá cước biến động bởi xung đột biển Đỏ và tắc nghẽn cảng châu Á. Chúng tôi dự báo 2025 – 2029, doanh thu mảng này tăng trưởng chậm lại với CAGR 7% do giá cước “sideway down” ngắn hạn bởi dư cung, trước khi phục hồi khi cung – cầu cân bằng. ([xem thêm tại trang 28](#))
- Khác:** Lĩnh vực này chiếm tỷ trọng trung bình 20% - 25% doanh thu thuần. VSC cung cấp dịch vụ forwarder, đại lý hãng tàu và giao nhận hàng lẻ, hiện là tổng đại lý của nhiều hãng lớn như MSC, Maersk, TS Lines... Các dịch vụ gồm đặt chỗ, quản lý hàng hóa/container và giao nhận XNK, gắn kết chặt chẽ với hoạt động kho vận – bốc xếp, hoàn thiện chuỗi cung ứng.

Giai đoạn 2018 – 2024, doanh thu forwarder tăng trưởng mạnh với CAGR 33%, bùng nổ năm 2021 (+88% YoY) do đứt gãy chuỗi cung ứng và sự cố Suez. Năm 2022 – 2024, lĩnh vực forwarder duy trì tăng trưởng khoảng 30%/năm do giá cước biến động bởi xung đột biển Đỏ và tắc nghẽn cảng châu Á. Chúng tôi dự báo 2025 – 2029, doanh thu mảng này tăng trưởng chậm lại với CAGR 7% do giá cước “sideway down” ngắn hạn bởi dư cung, trước khi phục hồi khi cung – cầu cân bằng. ([xem thêm tại trang 28](#))

Hình 5: Dự phóng doanh thu lĩnh vực ngoài xếp dỡ container



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

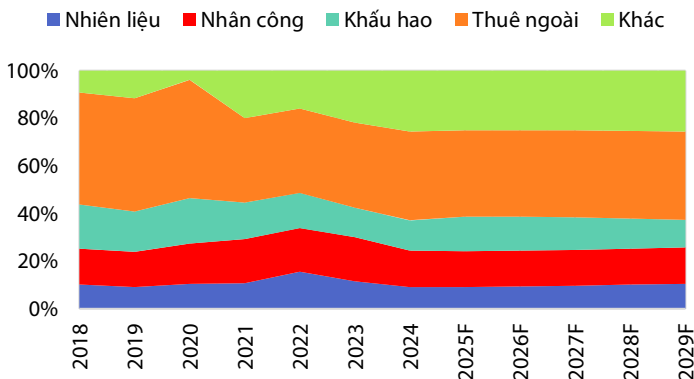
Cơ cấu chi phí sản xuất: Dịch vụ thuê ngoài và chi phí bằng tiền khác là hai khoản mục chiếm tỷ trọng lớn, dao động từ 50% - 60% tổng chi phí. Hai nhóm chi phí này chủ yếu phục vụ các hoạt động cốt lõi của cảng như thuê đội tàu sông để lai dắt, hoa tiêu, thanh toán cước vận tải cho hãng tàu trong hoạt động forwarder, thuê xe nâng hoặc thuê cảng ngoài để xếp dỡ trong trường hợp trùng lịch tàu. Tổng giá trị hai nhóm chi phí này tương đương khoảng 40% doanh thu của VSC, và chúng tôi giả định tỷ lệ này được duy trì ổn định trong giai đoạn dự báo.

Chi phí nhân công bình quân chiếm 11% – 13% doanh thu trong giai đoạn 2018 – 2023, nhưng giảm nhẹ xuống còn 10,7% vào năm 2024 nhờ hợp nhất cảng NHĐV. Việc hai cảng nằm gần nhau giúp VSC linh hoạt điều phối lao động từ VIP Green, qua đó tối ưu hóa nguồn nhân lực. Chúng tôi đánh giá đây là lợi ích cộng hưởng từ vị trí liên kế giữa hai cảng, doanh thu tăng lên mà chi phí nhân công không tăng tuyến tính và duy trì giả định chi phí nhân công ở mức 10,7% doanh thu trong giai đoạn dự báo.

Chi phí khấu hao của VSC dự kiến tăng 30% trong năm 2025 do hợp nhất đầy đủ chi phí khấu hao từ cảng NHĐV trong một năm hoạt động, giá trị phần lớn là quyền khai thác cảng. Đồng thời, VSC cũng đầu tư lớn vào hai cầu RTG tại cảng VIP Green với tổng giá trị 620 tỷ đồng. Từ đó, chi phí khấu hao trong giá vốn được dự báo duy trì ở mức bình quân khoảng 350 tỷ đồng mỗi năm.

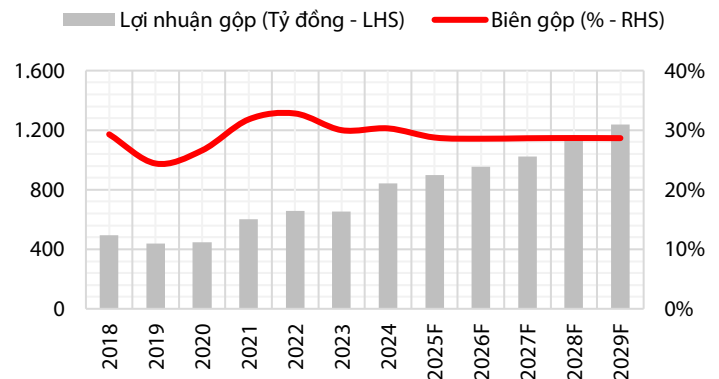
Dựa trên những dự phóng về doanh thu và giá vốn sản xuất, biên lợi nhuận gộp của VSC được chúng tôi dự báo duy trì ở mức khoảng 29% trong giai đoạn 2025 – 2029.

Hình 6: Cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố của VSC (%)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Lợi nhuận gộp và biên gộp của VSC



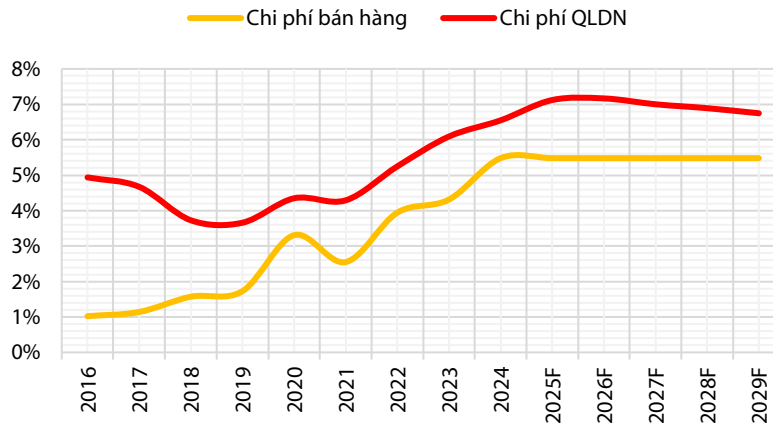
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A): Trước năm 2020, tỷ lệ SG&A/doanh thu thuần của VSC duy trì ổn định quanh mức 5,5%. Tuy nhiên, kể từ sau năm 2020, tỷ lệ này tăng mạnh, đạt 12% vào

năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu đến từ chi phí hoa hồng nâng hạ trả cho các hãng tàu và khoản chi liên quan đến lợi thế thương mại sau khi mua lại cảng NHĐV, với 22 tỷ đồng là phí cố định từ phân bổ lợi thế thương mại và hoa hồng cho hãng tàu ước tính khoảng 3% doanh thu thuần. Việc chia sẻ hoa hồng với hãng tàu là hình thức giữ chân khách hàng tương đối phổ biến trong ngành cảng biển, đặc biệt là các hãng tàu lớn với sản lượng vận chuyển cao hàng năm, trong bối cảnh cạnh tranh giữa các cảng tại Hải Phòng.

Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi giả định tỷ lệ SG&A/doanh thu sẽ ổn định ở mức 12,5%, với cấu trúc biến phí duy trì tương tự năm 2024. Tỷ lệ này cao hơn khoảng 1% so với mức trung bình ngành do sự tăng lên của định phí, đây là chi phí phát sinh từ lợi thế thương mại được ước tính khoảng 45 tỷ đồng/năm – tăng so với mức 22 tỷ đồng của năm 2024 do bắt đầu ghi nhận đầy đủ một niên độ kế toán.

Hình 8: Tỷ lệ SG&A/Doanh thu thuần (%)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hoạt động tài chính: Kể từ năm 2024, hoạt động tài chính của VSC trở nên sôi động với việc phân bổ mạnh mẽ nguồn vốn vào hoạt động đầu tư cổ phiếu niêm yết. Trong bối cảnh thuận lợi của thị trường chứng khoán, lĩnh vực này mang về lợi nhuận ròng 22 tỷ đồng cho VSC sau 6T2025.

Doanh thu tài chính: Trong 6T2025, doanh thu tài chính của VSC đạt 100 tỷ đồng, trong đó lợi nhuận được thực hiện hóa từ đầu tư cổ phiếu đạt 78 tỷ đồng, tương ứng chiếm tỷ trọng 40% LNST của VSC.

Thời điểm cuối Q2-FY25, danh mục đầu tư chứng khoán của VSC sở hữu hai cổ phiếu của CTCP vận tải và xếp dỡ Hải An (HSX: HAH) và CTCP tập đoàn Gelex (HSX: GEX) chiếm tỷ trọng lần lượt là 88% và 7% tổng giá trị chứng khoán kinh doanh.

Danh mục chứng khoán kinh doanh của VSC tập trung chủ yếu vào cổ phiếu HAH. Chúng tôi cho rằng đây không chỉ là khoản đầu tư tài chính thuần túy, mà còn mang tính chiến lược khi tạo hiệu ứng cộng hưởng và mở rộng hệ sinh thái của VSC, do đó Công ty nhiều khả năng sẽ nắm giữ HAH trong dài hạn. Hiện tại, danh mục chứng khoán kinh doanh của VSC không được hạch toán theo giá trị hợp lý, nên phần lợi nhuận từ việc HAH tăng giá chưa được ghi nhận do Công ty chưa thực hiện hóa. Chúng tôi kỳ vọng VSC sẽ duy trì danh mục đầu tư hiện hữu trong toàn bộ giai đoạn dự phóng.

Bảng 3: Danh mục đầu tư tài chính ngắn hạn của VSC tại thời điểm cuối Q2-FY25 (Tỷ đồng)

Đầu tư tài chính ngắn hạn	Giá gốc
Chứng khoán kinh doanh	1.405
HAH	1.243
GEX	99
Khác	63

Năm giữ đến ngày đáo hạn	319
Tiền gửi có kỳ hạn	319
Tổng	1.725

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Ngoài hoạt động đầu tư tài chính hiệu quả, chúng tôi cho rằng VSC có thể sẽ ghi nhận lợi nhuận cao trong Q3-FY25 sau khi hoàn tất thoái vốn tại CTCP cảng Xanh VIP (UPCOM: VGR). Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư không phải cổ đông lớn tại VIP Green tại thời điểm tháng 02/2025 là 3,91% nên không thỏa mãn yêu cầu trên 5% theo Luật chứng khoán. Trong Q3-FY25, VSC thực hiện thoái vốn 20% cổ phần tại VGR, tương ứng với số lượng cổ phiếu 12,65 triệu cổ phiếu theo hình thức thỏa thuận và khớp lệnh. Chúng tôi ước tính, VSC ghi nhận doanh thu tài chính từ thương vụ này là 585 tỷ đồng.

Bảng 4: Ước tính lợi nhuận từ thoái vốn tại cảng VIP Green

Đơn vị: Tỷ đồng	Giá trị ghi sổ	Giá trị chuyển nhượng	Lãi dự kiến
Lần 1	70	380	310
Lần 2	70	345	275
Tổng	140	724	585

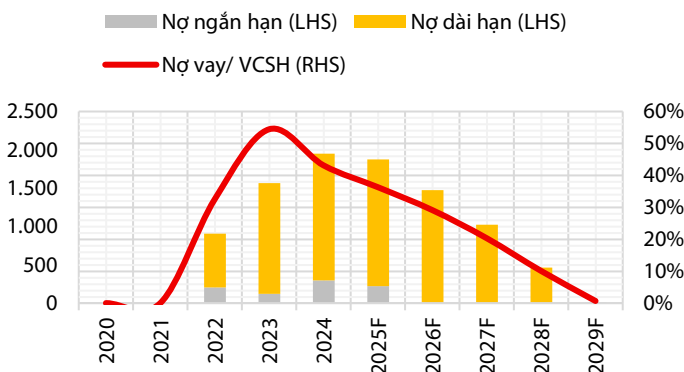
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Chi phí tài chính: Trước năm 2023, chi phí tài chính của VSC chủ yếu đến từ khoản vay 400 tỷ đồng với lãi suất bình quân khoảng 7%, phục vụ cho dự án xây dựng cảng VIP Green. Giai đoạn 2020–2022, Công ty hầu như không ghi nhận chi phí lãi vay. Tuy nhiên, đến năm 2023, chi phí tài chính tăng đột biến do VSC vay vốn từ Ngân hàng Bảo Việt để đầu tư vào dự án khách sạn Hyatt Place và mua lại cảng NHĐV, với lãi suất bình quân lên tới 12% - 14%/năm. Sang năm 2024, VSC đã tắt toán trước hạn khoản vay này và chuyển sang vay tại Eximbank với mức lãi suất thấp hơn, ước tính trung bình khoảng 7%/năm.

Chi phí lãi vay của VSC không chỉ đến từ nợ dài hạn mà còn bao gồm lãi phát sinh từ các khoản vay ngắn hạn liên quan đến giao dịch ký quỹ tại CTCK cho mục đích đầu tư tài chính. Các khoản vay ký quỹ đã tăng mạnh kể từ năm 2024 và tính đến cuối Q2-FY25, dư nợ ký quỹ đạt 828 tỷ đồng.

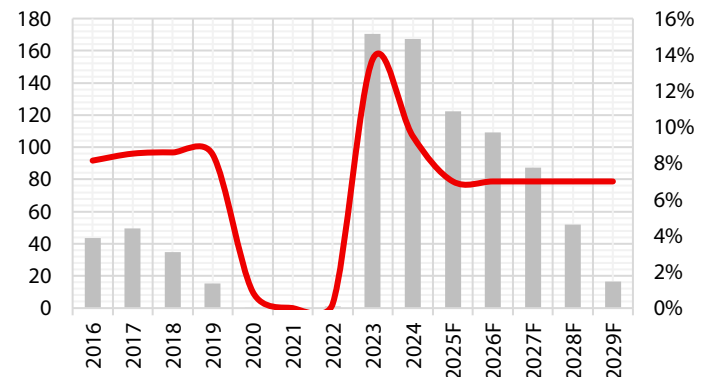
Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi giả định VSC sẽ giảm tổng nợ vay từ nguồn lợi nhuận tài chính và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi khi hiệu quả khai thác cảng NHĐV được cải thiện. Qua đó, nợ vay của VSC sẽ giảm đáng kể từ năm 2026.

Hình 9: Cơ cấu nợ vay của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Chi phí lãi vay của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

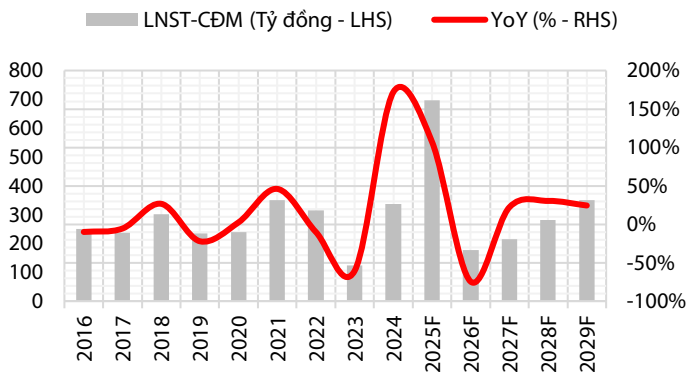
LNST cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐM): Giai đoạn 2016 – 2022, LNST-CĐM của VSC đạt tốc độ tăng trưởng kép 4% và trung bình biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định ở mức 17% khi tập trung nguồn lực vận hành lĩnh vực cảng, logistics. Định hướng phát triển thay đổi kể từ năm 2023 khi VSC đẩy mạnh các hoạt động đầu tư ngoài ngành, tăng nợ vay dẫn đến lợi nhuận bị bào mòn bởi chi phí lãi vay. Cụ thể, LNST-

CĐM tăng trưởng âm 61% vào năm 2023, biên ròng bị thu hẹp từ 15,7% về mức 5,7%. Năm 2024, lợi nhuận có sự hồi phục khi đạt 336 tỷ đồng (+172% YoY), chủ yếu đến từ lãi đánh giá lại giá trị hợp lý của cảng Nam Hải Đình Vũ khi hợp nhất vào BCTC.

Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng LNST-CĐM đạt 696 tỷ đồng (+107% YoY), đến từ hiệu quả trong hoạt động tài chính và lợi nhuận thoái vốn tại cảng VIP Green. Lũy kế 6T2025, LNST-CĐM đạt 197 tỷ đồng (+75% YoY), mới chỉ hoàn thành 28% dự phóng của chúng tôi do thương vụ thoái vốn được thực hiện vào Q3-FY25. Loại trừ lợi nhuận từ hoạt động tài chính, LNST-CĐM của VSC dự báo đạt 327 tỷ đồng (đi ngang svck). So với cùng kỳ, biên ròng (loại trừ thu nhập tài chính) của VSC cũng sụt giảm nhẹ về mức 10% từ mức 12% do lợi ích cổ đông thiểu số ước tính tăng 70% YoY sau khi VSC hạ tỷ lệ sở hữu tại VIP Green từ 75,35% về 54,35%.

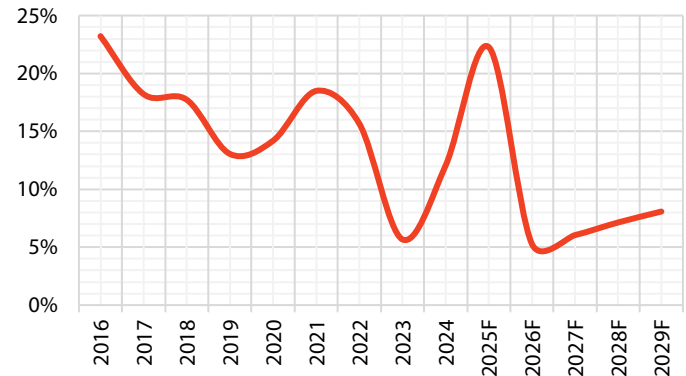
Trong giai đoạn 2025–2029, LNST-CĐM dự báo tăng trưởng kép -16% vì nền lợi nhuận tài chính cao năm 2025. Tuy nhiên, loại trừ hoạt động đầu tư và lợi nhuận bất thường, tăng trưởng kép đạt 2% nhờ chi phí lãi vay giảm và hiệu quả khai thác tại cảng NHĐV cải thiện.

Hình 11: LNST-CĐM của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Biên LNST-CĐM của VSC (%)

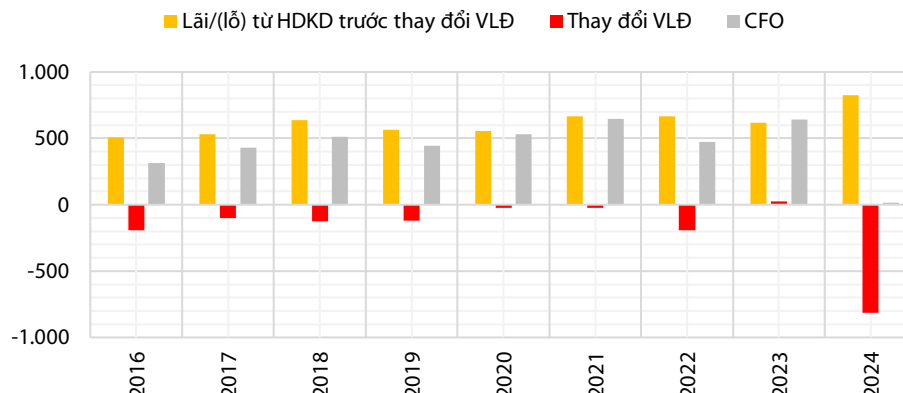


Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hoạt động cảng biển là nền tảng tạo dòng tiền cho hoạt động đầu tư

Với đặc điểm là doanh nghiệp cảng biển đã hoạt động lâu năm, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của VSC tương đối ổn định với khả năng tạo ra 600 tỷ đồng mỗi năm từ giai đoạn 2016 – 2023, và hơn 800 tỷ đồng vào năm 2024 khi có thêm cảng NHĐV. Tuy nhiên, có thể thấy rõ điểm khác biệt so với giai đoạn trước là năm 2025 nhu cầu về vốn lưu động của VSC rất lớn, điều này xuất phát từ định hướng phát triển mới của BLĐ, gia tăng tài sản đầu tư tài chính, tìm kiếm các doanh nghiệp cùng ngành để mở rộng hệ sinh thái lên tới 550 tỷ đồng. Hiện nay, VSC chưa có kế hoạch tiếp tục tìm kiếm cơ hội để đầu tư các doanh nghiệp trong ngành nên chúng tôi tiếp tục duy trì danh mục đầu tư như hiện tại.

Hình 13: Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của VSC



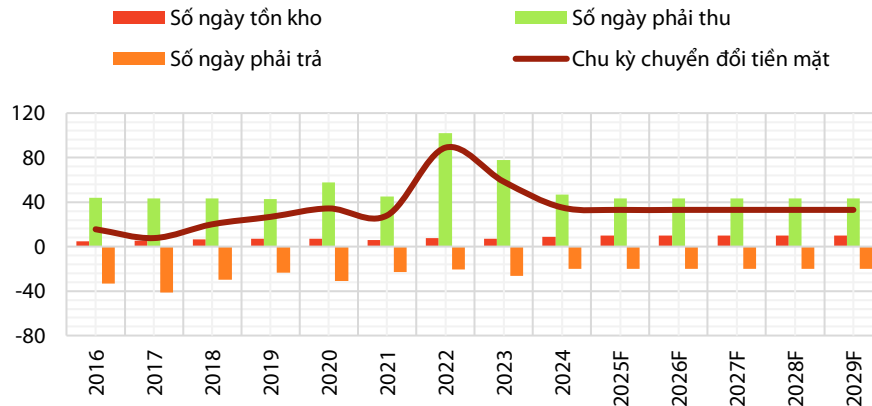
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động: Mang đặc điểm kinh doanh là cung cấp dịch vụ dựa trên hạ tầng cảng và kho bãi nên VSC không có nhu cầu dự trữ nguyên liệu sản xuất, nhưng nhu cầu vốn lưu động của Công ty rất lớn trong hai năm gần nhất để phục vụ hoạt động đầu tư. Cụ thể:

- Số ngày tồn kho duy trì ổn định trong khoảng 9 – 10 ngày, mức tương đương với các doanh nghiệp trong ngành.
- Số ngày phải thu của VSC duy trì ở mức thấp và ổn định, trung bình khoảng 43–45 ngày trong suốt 10 năm qua, thấp hơn khoảng 15% so với mặt bằng chung ngành. Do VSC áp dụng chính sách chia sẻ hoa hồng xếp dỡ với các hãng tàu để giữ chân khách hàng như nêu trên nên Công ty có thể thực hiện chính sách thu tiền chặt chẽ. Ngoại lệ trong giai đoạn 2022 – 2024, chỉ số này tăng đột biến do khoản đặt cọc 300 tỷ đồng cho Công ty TNHH Huy Hoàng nhằm hợp tác mua cảng NHĐV. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi giả định VSC sẽ tiếp tục duy trì mức số ngày phải thu hiện tại, trên cơ sở không phát sinh các khoản đầu tư đột biến.
- Số ngày phải thu có xu hướng giảm dần từ mức 30 ngày tại năm 2018 về 20 ngày tại năm 2024. Các nhà cung cấp chủ yếu là đơn vị cung cấp nhiên liệu xăng dầu cho cảng. Chúng tôi duy trì số ngày phải thu ổn định là 20 ngày cho giai đoạn dự phóng.
- VSC không chỉ sử dụng vốn tự có từ hoạt động kinh doanh cốt lõi để đầu tư cổ phiếu, mà còn sử dụng đòn bẩy ký quỹ tại CTCK (như đã trình bày phía trên) nên nợ vay tăng lên đáng kể trong năm 2025. Thời điểm cuối Q2-FY25, nợ ngắn hạn của VSC là 866 tỷ đồng, trong đó 95% là khoản vay tại CTCK.

Hình 14: Dự phóng chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của VSC (ngày)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

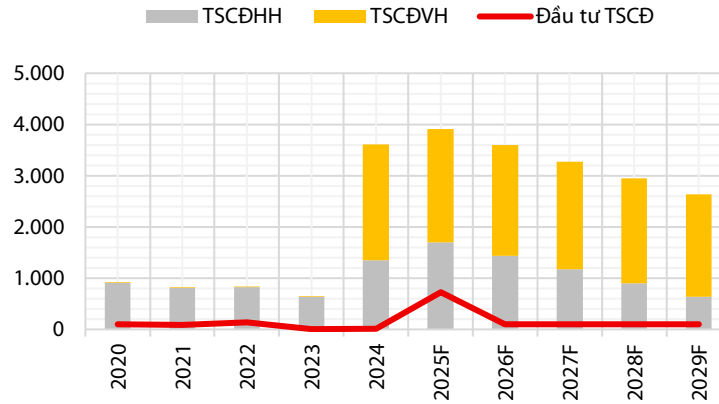
Đầu tư TSCĐ: Với đặc thù cung cấp dịch vụ dựa trên hạ tầng cố định như cầu cảng, bến bãi và hệ thống kho vận nên TSCĐ của VSC chiếm tỷ trọng tương đối lớn, khoảng 50% tổng tài sản. Trong năm 2024, khi sở hữu 100% tại cảng NHĐV thì quy mô TSCĐ của VSC đã tăng lên 3.600 tỷ đồng từ mức 640 tỷ đồng của cùng kỳ mà phần lớn đến từ giá trị TSCĐ vô hình với quyền khai thác cảng là 2.300 tỷ đồng, thời gian sử dụng còn lại 28 năm. Còn lại là giá trị TSCĐ hữu hình tăng thêm là 660 tỷ đồng.

Trong năm 2025, VSC có kế hoạch đầu tư lớn TSCĐ hữu hình với tổng giá trị lên tới 750 tỷ đồng, phục vụ cho việc mở rộng công suất khai thác tại cảng VIP Green và CTCP đầu tư dịch vụ phát triển xanh (GIC).

- Tại VIP Green, VSC dự kiến đầu tư trang thiết bị 500 tỷ đồng gồm 2 cầu QC (cầu cố định tại cầu cảng), 6 cầu RTG (cầu di động tại bãi container) và 90 tỷ đồng để nạo vét trước bến.
- Tại GIC, VSC dự kiến mua thêm phương tiện vận tải, nhà xưởng, kho bãi với giá trị khoảng 110 tỷ đồng.

Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ duy trì mức chi thường xuyên khoảng 80 tỷ đồng/năm phục vụ hoạt động nạo vét trước bến để đảm bảo khai thác hàng hóa tại bến cảng.

Hình 15: Giá trị còn lại của tài sản cố định (Tỷ đồng)



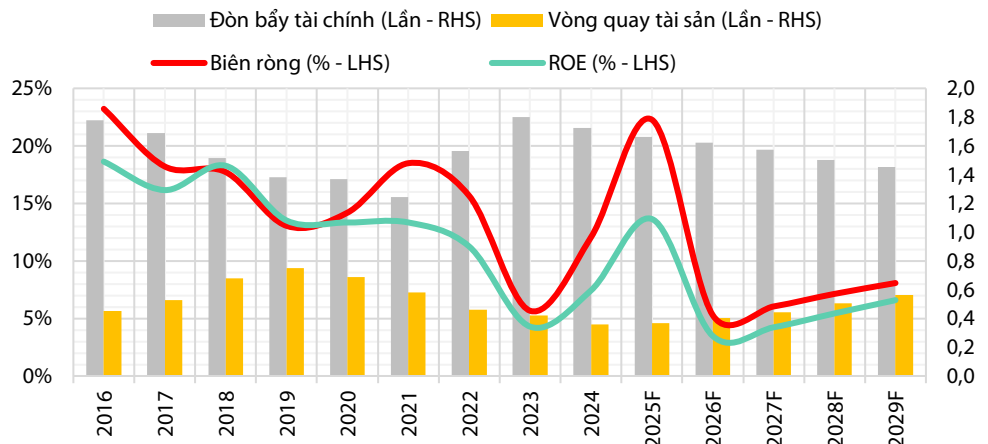
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hiệu quả sinh lời trên VCSH (ROE)

ROE của VSC duy trì trong vùng 13% – 18% giai đoạn 2016 – 2022 và đã giảm đáng kể về mức trung bình 4% - 7% trong năm 2023 – 2024. Chúng tôi dự báo, ROE của VSC sẽ tăng trở lại mức 14% trong năm 2025 và giảm về mức 4% vào năm 2026 do không còn ghi nhận lợi nhuận bất thường từ thoái vốn. Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp sẽ cải thiện dần trong giai đoạn 2027 – 2029 nhờ biên lợi nhuận mở rộng và vòng quay tài sản tăng.

- **Biên lợi nhuận ròng:** Trong giai đoạn dự phóng, biên lợi nhuận ròng được dự báo duy trì ở mức thấp, trung bình khoảng 6,5%, thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước năm 2023 bởi lợi nhuận giảm đáng kể bởi chi phí khấu hao, lãi vay và giảm tỷ lệ lợi ích tại công ty con như nêu phía trên.
- **Vòng quay tổng tài sản:** Duy trì ở mức thấp, khi mỗi đồng tài sản chỉ tạo ra khoảng 0,4 đồng doanh thu – đây là điểm đặc trưng của mô hình kinh doanh cảng biển, sử dụng nhiều tài sản cố định với suất đầu tư lớn và chu kỳ thu hồi vốn dài. Trong giai đoạn dự phóng, chỉ số này được kỳ vọng tăng dần nhờ cảng NHĐV dần lấp đầy công suất, phản ánh hiệu quả kinh tế theo quy mô.
- **Đòn bẩy tài chính (Tổng tài sản/VCSH):** Đòn bẩy tài chính duy trì ở mức không quá cao hơn với trung bình ngành, tỷ lệ này khoảng 1,9 lần trong giai đoạn sau năm 2023, do nhu cầu đầu tư TSCĐ có giá trị lớn và chủ yếu được tài trợ bằng khoản vay dài hạn. Trong giai đoạn dự phóng, hệ số đòn bẩy có xu hướng giảm dần về mức 1,5 lần do Công ty chưa có kế hoạch triển khai thêm dự án đầu tư lớn, và giảm bớt nợ vay khi các hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện.

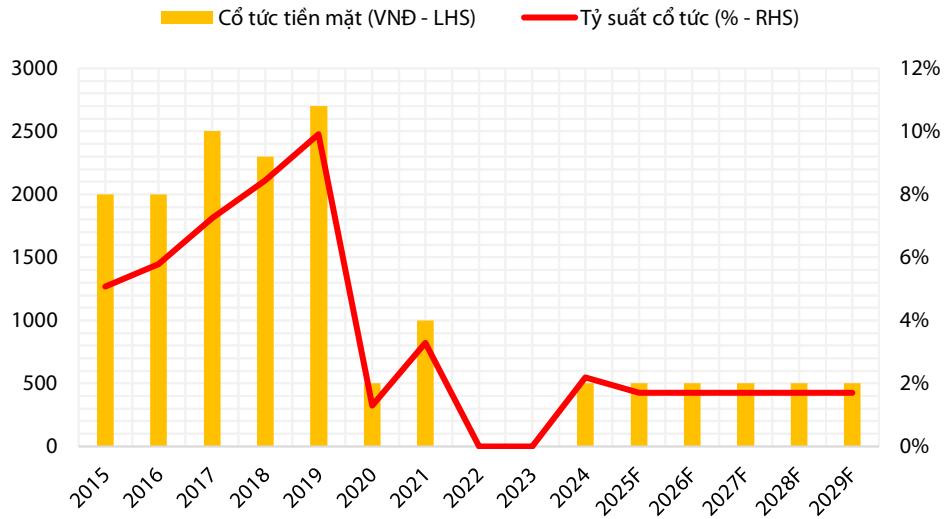
Hình 16: Chỉ số ROE theo Dupont ba nhân tố



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Chính sách cổ tức tiền mặt: Trước dịch COVID-19, nhờ hoạt động ổn định, không vay nợ và không có các khoản đầu tư lớn, VSC duy trì chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn ở mức 2.000–2.500 VNĐ/cổ phiếu. Từ sau năm 2020, Công ty phần lớn trả cổ tức bằng cổ phiếu do triển khai các dự án đầu tư lớn như góp vốn vào khách sạn Hyatt Place và mua lại cảng NHĐV. Đến năm 2025, VSC bắt đầu chi trả cổ tức tiền mặt trở lại ở mức 500 VNĐ/ cổ phiếu. Chúng tôi giả định Công ty sẽ tiếp tục duy trì chính sách cổ tức là 500 VNĐ/cổ phiếu, tỷ suất cổ tức tương đương 1,8% dựa trên giá đóng cửa ngày 16/10/2025. Đây là mức thấp hơn so với tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 1 năm tại Ngân hàng TMCP Vietcombank (4,6%/năm) nên VSC không phù hợp với chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 17: Kế hoạch chi trả cổ tức của VSC



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Cập nhật KQKD 6T2025

VSC đứng trong bối cảnh chung của thị trường là bị ảnh hưởng từ xu hướng khách hàng dịch chuyển khỏi cảng sông sang cảng nước sâu tại Lạch Huyện (trong đó Maersk – đối tác chiến lược của cảng Lạch Huyện 3&4 thường xuyên khai thác tại VIP Green). Tuy nhiên, sản lượng tại cụm cảng VIP Green và NHĐV vẫn tăng trưởng tích cực nhờ tiếp nhận ba tuyến dịch vụ mới từ liên doanh Yang Ming – TS Lines – Interasia và khai thác sản lượng từ đội tàu HAH sau khi trở thành cổ đông lớn. Bên cạnh đó, xu hướng frontloading trước khi thuế quan Mỹ có hiệu lực cũng hỗ trợ sản lượng. Tổng sản lượng thông qua hệ thống cảng của VSC đạt 591 nghìn TEU (+5% YoY), trong đó NHĐV ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội lên tới 44%.

- Cảng Green ghi nhận sản lượng là 127 nghìn TEU (-6% YoY).
- Cảng VIP Green ghi nhận sản lượng đạt 311 nghìn TEU (-3% YoY).
- Cảng NHĐV ghi nhận sản lượng đạt 154 nghìn TEU (+44% YoY).

Doanh thu thuần đạt 1.489 tỷ đồng (+12% YoY), hoàn thành 52% kế hoạch năm và 48% dự phóng của chúng tôi.

- Lĩnh vực xếp dỡ container tiếp tục đóng vai trò trụ cột trong hoạt động kinh doanh của VSC, chiếm 52% cơ cấu doanh thu, đạt 775 tỷ đồng (+10% YoY). Doanh thu tăng nhanh hơn sản lượng nhờ giá dịch vụ bình quân tăng 5% YoY. Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt tại Hải Phòng khiến mặt bằng giá dịch vụ xếp dỡ không đổi, chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính giúp giá tăng đến từ việc VND mất giá bình quân khoảng 3% trong 6T2025.
- VSC tiếp tục đẩy mạnh dịch vụ forwarder. Trong bối cảnh hàng hóa toàn khu vực Hải Phòng ghi nhận mức tăng trưởng 10% trong 6T2025, lĩnh vực này ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 154 tỷ đồng (+44% YoY).

Kể từ năm 2024, VSC đã phân bổ nguồn lực cho hoạt động đầu tư cổ phiếu và đã mang lại hiệu quả đáng kể trong 6T2025 với tỷ suất sinh lời từ hoạt động đầu tư cổ phiếu của các thương vụ này là 23%. Ghi nhận lãi chứng khoán 82 tỷ đồng (cao hơn 8,2 lần svck), đóng góp tỷ trọng 26% vào LNTT. Trong 6T2025, VSC đã thực hiện hóa lợi nhuận cổ phiếu Ngân hàng TMCP XNK Việt Nam (HSX: EIB), Tổng CTCP dịch vụ tổng hợp dầu khí (HSX: PET), TCT thủy sản Việt Nam (UPCOM: SEA) và CTCP FECON (HSX: FCN).

Mặc dù nợ vay ngắn hạn tăng đột biến từ mức 300 tỷ đồng vào đầu năm lên mức 867 tỷ đồng do hoạt động vay ký quỹ đầu tư cổ phiếu nhưng chi phí lãi vay của VSC chỉ ghi nhận 86 tỷ đồng (-11% YoY) do Công ty đã thanh toán 1.400 tỷ đồng nợ vay dài hạn tại Ngân hàng TMCP Bảo Việt có lãi suất cao (trung bình từ 12% - 14%) để thực hiện vay 1.700 tỷ đồng tại Ngân hàng TMCP XNK Việt Nam có lãi suất thấp hơn (lãi suất cố định 7% trong 2 năm đầu).

Sự cải thiện về hoạt động cốt lõi và hiệu quả đầu tư tài chính đã giúp LNST-CĐM đạt 197 tỷ đồng (+75% YoY), tương ứng hoàn thành 28% dự phóng của chúng tôi.

Biên lợi nhuận gộp của VSC đạt 32% (-28 bps YoY) do chi phí khấu hao tăng lên khi hợp nhất cảng NHĐV kể từ cuối Q3-FY24. Tỷ lệ chi phí BH&QLDN tăng mạnh 336 bps YoY do tăng chi phí hoa hồng nâng hạ cho hãng tàu và phân bổ lợi thế thương mại. Tuy nhiên, nhờ hoạt động đầu tư hiệu quả nên biên ròng được mở rộng 457 bps, đạt 13%.

Bảng 5: KQKD 6T2025

Đơn vị: Tỷ đồng	6T2025	+/- YoY	% Hoàn thành kế hoạch	% Hoàn thành dự phóng
Sản lượng xếp dỡ ('000 TEU)	591	5%	52%	46%
Cảng Green	127	-6%		
Cảng VIP Green	311	-3%		
Cảng NHĐV	154	44%		
Doanh thu thuần	1.489	14%	53%	48%
Xếp dỡ container	775	10%		
Kho bãi	275	15%		
Vận tải đường bộ	151	-5%		
Khác	288	46%		
Giá vốn hàng bán	1.008	15%		45%
Lợi nhuận gộp	481	13%		53%
Chi phí BH&QLDN	208	50%		53%
Doanh thu tài chính	101	245%		
Chi phí tài chính	82	-16%		
LNTT	312	54%	25%	30%
LNST-CĐM	197	75%		28%
Chỉ tiêu sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	32%	-28 bps		
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần	14%	336 bps		
Biên LNTT	21%	538 bps		
Biên LNST-CĐM	13%	457 bps		

Nguồn: VSC, CTCK Rông Việt

Bảng 6: Dự phóng KQKD Q3-FY25 của VSC

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3-FY25	+/- YoY	Giả định
Sản lượng xếp dỡ ('000 TEU)	347	20%	Trong hai tháng đầu Q3-FY25, tổng sản lượng thông qua cảng của VSC đạt 240 nghìn TEU (+24% YoY), nhờ hiệu ứng front-loading trước thời điểm thuế đối ứng của Mỹ có hiệu lực, cùng với việc HAH gia tăng số chuyến khai thác khi đưa tàu HAIAN EAST vào tự vận hành tại cảng NHĐV. Chúng tôi cho rằng, tháng 09/2025 khi thuế đối ứng chính thức áp dụng, hoạt động giao thương nội Á sẽ chậm lại, do Mỹ đã thận trọng hơn với việc tích trữ hàng tồn kho, kéo theo đà tăng trưởng sản lượng chậm lại.
Green	62	-8%	
VIP Green	165	0%	
NHĐV	120	113%	
Doanh thu thuần	810	14%	Giá dịch vụ xếp dỡ bình quân đạt 1,3 triệu VND/TEU và ước tính doanh thu xếp dỡ chiếm tỷ trọng 52% tổng doanh thu, tương đương với 6T2025.
Giá vốn hàng bán	567	16%	
Lợi nhuận gộp	243	-4%	
Chi phí BH&QLDN	113	18%	Chi phí QLDN tăng mạnh svck do phân bổ lợi thế thương mại khi hợp nhất cảng NHĐV là 12 tỷ/quý.
Doanh thu tài chính	585	3830%	Ước tính lợi nhuận từ thoái vốn 20% tại cảng VIP Green.
Chi phí tài chính	50	64%	
LNTT	666	537%	
LNST-CĐM	484	826%	Ước tính lợi ích cổ đông thiểu số đạt 52 tỷ đồng (+61% QoQ) do giảm tỷ lệ lợi ích tại công ty con VIP Green từ 75,35% về 54,35%.

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 7: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của VSC (Tỷ đồng)

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	1.892	2.007	2.181	2.788	3.127	3.342	3.565	3.937	4.326
Giá vốn hàng bán	1.290	1.349	1.527	1.944	2.227	2.388	2.544	2.808	3.087
Lợi nhuận gộp	602	659	654	843	899	955	1.021	1.129	1.240
Chi phí bán hàng và quản lý	129	185	227	335	392	420	442	484	525
Các chi phí tài chính khác	2	4	2	52	3	3	3	4	4
EBITDA	672	673	619	755	839	880	930	1.002	1.076
Chi phí không hoạt động	19	8	7	28	13	13	14	16	17
Thu nhập không hoạt động	13	1	4	3	-	-	-	-	-
Thu nhập tài chính	13	35	31	264	678	6	7	8	8
Chi phí lãi vay	-	1	170	167	122	109	87	52	16
Thu nhập trước thuế (EBT)	478	497	283	528	1.047	415	481	581	685
Chi phí thuế TNDN	69	84	66	90	185	57	68	83	100
Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết	4	-20	-18	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Lợi ích thiểu số	64	79	75	98	165	181	198	217	236
Lợi nhuận ròng	350	314	124	336	696	177	216	281	349
Biên ròng	18%	16%	6%	12%	22%	5%	6%	7%	8%
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)	3.181	2.592	927	1.172	1.860	471	576	751	934

Nguồn: VSC, CTCK Rống Việt

Bảng 8: Bảng cân đối kế toán của VSC (Tỷ đồng)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	1.014	360	371	547	313	334	357	394	433
Đầu tư ngắn hạn	99	239	425	806	1.405	1.429	1.455	1.430	1.588
Các khoản phải thu	232	560	464	355	368	394	420	464	510
Hàng tồn kho	21	28	29	47	61	65	70	77	85
Các tài sản ngắn hạn khác	77	118	57	56	63	67	72	79	87
Tài sản ngắn hạn	1.442	1.306	1.346	1.812	2.210	2.290	2.374	2.443	2.702
Tài sản cố định ròng	807	820	638	1.352	1.826	1.661	1.490	1.314	1.131
Đầu tư tại các công ty liên kết	506	487	1.470	759	757	770	788	817	848
Tài sản vô hình	6	6	6	2.260	2.177	2.094	2.012	1.929	1.847
Tài sản dài hạn khác	504	1.748	1.731	1.612	1.519	1.435	1.351	1.267	1.182
Tài sản dài hạn	1.824	3.061	3.845	5.984	6.280	5.961	5.641	5.326	5.009
Tổng tài sản	3.266	4.367	5.191	7.795	8.490	8.251	8.014	7.770	7.711
NỢ PHẢI TRẢ									
Nợ ngắn hạn	-	208	119	300	224	5	6	6	8
Các khoản phải trả	81	76	110	108	122	131	139	154	169
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	188	150	174	308	344	368	392	433	476
Nợ phải trả ngắn hạn	269	434	403	715	690	504	537	593	653
Nợ phải trả dài hạn	1	732	1.493	2.184	2.154	1.944	1.464	874	384
Tổng nợ phải trả	270	1.166	1.897	2.899	2.844	2.448	2.001	1.467	1.037
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	374	408	413	375	541	722	919	1.136	1.372
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phiếu ưu đãi									
Cổ phiếu phổ thông	1.100	1.213	1.334	2.868	3.744	3.744	3.744	3.744	3.744
Lợi nhuận giữ lại	660	664	620	720	1.087	1.063	1.075	1.148	1.284
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	862	916	927	934	275	275	275	275	275
Vốn chủ sở hữu	2.622	2.793	2.881	4.521	5.105	5.081	5.093	5.166	5.302
Tổng nguồn vốn	3.266	4.367	5.191	7.795	8.490	8.251	8.014	7.770	7.711

Nguồn: VSC, CTCK Rống Việt

PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029
Bảng 9: Doanh thu dự phóng theo mảng kinh doanh ([Quay lại Mục lục](#))

DOANH THU (TỶ ĐỒNG)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lĩnh vực xếp dỡ container	944	975	1.049	1.340	1.562	1.682	1.806	2.018	2.242
Tăng trưởng YoY	-13%	3%	8%	28%	17%	8%	7%	12%	11%
Tỷ trọng	50%	49%	48%	48%	50%	50%	51%	51%	52%
Lĩnh vực ngoài xếp dỡ	948	1.033	1.132	1.448	1.564	1.660	1.759	1.919	2.084
Tăng trưởng YoY	57%	9%	10%	28%	8%	6%	6%	9%	9%
Tỷ trọng	50%	51%	52%	52%	50%	50%	49%	49%	48%
Tổng cộng	1.892	2.007	2.181	2.788	3.127	3.342	3.565	3.937	4.326
Tăng trưởng YoY	12%	6%	9%	28%	12%	7%	7%	10%	10%

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Khả năng sinh lời

ĐƠN VỊ: TỶ ĐỒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận gộp	602	659	654	843	899	955	1.021	1.129	1.240
Biên lợi nhuận gộp	32%	33%	30%	30%	29%	29%	29%	29%	29%
Tăng trưởng YoY	34%	9%	-1%	29%	7%	6%	7%	11%	10%
Chi phí BH&QLDN	129	185	227	335	392	420	442	484	525
Chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần	7%	9%	10%	12%	13%	13%	12%	12%	12%
Tăng trưởng YoY	0%	43%	23%	48%	17%	7%	5%	9%	9%
EBIT	319	471	470	425	504	531	576	641	710
Biên EBIT	25%	23%	20%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Tăng trưởng YoY	48%	0%	-10%	7%	11%	5%	8%	11%	11%
LNST-CĐM	240	350	314	124	696	177	216	281	349
Biên lợi nhuận ròng	18%	16%	6%	12%	22%	5%	6%	7%	8%
Tăng trưởng YoY	46%	-10%	-61%	172%	107%	-75%	22%	30%	24%

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Bảng 11: Chỉ số hoạt động dự phóng

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	44,8	101,9	77,7	46,5	43,0	43,0	43,0	43,0	43,0
Số ngày tồn kho	6,0	7,6	6,9	8,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Số ngày phải trả	22,8	20,5	26,3	20,2	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Bảng 12: Cổ tức tiền mặt hàng năm của GMD

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	1.000	-	-	500	500	500	500	500	500
Tỷ lệ chi trả cổ tức	32,0%	52,3%	56,9%	40,5%	26,9%	106,0%	86,8%	66,6%	53,6%
Tỷ suất cổ tức	2,5%	2,9%	3,4%	3,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 2 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG NGÀNH CẢNG BIỂN (Quay lại Mục lục)

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng 08 công ty chuyên khai thác cảng sông có mô hình kinh doanh tương đồng với VSC làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

CTCP Gemadept (GMD VN Equity): là doanh nghiệp logistics và khai thác cảng hàng đầu Việt Nam, hoạt động từ năm 1990. Gemadept sở hữu chuỗi cảng container trải dài từ Hải Phòng đến Cái Mép – Thị Vải với công suất trên 2,5 triệu TEU/năm, cùng hệ thống kho bãi và đội xe vận tải. GMD có thị phần cảng thuộc nhóm đầu tại Hải Phòng và là đối thủ cạnh tranh chính đối với VSC.

CTCP đầu tư và phát triển cảng Đình Vũ (DVP VN Equity): là công ty con của Cảng Hải Phòng, hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển và dịch vụ logistics. Doanh nghiệp sở hữu cảng Đình Vũ ven sông Cấm, chuyên phục vụ tàu feeder kết nối với các cảng trung chuyển quốc tế. DVP duy trì kết quả kinh doanh ổn định và chính sách cổ tức hấp dẫn, thường xuyên chi trả ở mức 50–70%/năm.

CTCP Cảng Đà Nẵng (CDN VN Equity): hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng, kho bãi và logistics tại miền Trung. Công ty quản lý cảng Đà Nẵng với hơn 1.700 m cầu cảng, công suất trên 12 triệu tấn/năm. Với gần 50 năm kinh nghiệm, CDN tiên phong ứng dụng số hóa và hướng đến mở rộng cảng Liên Chiểu.

CTCP Cảng Hải Phòng (PHP VN Equity): hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển, kho bãi và dịch vụ vận tải thủy, với trụ sở tại Hải Phòng. Công ty quản lý hệ thống cảng lớn gồm nhóm cảng sông Chùa Vẽ, Đình Vũ, Tân Vũ, và cảng nước sâu HTIT (số 3 & 4 tại Lạch Huyện), nâng tổng công suất khai thác container lên 3,2 triệu TEU/năm kể từ tháng 3/2025.

Shanghai International Port (600018 CH Equity): là nhà khai thác cảng lớn nhất Trung Quốc và duy nhất được cấp phép khai thác tại Thượng Hải. SIPG quản lý cảng Thượng Hải – cảng container lớn nhất thế giới với công suất hơn 47 triệu TEU/năm, gồm khu vực nước sâu Dương Sơn và nhiều bến container trên sông Hoàng Phố. Doanh nghiệp duy trì vị thế chiến lược trong thương mại toàn cầu nhờ quy mô vượt trội và mạng lưới kết nối trực tiếp tới các tuyến vận tải biển quốc tế.

International Container Terminal Services, Inc (ICT PM Equity): doanh nghiệp Philippines chuyên khai thác cảng container và logistics, hiện vận hành 34 cảng tại 20 quốc gia. ICTSI nổi bật với mô hình đầu tư quốc tế, tập trung vào các thị trường mới nổi có tiềm năng tăng trưởng cao. Công ty có chiến lược mở rộng tích cực và khả năng quản trị hiệu quả, giúp duy trì biên lợi nhuận ở mức cao trong ngành cảng biển.

Phnom Penh Autonomous Port (PPAP KH Equity): doanh nghiệp quốc doanh Campuchia chuyên khai thác cảng sông và logistics, sở hữu cảng Phnom Penh trên sông Mê Kông, kết nối trực tiếp đến cảng nước sâu Cái Mép (Việt Nam). PPAP đóng vai trò cửa ngõ XNK hàng container của Campuchia với công suất hơn 300.000 TEU/năm. Doanh nghiệp có lợi thế độc quyền tự nhiên nhờ vị trí chiến lược và sự hỗ trợ từ chính phủ.

Chongqing Port Co., Ltd. (600279 CH Equity): doanh nghiệp khai thác cảng sông lớn nhất tại thượng nguồn sông Dương Tử, đóng vai trò cửa ngõ thương mại quốc tế cho khu vực Tây Nam Trung Quốc. Công ty quản lý hệ thống cảng container, hàng rời và logistics dọc sông, với lợi thế kết nối cảng biển thông qua tuyến hành lang đường thủy – đường sắt. Chongqing Port hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng xuất nhập khẩu qua “hành lang mới quốc tế đất liền – biển”.

Nanjing Port Co., Ltd. (002040 CH Equity): là nhà khai thác cảng trọng điểm ở trung lưu sông Dương Tử, tập trung vào hàng rời, hóa chất và container. Công ty vận hành nhiều bến cảng hiện đại với công suất hàng chục triệu tấn/năm, phục vụ nhu cầu công nghiệp và thương mại của vùng đồng bằng Giang Tô. Vị trí chiến lược giúp Nanjing Port trở thành điểm trung chuyển quan trọng giữa tuyến đường thủy nội địa và cảng biển nước sâu Thượng Hải.

Bảng 13: Chỉ tiêu tài chính các công ty khai thác cảng cùng ngành

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Tỷ trọng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Số ngày phải thu							
Trung bình	42,2	48,8	42,9	38,9	42,7	37,8	42,0
Trung vị	40,2	45,1	39,3	37,1	36,0	33,2	38,1
Số ngày tồn kho							
Trung bình	44,4	62,9	52,6	39,4	36,1	29,9	43,1
Trung vị	13,9	16,7	12,5	12,6	17,2	14,7	14,8
Số ngày phải trả							
Trung bình	39,2	41,5	34,7	42,0	48,4	54,8	44,3
Trung vị	22,2	23,0	20,7	24,4	32,3	38,6	27,7
Biên gộp (%)							
Trung bình	39,3%	39,8%	40,6%	41,1%	39,4%	39,7%	39,9%
Trung vị	36,8%	36,4%	38,6%	41,3%	39,4%	40,6%	39,0%
Biên EBITDA (%)							
Trung bình	42,5%	41,7%	41,9%	40,9%	-316,1%	42,8%	-29,6%
Trung vị	40,0%	39,8%	37,8%	37,1%	37,0%	38,4%	38,3%
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần (%)							
Trung bình	11,8%	11,7%	11,0%	11,1%	11,8%	11,2%	11,4%
Trung vị	10,0%	9,6%	10,0%	10,7%	12,1%	11,1%	10,7%
Biên ròng (%)							
Trung bình	22,2%	22,1%	26,5%	28,2%	31,3%	28,8%	26,9%
Trung vị	19,6%	22,0%	23,0%	25,5%	26,3%	31,0%	25,0%
EV/EBITDA							
Trung bình	9,3x	9,4x	10,x	8,1x	8,3x	9,1x	9,0x
Trung vị	9,4x	8,8x	9,6x	7,5x	8,1x	9,1x	8,7x
P/E							
Trung bình	26,1x	32,x	20,7x	13,8x	11,6x	13,4x	18,9x
Trung vị	14,5x	12,8x	15,7x	10,5x	9,8x	11,2x	12,2x
P/B							
Trung bình	1,4x	1,4x	2,x	1,6x	1,8x	2,3x	1,8x
Trung vị	1,2x	1,3x	1,8x	1,2x	1,4x	1,8x	1,5x

Nguồn: Fiinx, Bloomberg, CTCK Rông Việt

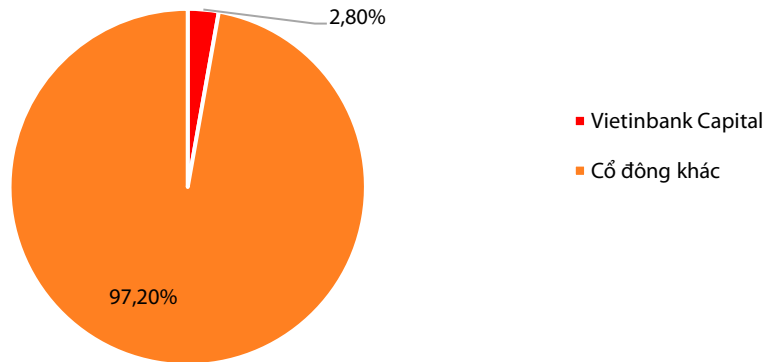
PHỤ LỤC 3 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP (Quay lại Mục lục)

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Container Việt Nam (HSX: VSC) thành lập vào năm 1985, VSC làm một trong số những Công ty lâu đời, hoạt động chính trong lĩnh vực xếp dỡ hàng hóa tại cảng biển, đại lý hãng tàu, vận tải đường bộ và các dịch vụ kho vận. Cổ phiếu VSC được chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh kể từ tháng 12/2007.

Cổ đông lớn hiện tại là Quỹ VietinBank Capital – công ty con của Ngân hàng TMCP VietinBank – đang nắm giữ 2,8% cổ phần tại VSC. Nhìn chung, cơ cấu sở hữu của VSC không quá cô đặc, chủ yếu thuộc về nhà đầu tư cá nhân.

Hình 18: Cơ cấu cổ đông của VSC



Nguồn: Bloomberg, Fiinx, CTCK Rồng Việt

Mô hình hoạt động (Quay lại Mục lục)

Trải qua gần 40 năm phát triển, VSC cung cấp dịch vụ đa dạng, khép kín chuỗi cung ứng hàng hóa từ nhà sản xuất đến khách hàng. Công ty tập trung phát triển hệ thống cảng sông tại Hải Phòng và cung cấp các dịch vụ giá trị gia tăng như vận tải đường bộ trên phạm vi toàn quốc.

VSC được tổ chức theo mô hình tập đoàn, sở hữu trực tiếp 08 công ty con và 05 công ty liên doanh, liên kết hoạt động trong hai lĩnh vực chính là cảng biển và logistics.

Bảng 14: Hệ thống công ty con, công ty liên kết mà VSC sở hữu trực tiếp

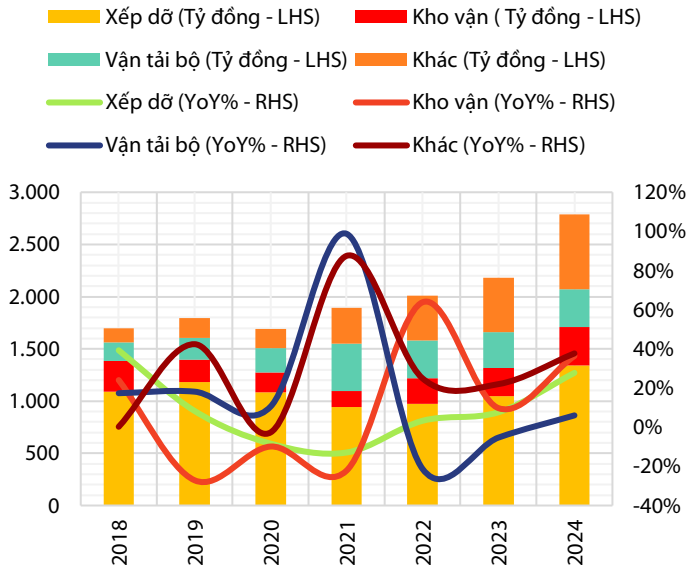
Hình thức sở hữu	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ quyền biểu quyết
Công ty con	CTCP cảng xanh VIP	Khai thác cảng, bốc xếp, kho bãi	54,35%	54,35%
	CTCP đầu tư dịch vụ và phát triển xanh	Bốc xếp, kho bãi	66,34%	66,34%
	CTCP container miền trung	Vận tải, bốc xếp	65%	65%
	CT TNHH MTV vận tải biển ngôi sao xanh	Vận tải, bốc xếp	100%	100%
	CT TNHH MTV Trung tâm logistic xanh	Bốc xếp, kho bãi	100%	100%
	CT TNHH MTV dịch vụ cảng xanh	Khai thác cảng, bốc xếp, kho bãi	100%	100%
	CT TNHH MTV Viconship Hồ Chí Minh	Vận tải, bốc xếp	100%	100%
	CT TNHH cảng Nam Hải Đình Vũ	Khai thác cảng, bốc xếp, kho bãi	99%	99%
Công ty liên kết	CTCP Logistics cảng Đà Nẵng	Kho bãi	30,83%	30,83%
	CTCP VHL Logistics	Vận tải hàng hóa đường bộ	36%	36%
	CTCP cảng VIMC Đình Vũ	Khai thác cảng, bốc xếp, kho bãi	40,22%	40,22%
	CTCP vận tải biển Vinaship	Vận tải biển	44%	44%

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh chính (Quay lại Mục lục)

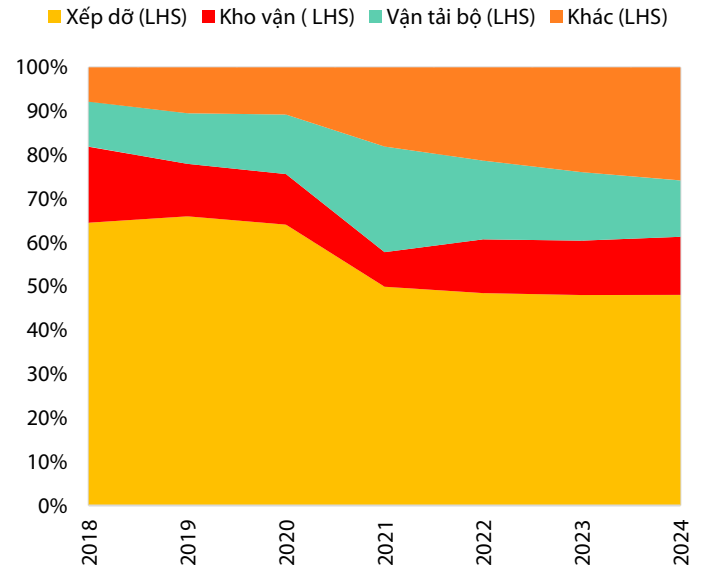
Trong giai đoạn từ 2018 – 2024, doanh thu của VSC đạt tốc độ tăng trưởng kép 9%, chủ yếu nhờ mở rộng các dịch vụ ngoài xếp dỡ như vận tải đường bộ và các hoạt động logistics khác. Mặc dù xếp dỡ container vẫn là mảng đóng góp chính, chiếm khoảng 65% doanh thu trong giai đoạn 2018 – 2020, nhưng tỷ trọng doanh thu từ lĩnh vực này đã giảm còn khoảng 50% kể từ năm 2021 do các cảng của VSC đã khai thác gần như tối đa công suất trong khi các mảng kinh doanh khác gia tăng sự đóng góp vào doanh thu toàn Công ty. Trong bối cảnh đó, VSC định hướng tăng trưởng bằng cách đẩy mạnh các dịch vụ bổ trợ thay vì chỉ tập trung vào xếp dỡ container.

Hình 19: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh



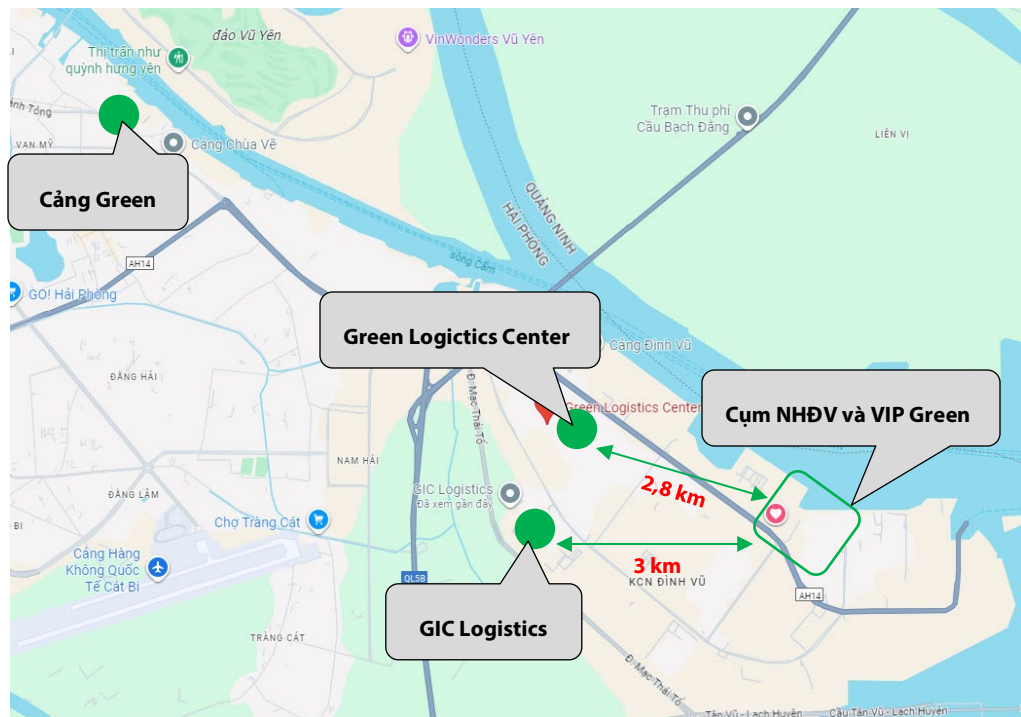
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh (%)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Hệ thống cảng và kho bãi của VSC tại Hải Phòng



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực khai thác cảng (Quay lại trang 4)

VSC đang sở hữu trực tiếp 03 cảng khai thác hàng container (cảng Xanh (Green port), cảng Xanh VIP (VIP Green port), cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV)) và một cảng thuộc công ty liên kết là cảng VIMC. Tất cả cảng đều tập trung ở dọc sông Cấm.

Bảng 15: Hệ thống cảng của VSC

Tên cảng	Hình thức sở hữu	Công suất thiết kế
Green	Công ty con	300.000 TEU/năm
VIP Green	Công ty con	650.000 TEU/năm
Nam Hải Đình Vũ	Công ty con	550.000 TEU/năm
VIMC	Công ty liên kết	N/A

Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

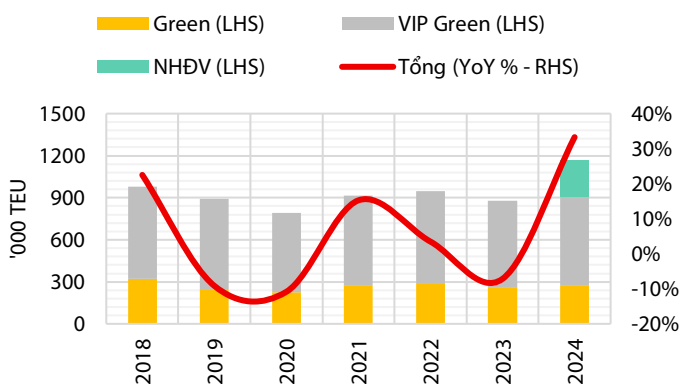
Doanh thu từ hoạt động xếp dỡ của VSC ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép chỉ 3% trong giai đoạn 2018 – 2024, mức tăng trưởng tương đối khiêm tốn do hai cảng chủ lực là Green và VIP Green đã khai thác tối đa công suất từ lâu.

Để giải quyết bài toán tăng trưởng, VSC thực hiện thương vụ mua lại cảng NHĐV từ GMD vào năm 2023 với tỷ lệ sở hữu ban đầu 35%. Đến Q3-FY24, VSC nâng tỷ lệ sở hữu tại NHĐV lên 99%, qua đó chính thức hợp nhất cảng này vào báo cáo tài chính của công ty.

Việc ghi nhận kết quả kinh doanh của cảng NHĐV tạo nên kết quả tăng trưởng ấn tượng về sản lượng và doanh thu của VSC. Năm 2024, tổng sản lượng container thông qua hệ thống cảng của VSC đạt 1.171 nghìn TEU (+18% YoY). Doanh thu từ hoạt động xếp dỡ đạt 1.340 tỷ đồng, (+28% YoY). Tốc độ tăng doanh thu vượt trội so với sản lượng do điều chỉnh tăng giá dịch vụ xếp dỡ container, theo Thông tư 39/2023/TT-BGTVT có hiệu lực từ đầu năm 2024, với mức giá mới cao hơn trung bình 10% so với quy định trước đó ([xem thêm tại trang 35](#)).

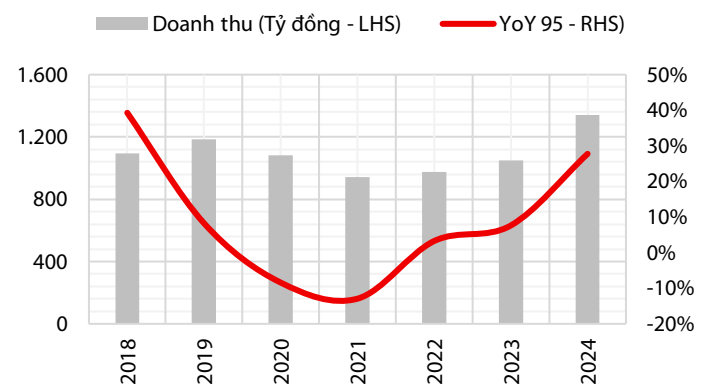
Dự phóng sản lượng container thông qua cụm cảng của VSC đạt CAGR là 6%, tương ứng đạt 1.280 nghìn TEU trong năm 2025 và 1.630 nghìn TEU vào năm 2029. Tốc độ tăng trưởng kép cao hơn so với giai đoạn trước đó nhờ quy mô cảng được mở rộng thêm 60%, và sự hợp tác cùng hãng tàu của HAH sẽ đảm bảo hàng khai thác cho cảng NHĐV. Lũy kế 7T2025, tổng sản lượng thông qua cụm cảng của VSC đạt 706 nghìn TEU (+7% YoY), tương ứng hoàn thành 55% dự phóng của chúng tôi cho năm 2025.

Hình 22: Sản lượng thông qua hệ thống cảng của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Doanh thu từ lĩnh vực xếp dỡ container



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Cảng Xanh (Green Port)

Cảng Green nằm ở thượng nguồn sông Cấm tại khu vực Hải Phòng, được khai thác chính thức từ tháng 9 năm 2004. Từ 01 cầu cảng lúc ban đầu, qua quá trình phát triển, hiện Green đang hoạt động với 02 bến, 05 cầu cầu bờ sức nâng 45 tấn, và bãi container có sức chứa 8.000 TEU. Với việc thường xuyên đầu tư nạo vét độ sâu trước cầu cảng, có thể phục vụ cho tàu lên đến 25.000 DWT (1.800 TEU). Công suất thiết kế của cảng Green là 300 nghìn TEU/năm.

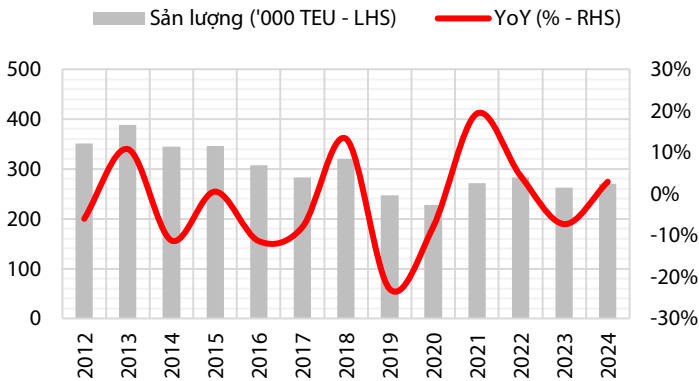
Trước năm 2018, cảng Green thường xuyên khai thác vượt công suất thiết kế từ 15–20%. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2018 – 2024, sản lượng thông qua cảng suy giảm với CAGR là -3%. Điều này đến từ:

- Một phần khách hàng dịch chuyển từ cảng Green sang khai thác tại cảng VIP Green kể từ năm 2019.
- Xu hướng dịch chuyển về các cảng hạ nguồn nhằm tối ưu lợi ích kinh tế, phù hợp với xu hướng sử dụng tàu cỡ lớn, tiết kiệm chi phí nhiên liệu, và các cảng hạ nguồn có lối vào/quay đầu sâu hơn phía thượng nguồn.

Năm 2024, sản lượng container thông qua hệ thống cảng của VSC đạt khoảng 270 nghìn TEU (+3% YoY), thấp hơn mức tăng trưởng bình quân của khu vực thượng nguồn. Giai đoạn 2018 – 2024, thị phần của VSC tại khu vực này duy trì ổn định ở mức 18% – 19%. Cảng Green giữ vững thị phần nhờ phục vụ nhóm khách hàng lâu năm chuyên tuyến nội Á như Dongjin Shipping, Namsung Shipping, Heung-A Shipping,...

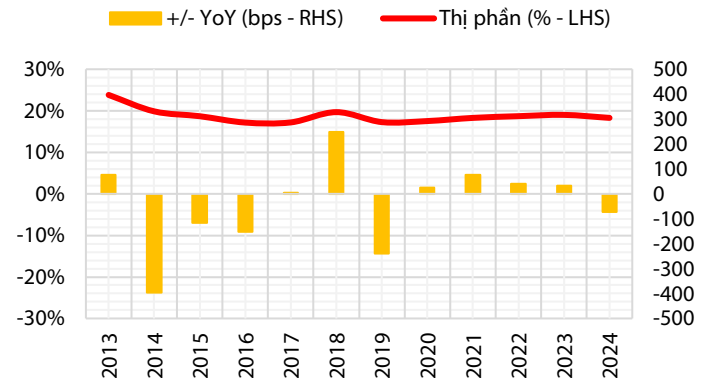
Giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự phóng sản lượng container đạt CAGR -7% tương ứng đạt 285 nghìn TEU vào năm 2025 và 210 nghìn TEU vào năm 2029. Thị phần của cảng Green tiếp tục duy trì ở mức 18% - 19%. Chúng tôi cho rằng, VSC có thể chủ động điều chuyển lịch tàu từ cảng Green về cảng VIP Green theo xu hướng dịch chuyển từ thượng nguồn về hạ nguồn.

Hình 24: Sản lượng container thông qua cảng Green



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Thị phần của Green tại khu vực thượng nguồn



Nguồn: VSC, VPA, CTCK Rồng Việt

Cảng Xanh VIP (VIP Green Port – UPCOM: VGR)

Cảng VIP Green nằm ở hạ nguồn sông Cẩm, ra đời khi cảng Green đã hoạt động vượt công suất thiết kế trong thời gian dài. Cảng VIP Green được vận hành từ tháng 12/2015 và hoàn tất đầu tư giai đoạn 2 vào tháng 12/2016, với công suất thiết kế 650.000 TEU/năm. Cảng có 2 bến dài 400m, 5 cầu bờ sức nâng 45–100 tấn, bãi chứa 12.000 TEU phân khu rõ ràng cho hàng nhập, xuất, trung chuyển. Vũng quay rộng và luồng sâu -8,5m được nạo vét, duy tu thường xuyên nên cảng có thể tiếp nhận tàu tới 42.000 DWT (2.500 TEU).

Hãng tàu Evergreen (xếp hạng thứ 7 về thị phần container toàn cầu theo Alphaliner) sở hữu tỷ lệ 22,07% cổ phần tại VIP Green. Nhờ đó, hãng tàu ưu tiên đưa tàu về làm hàng tại cảng này, giúp đảm bảo nguồn hàng ổn định. Trung bình khoảng 65% số tuyến tàu cập cảng VIP Green là tàu từ hãng tàu Evergreen. Đồng thời, được hưởng lợi nhờ xu hướng dịch chuyển từ thượng nguồn về hạ nguồn, cảng VIP Green chỉ sau ba năm hoạt động đã khai thác gần tối đa công suất thiết kế.

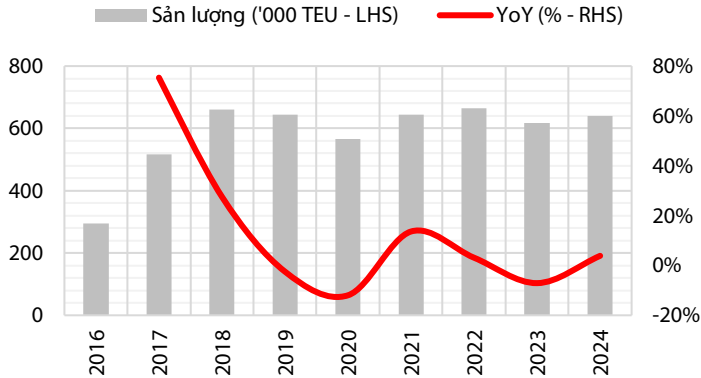
Cảng VIP Green duy trì hiệu suất khai thác vượt trội, đạt trung bình 97% công suất với sản lượng bình quân 635 nghìn TEU/năm trong giai đoạn 2018–2024, với tốc độ tăng trưởng kép là 0%. Điều này phản ánh ba vấn đề trọng yếu là:

- Công suất khai thác không còn đủ lớn để tăng trưởng.
- Phần lớn sản lượng phụ thuộc vào đối tác chiến lược.
- Cảng VIP Green có chiều dài cầu bến tương đối ngắn, chỉ đủ khai thác 2 tàu feeder cùng lúc nên phát sinh tình trạng phải thuê cảng khác (cảng PTSC Đình Vũ) để khai thác trong trường hợp bị trùng lịch tàu.

Mặc dù sản lượng đã tiệm cận giới hạn công suất, doanh thu vẫn tăng trưởng kép 8% nhờ chính sách tăng giá xếp dỡ theo Thông tư 39/2023/TT-BGTVT và mở rộng dịch vụ logistics hậu cảng. VIP Green đóng góp trung bình 42% doanh thu hợp nhất của VSC.

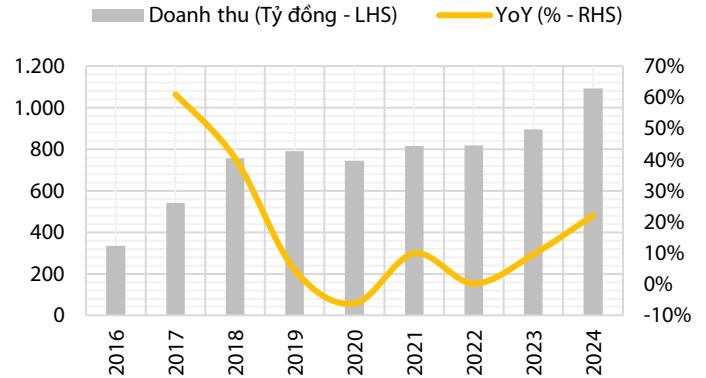
Giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự phóng sản lượng container đạt CAGR 7% tương ứng đạt 675 nghìn TEU vào năm 2025 và 880 nghìn TEU vào năm 2029. Cảng VIP Green hưởng lợi trực tiếp từ việc chuyển hàng hóa từ cảng Green về hạ nguồn. Nhìn chung, việc dịch chuyển sản lượng hàng hóa từ thượng nguồn về hạ nguồn giúp hãng tàu tối ưu hành trình, giảm chi phí nhiên liệu và rút ngắn thời gian vận chuyển. Trong khi đó, khu vực hạ nguồn của VSC đã hình thành cụm cảng VIP – NHĐV với cầu bến kéo dài, sắp xếp lịch tàu linh hoạt nếu trùng lịch tàu.

Hình 26: Sản lượng container thông qua cảng Green



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Doanh thu của VIP Green



Nguồn: VGR, CTCK Rồng Việt

Cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV)

NHĐV nằm cạnh cảng VIP Green tại hạ nguồn sông Cấm. NHĐV có thể đón tàu tới 40.000 DWT (2.000 – 3.000 TEU) và công suất thiết kế đạt 550.000 TEU/năm. NHĐV được VSC và các công ty liên quan mua, và chính thức nhận chuyển nhượng từ GMD kể từ tháng 06/2023.

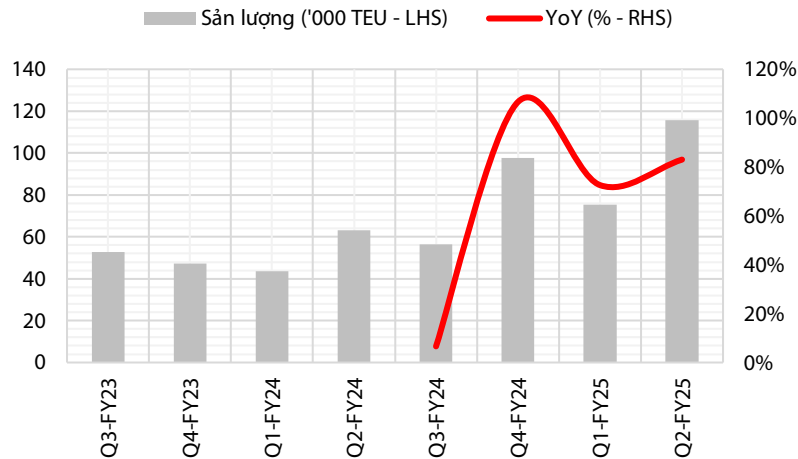
Thương vụ chuyển nhượng giúp VSC giải quyết nút thắt tăng trưởng và tăng khả năng xử lý hàng hóa trong bối cảnh lịch tàu trùng lặp. Khi kết hợp cùng VIP Green, NHĐV tạo thành cụm cảng kép với tổng chiều dài cầu bến trên 800m, đủ năng lực khai thác đồng thời 04 tàu feeder. Nhờ đó, tổng công suất thiết kế của VSC được nâng thêm khoảng 60%, từ 950.000 TEU/năm lên 1.500.000 TEU/năm.

Sau hơn một năm VSC tiếp quản và khai thác, sản lượng container thông qua cảng NHĐV đạt 261 nghìn TEU (+121% YoY) vào năm 2024, tương ứng đạt 47% công suất thiết kế. Sản lượng ban đầu chủ yếu nhờ các chuyến tàu chuyển cảng từ VIP Green sang NHĐV. Hiệu suất khai thác của VSC là tương đối thấp, do không có đối tác chiến lược là hãng tàu nên sản lượng hàng hóa qua cảng không được đảm bảo. Nhằm giải quyết vấn đề này, VSC thực hiện mua 15,3% cổ phần CTCP vận tải và xếp dỡ Hải An (HSX: HAH). HAH sở hữu đội tàu lớn nhất cả nước nên bổ sung thêm lượng hàng hóa cho cảng NHĐV trong bối cảnh cảng Hải An đã hoạt động vượt công suất từ lâu.

Cảng Hải An đi vào hoạt động kể từ năm 2011 với chiều dài cầu bến là 150m, độ sâu trước bến là 7,5m, thuộc khu vực thượng nguồn sông Cấm và sản lượng thông qua trung bình khoảng 450 nghìn TEU/năm, tương đương 130% công suất thiết kế. Cảng Hải An tiếp nhận 6 chuyến/tuần sẽ tối ưu được hiệu quả khai thác, trong khi đội tàu Hải An có tần suất chạy 8 chuyến/tuần nên chuyển sang cảng NHĐV để khai thác hàng cũng mang đến lợi ích cho HAH.

Giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự phóng sản lượng container đạt CAGR 14% tương ứng đạt 320 nghìn TEU vào năm 2025 và 540 nghìn TEU vào năm 2029. NHĐV đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính của VSC trong những năm tới. Kể từ khi hợp tác cùng HAH, cảng NHĐV trở nên nhộn nhịp hơn với tần suất khai thác trung bình 6 – 7 chuyến/tuần, tăng 3 chuyến so với cùng kỳ. Lũy kế 7T, sản lượng container thông qua đạt 196 nghìn TEU (+67% YoY), tương ứng với thị phần là 8,1% (+74 bps YTD).

Hình 28: Sản lượng thông qua cảng NHĐV theo từng quý



Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

Nhìn lại thương vụ mua lại cảng NHĐV của VSC

Kế hoạch mua cảng NHĐV được VSC khởi động từ Q4-FY22, bắt đầu bằng khoản đặt cọc trị giá 1.000 tỷ đồng. Quá trình chuyển nhượng được hoàn tất trong Q2-FY23 với tổng giá trị thương vụ là 3.352 tỷ đồng. VSC tham gia đầu tư cùng hai đối tác là Công ty TNHH TM Kim khí XNK Huy Hoàng và Công ty TNHH TM&ĐT Đoàn Huy, qua đó nắm giữ 35% cổ phần tại NHĐV trong giai đoạn từ Q2-FY23 đến Q3-FY24. Giai đoạn này, NHĐV được ghi nhận là công ty liên kết.

Đến quý Q4-FY24, VSC nâng tỷ lệ sở hữu lên 100% thông qua việc nhận chuyển nhượng toàn bộ 65% cổ phần còn lại từ hai đối tác trên, với mức giá 83.000 đồng/cổ phần. Cơ cấu giá trị thương vụ phần lớn nằm ở quyền khai thác cảng, trị giá 2.289 tỷ đồng, chiếm 68% tổng giá trị. Quyền khai thác này có thời hạn 45 năm kể từ tháng 10/2007, tương đương với thời gian còn lại khoảng 27 năm. Nguồn vốn của VSC được huy động từ hai nguồn, bao gồm:

- VSC vay 700 tỷ đồng từ ngân hàng Bảo Việt mua 35% cổ phần ban đầu của NHĐV.
- Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1, giá chào bán là 10.000 VNĐ/cổ phiếu. Tổng số tiền thu được từ đợt phát hành là 1.334 tỷ đồng để mua 44% cổ phần từ Huy Hoàng và Đoàn Huy.
- Vay 700 tỷ đồng từ Eximbank để thanh toán toàn bộ 20% cổ phần tại cảng NHĐV cho Huy Hoàng và Đoàn Huy.

Hợp nhất NHĐV vào BCTC làm thay đổi đáng kể bức tranh tài chính của VSC. Chỉ tiêu sinh lời từ hoạt động chính của VSC bị thu hẹp đáng kể do chi phí khấu hao TSCĐ tăng lên và phân bổ lợi thế thương mại. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao tăng thêm là 110 tỷ đồng/năm (với 30 tỷ đồng từ TSCĐ hữu hình và 80 tỷ đồng từ TSCĐ vô hình), và phân bổ lợi thế thương mại là 45 tỷ đồng/năm. Qua đó, biên gộp và biên EBIT của VSC trong năm 2025 tương ứng giảm về mức 27% (-377 bps YoY) và 14% (-254 bps YoY).

Cảng VIMC Đình Vũ

Cảng VIMC Đình Vũ nằm ở hạ nguồn sông Cấm (nằm giữa cảng Tân Vũ và cảng NHĐV) có tổng diện tích 21ha, thiết kế 3 cầu tàu với tổng chiều dài 630m, có khả năng tiếp nhận các tàu từ 20.000 DWT – 40.000 DWT. Cảng được chia thành hai giai đoạn, trong đó giai đoạn 1 của cảng VIMC Đình Vũ đã hoàn thành dài 240m và chính thức hoạt động vào năm 2023.

Sau gần ba năm hoạt động, cảng VIMC Đình Vũ vẫn đang lỗ dù cho đã có những bước tiến đáng kể trong năm 2024. Điều này chủ yếu đến từ:

- Trang thiết bị tại cảng được đầu tư ở mức cơ bản nhưng còn thiếu so với các cảng khác trong khu vực. Do đó, Công ty sẽ đầu tư thêm một cầu giàn STS trong năm 2025.

- Số lượng khách hàng chưa phong phú, hàng hóa chủ yếu của hai hãng tàu là VIMC và Dongguan (Trung Quốc).
- Không có hãng tàu quốc tế cam kết đầu tư dài hạn, do khu vực này thuộc quy hoạch định hướng khai thác hàng khô, hàng rời. Kế hoạch khai thác hàng container của VIMC Đình Vũ phải được Bộ Giao thông vận tải (nay là Bộ Xây dựng) chấp thuận chủ trương và có thời hạn nhất định.

Trong giai đoạn dự phóng, với việc đầu tư thêm cơ sở hạ tầng sẽ giúp gia tăng năng lực xử lý hàng hóa tại cảng VIMC Đình Vũ. Chúng tôi dự báo, cảng này sẽ bắt đầu có lãi từ năm 2027.

Bảng 16: KQKD của VIMC Đình Vũ

Đơn vị (Tỷ đồng)	2023	2024	+/- YoY
Sản lượng container ('000 TEU)	92	154	67%
Doanh thu thuần	71	132	85%
LNTT	-42	-27	N/a
EBITDA	1	16	2712%

Nguồn, VIMC Đình Vũ, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực Kho bãi ([Quay lại trang 5](#))

Hoạt động cho thuê kho bãi là mắt xích quan trọng trong chuỗi giá trị logistics, vừa hỗ trợ luân chuyển hàng hóa, vừa gia tăng doanh thu cho VSC. Lĩnh vực này đóng góp tỷ trọng trung bình khoảng 13% tổng doanh thu, với tốc độ tăng trưởng tương đối chậm, đạt CAGR 4% trong giai đoạn 2018 – 2024.

Bãi chứa container: VSC quản lý và khai thác hệ thống bãi chứa container có tổng diện tích đạt 112.600 m² với sức chứa lên tới gần 6.000 TEU, được trải dài trên toàn quốc. Bãi chứa container phần lớn được sử dụng để lưu trữ container rỗng, vệ sinh và sửa chữa container. Đây là một hạng mục quan trọng trong hoạt động cảng, góp phần tạo nên chuỗi dịch vụ khép kín và giảm áp lực lên hạ tầng trong cảng.

Kể từ năm 2022, thị trường vận tải biển chứng kiến sự tắc nghẽn tại các cảng ở Châu Á, Châu Âu, hay các hãng vận tải phải đi vòng qua Mũi Hảo Vọng tránh biển Đỏ, nên thời gian luân chuyển container trên biển kéo dài, dẫn đến tình trạng thiếu hụt container rỗng. Điều này có thể giải thích cho nhu cầu lưu trữ container rỗng tại các bãi depot suy giảm. Tại VSC, sản lượng container rỗng thông qua hệ thống depot giai đoạn 2018 – 2024 ghi nhận mức tăng trưởng kép âm (CAGR -2%). Trong giai đoạn 2022 – 2024, tỷ lệ khai thác đạt mức bình quân 12% công suất thiết kế.

Trong bối cảnh nhu cầu xuất nhập khẩu được kỳ vọng tiếp tục mở rộng, thời gian luân chuyển trên biển duy trì ở mức cao, chúng tôi đánh giá nhu cầu lưu trữ container rỗng tại depot duy trì ở mức thấp, sản lượng dự phóng đi ngang trong giai đoạn 2025 – 2029.

Bảng 17: Hệ thống bãi container của VSC

Khu vực	Diện tích (m ²)	Sức chứa (TEU)
Hải Phòng	78.000	4.000
Đà Nẵng	15.000	750
Hồ Chí Minh	19.600	1.000
Tổng	112.600	5.750

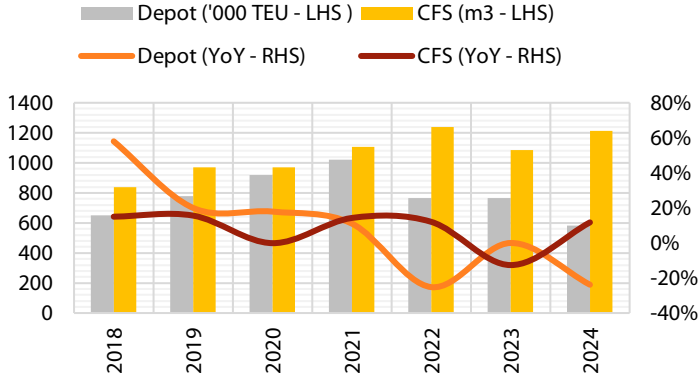
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Kho CFS: VSC hiện sở hữu ba kho CFS với tổng diện tích 4.449 m², đáp ứng tiêu chuẩn lưu giữ và thông quan hàng xuất nhập khẩu ngay tại chỗ. Giai đoạn 2018–2024, diện tích cho thuê tăng trưởng ổn định với CAGR 6%. Trong bối cảnh nhu cầu thuê kho từ bên thứ 3 (3PL) ngày càng tăng do xu hướng thuê ngoài để tối ưu chi phí logistics và linh hoạt trong vận chuyển, chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng tương đương giai đoạn trước, khi tỷ lệ lấp đầy mới đạt 27% vào năm 2024 – cho thấy dư địa mở rộng vẫn còn lớn.

Giá dịch vụ thuê kho bãi có mối tương quan thuận với diện tích cho thuê kho CFS, đặc biệt tăng mạnh từ năm 2021 khi nhu cầu thuê kho mở rộng. Nguyên nhân là giá lưu bãi container rỗng thấp (chỉ 1–3

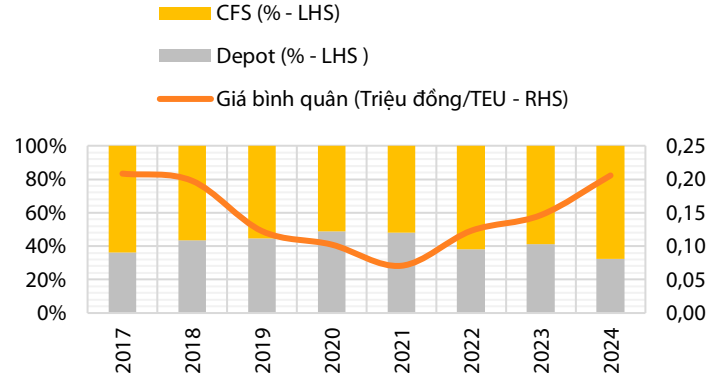
USD/TEU/ngày trong 20 ngày đầu) và thời gian lưu bãi ngắn. Ngược lại, dịch vụ kho CFS có đơn giá thấp hơn (0,72 USD/m³/ngày) nhưng thường được ký theo hợp đồng dài hạn với chủ hàng, mang lại doanh thu cao hơn. Qua đó, kéo mặt bằng giá thuê trung bình của dịch vụ kho vận tăng lên. Dự báo giá cho thuê trung bình sẽ tăng trưởng kép 3% trong giai đoạn dự phóng do tỷ trọng cho thuê kho CFS tăng lên.

Hình 29: Sản lượng kho bãi



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

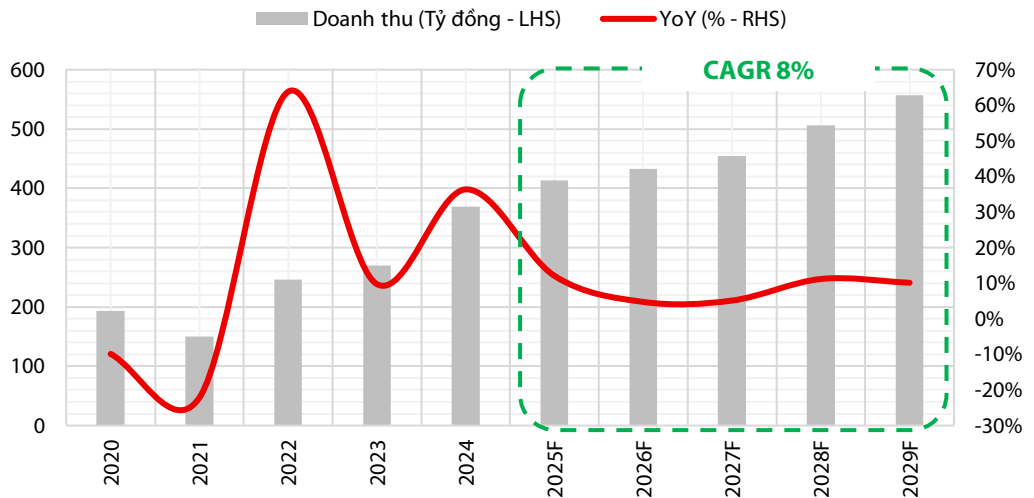
Hình 30: Tương quan giữa sản lượng Depot, diện tích thuê CFS và giá dịch vụ kho bãi của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Với những giả định về sản lượng và giá thuê như trên, chúng tôi dự phóng doanh thu lĩnh vực kho bãi của VSC đạt CAGR là 8% trong giai đoạn 2025 – 2029, tương ứng đạt 413 tỷ đồng vào năm 2025 và 557 tỷ đồng vào năm 2029.

Hình 31: Dự phóng doanh thu lĩnh vực kho bãi của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực vận tải container đường bộ [\(Quay lại trang 5\)](#)

VSC quản lý và khai thác các đội xe vận tải container chuyên dùng, hoạt động trên các tuyến đường bộ Bắc, Trung, Nam. Hiện nay, VSC đang có tổng cộng 239 đầu xe và 286 rơ moóc. Hoạt động vận tải phụ thuộc vào sản lượng và giá cước vận tải tại từng khu vực.

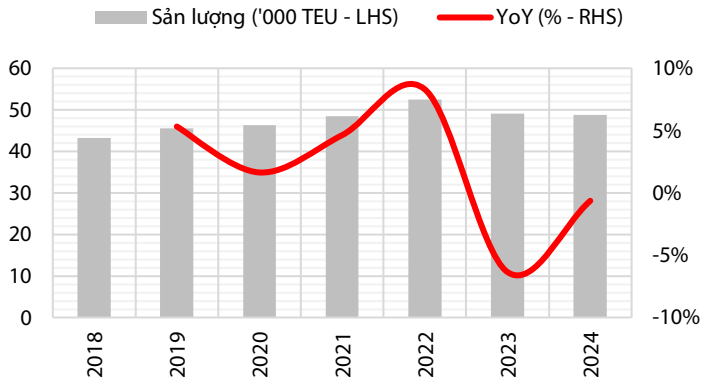
Lĩnh vực vận tải của VSC chủ yếu được triển khai thông qua ba công ty con là CTCP Container Miền Trung (HNX: VSM), CT TNHH MTV vận tải biển ngôi sao xanh và CT TNHH MTV Viconship Hồ Chí Minh. Trong mảng vận tải, doanh thu từ VSM đóng góp tỷ trọng lớn, trung bình khoảng 53% vào báo cáo tài chính hợp nhất.

Do phương pháp ghi nhận sản lượng vận tải đường bộ của VSC có sự thay đổi trong quá khứ, chúng tôi lựa chọn sử dụng kết quả kinh doanh của VSM làm cơ sở chính để dự phóng cho toàn bộ mảng vận tải của VSC.

Với VSM, doanh thu dự báo CAGR là 6% trong giai đoạn dự phóng. Dựa trên dữ liệu quá khứ trong giai đoạn 2018–2024, doanh thu từ hoạt động vận tải của VSM ghi nhận mức tăng trưởng cao với CAGR 13%, nhờ hai yếu tố chính:

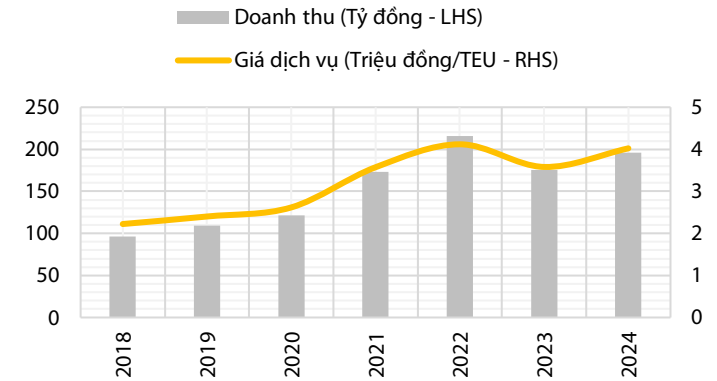
- Sản lượng tăng ổn định với nhu cầu chủ yếu đến từ khu vực miền Trung (Huế, Đà Nẵng), đạt mức tăng trưởng kép 2%. Chúng tôi kỳ vọng VSM sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng này trong các năm tới.
- Giá dịch vụ ghi nhận mức tăng mạnh với CAGR 10% trong cùng giai đoạn. Đặc biệt năm 2021, giá dịch vụ tăng vọt lên khoảng 3,6 triệu đồng/TEU (+36% YoY) do ảnh hưởng của giãn cách xã hội khiến nguồn cung dịch vụ vận tải bị hạn chế. Từ 2021 – 2024, giá dịch vụ duy trì ở mặt bằng cao với tốc độ tăng trưởng trung bình 4%/năm. Trong bối cảnh hiện tại không có biến động mạnh về nguồn cung, chúng tôi giả định giá dịch vụ sẽ tiếp tục tăng với CAGR 4%.

Hình 32: Sản lượng vận tải của VSM tăng trưởng ổn định ở mức thấp kể từ năm 2018 đến nay



Nguồn: VSM, CTCK Rồng Việt

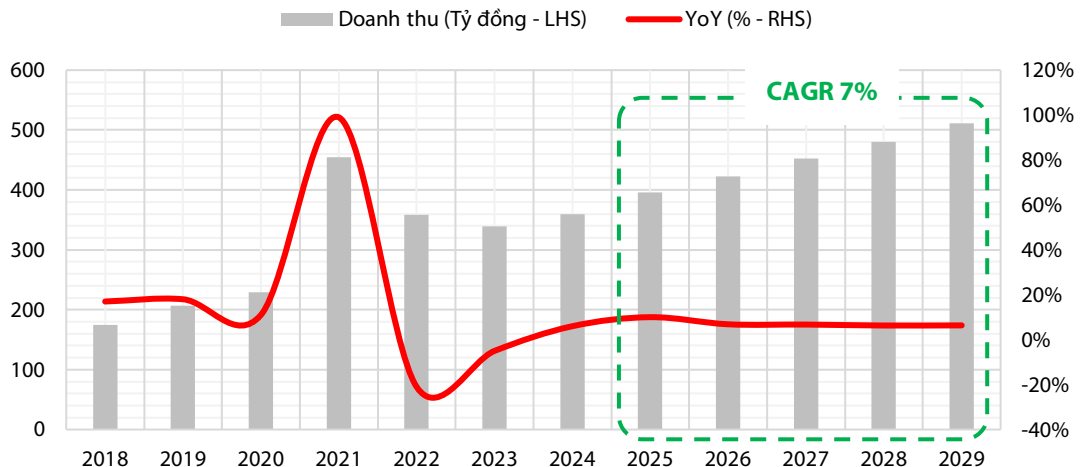
Hình 33: Doanh thu của VSM tăng trưởng mạnh trong giai đoạn giãn cách xã hội khi nguồn cung bị thu hẹp



Nguồn: VSM, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi giả định doanh thu từ VSM sẽ tiếp tục chiếm khoảng 53% doanh thu mảng vận tải đường bộ trong báo cáo hợp nhất. Từ đó, doanh thu vận tải đường bộ của VSC được dự báo đạt tốc độ tăng trưởng kép 7%, tương ứng đạt 396 tỷ đồng vào năm 2025 và 511 tỷ đồng vào năm 2029.

Hình 34: Dự phóng doanh thu lĩnh vực vận tải của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực kinh doanh khác (Quay lại trang 5)

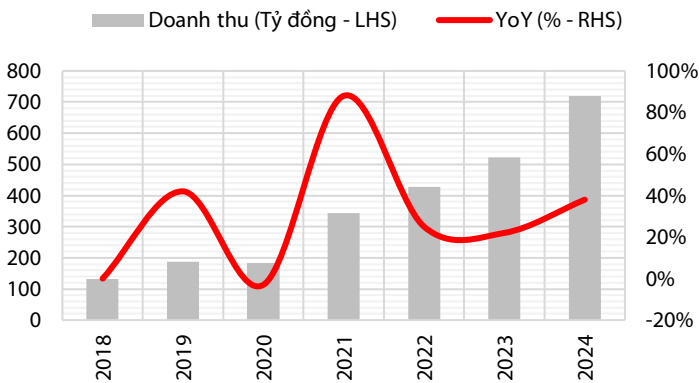
VSC cung cấp dịch vụ môi giới vận tải (Forwarder), đại lý hãng tàu và đại lý giao nhận hàng lẻ, hiện là tổng đại lý tại Việt Nam cho nhiều hãng tàu lớn trên thế giới như MSC, Maersk, TS Lines,... Công ty cũng duy trì hợp đồng hợp tác với hầu hết các hãng tàu đang hoạt động tại Việt Nam.

Các dịch vụ đại lý của VSC bao gồm đặt chỗ tàu, quản lý hàng hóa, thiết bị, container và thực hiện giao nhận hàng xuất nhập khẩu theo ủy thác. Hoạt động này có sự liên kết chặt chẽ với dịch vụ kho vận, bốc xếp góp phần hoàn thiện chuỗi cung ứng cho khách hàng. Doanh thu từ lĩnh vực forwarder có mối tương quan thuận với những biến động giá cước vận tải biển nhưng mang tính ổn định hơn (hình 34).

Lĩnh vực forwarder, đại lý hãng tàu là hoạt động môi giới giữa chủ hàng và các nhà cung cấp dịch vụ logistics như hãng tàu. Forwarder không sở hữu phương tiện vận tải nhưng nắm thông tin của toàn bộ quá trình vận chuyển hàng hóa từ điểm khởi hành đến điểm đích. Doanh thu của lĩnh vực này được xác định bởi giá cước vận tải biển cộng với biên lợi nhuận. Biên lợi nhuận của forwarder duy trì ổn định nhưng khó tăng bởi khách hàng tương đối nhạy cảm về giá và mức độ cạnh tranh cao, tuy nhiên có thể được mở rộng nếu mua được giá cước tốt từ hãng tàu khi có quan hệ sâu sắc.

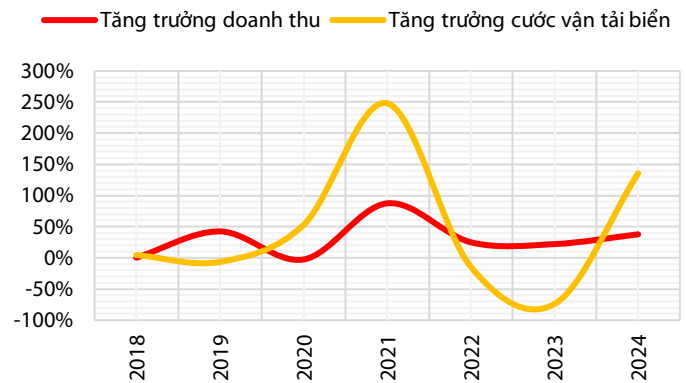
Doanh thu dịch vụ forwarder tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR 33% trong giai đoạn 2018–2024, nhờ hưởng lợi gián tiếp từ các đợt tăng giá cước vận tải biển toàn cầu. Cao điểm là năm 2021, khi chuỗi cung ứng toàn cầu đứt gãy bởi chính sách Zero Covid tại Trung Quốc và tắc nghẽn kênh đào Suez, doanh thu đã bứt phá, đạt 343 tỷ đồng (+88% YoY). Giai đoạn 2022 – 2024 tiếp tục ghi nhận tăng trưởng trung bình 30%/năm, diễn biến giá cước tăng trở lại khi xảy ra xung đột biển Đỏ và tình trạng tắc nghẽn tại các cảng châu Á.

Hình 35: Doanh thu lĩnh vực logistics khác



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 36: Tương quan giữa biến động doanh thu và biến động giá cước vận tải biển quốc tế WCI (%)



Nguồn: Bloomberg, VSC, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ các lĩnh vực khác sẽ tăng trưởng với CAGR 7% trong giai đoạn dự báo, dựa trên giả định giá cước vận tải biển có xu hướng “sideway down” trong ngắn hạn do tình trạng dư cung. Do chỉ chịu tác động gián tiếp, mảng này của VSC được kỳ vọng tăng trưởng chậm trong giai đoạn 2025–2026, cho đến khi thị trường vận tải biển dần cân bằng trở lại giữa cung và cầu.

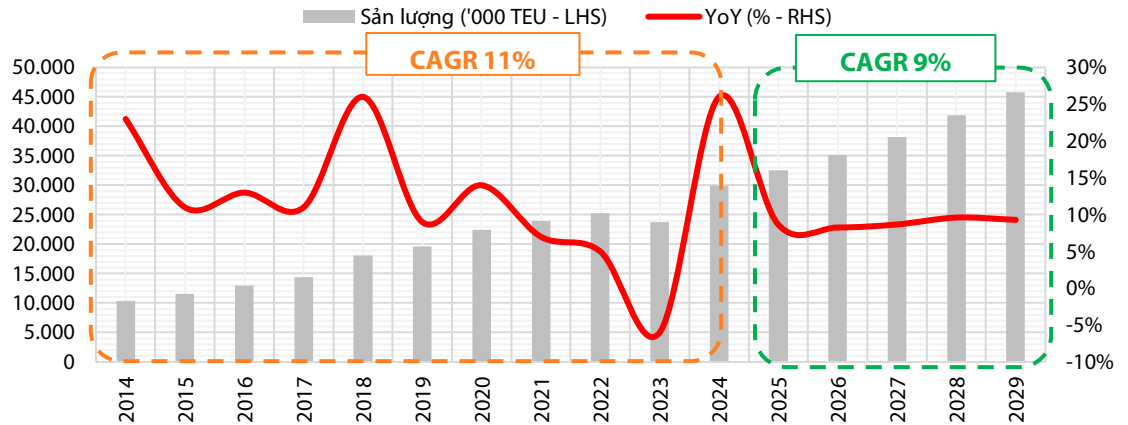
PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG BIỂN (Quay lại Mục lục)

Ngành cảng biển của Việt Nam gặp thử thách trong ngắn hạn nhưng sẽ từng bước vượt qua

(Lưu ý: Xem lại dự báo về triển vọng ngành trước đó trong báo cáo định giá CTCP Gemadept)

Dựa theo phương pháp từ trên xuống (Top - down), chúng tôi dự báo lưu lượng container thông qua Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng kép 9% trong xuyên suốt giai đoạn dự phóng (dự báo cũ đạt 8%), đạt 32,5 triệu TEU vào năm 2025 và tăng lên 46,2 triệu TEU vào năm 2029, tương ứng tăng trưởng kép 9%. So với dự phóng trước đó, sản lượng hàng hóa được điều chỉnh tăng thêm 7% trong giai đoạn dự phóng do nhu cầu vận chuyển hàng hóa thế giới vẫn duy trì được đà tăng trưởng khoảng 2 – 3% trong năm 2025.

Hình 37: Sản lượng container thông qua Việt Nam



Nguồn: Vinamarine, CTCK Rồng Việt

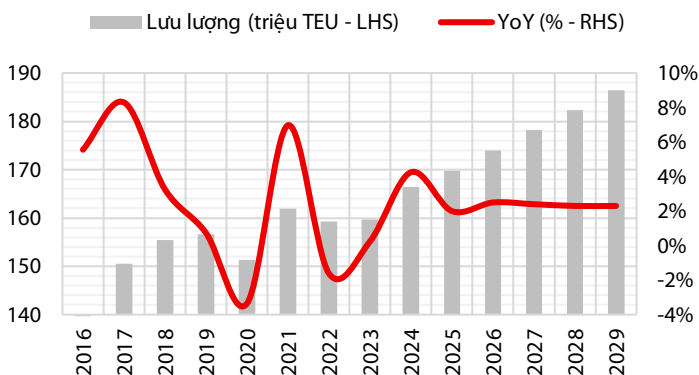
Chúng tôi đưa ra dự báo về lưu lượng container dựa trên những giả định sau:

- **Điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng kép từ mức 2,1% lên 2,4% trong giai đoạn 2025 - 2029**

Lưu lượng hàng hóa luân chuyển toàn cầu vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ kể từ đầu năm, bất chấp những lo ngại trước đó. Theo Container Statistics, lưu lượng container đạt 16,6 triệu TEU (+4% MoM) trong tháng 07/2025, lần đầu tiên duy trì năm tháng liên tiếp trên 16 triệu TEU. Lũy kế 7T2025, lưu lượng container toàn cầu đạt 110 triệu TEU (+4,5% YoY). Trong bối cảnh đó, Clarkson điều chỉnh lại dự báo lưu lượng container toàn cầu sẽ tăng trưởng 2 – 3% trong năm 2025 – 2026, so với dự báo đi ngang trước đó. Cho năm 2025, dự phóng lưu lượng toàn cầu đạt 170 triệu TEU (+2,5% YoY).

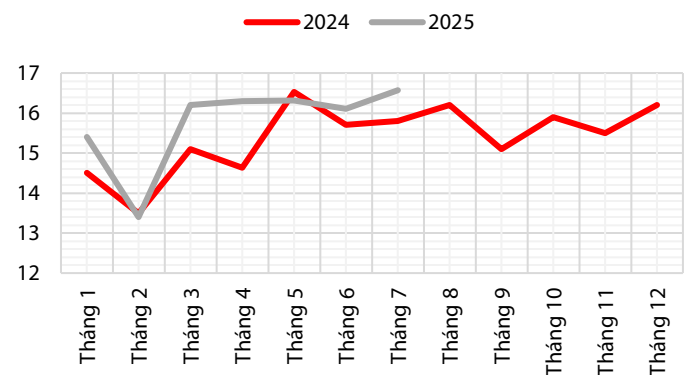
Sau khi Mỹ công bố thuế đối ứng, các tổ chức hàng hải lớn trên thế giới đều hạ dự báo tăng trưởng kép trong dài hạn. Nhận thấy nhu cầu giao thương hàng hóa tiếp tục được duy trì được đà tăng trưởng, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép trong dài hạn của lưu lượng container đạt 2,5% - Số liệu dự báo theo Unctad dự báo trước khi có công bố về thuế đối ứng.

Hình 38: Dự phóng lưu lượng hàng hóa container



Nguồn: Clarkson, Unctad, CTCK Rồng Việt

Hình 39: Lưu lượng hàng hóa container toàn cầu (triệu TEU)



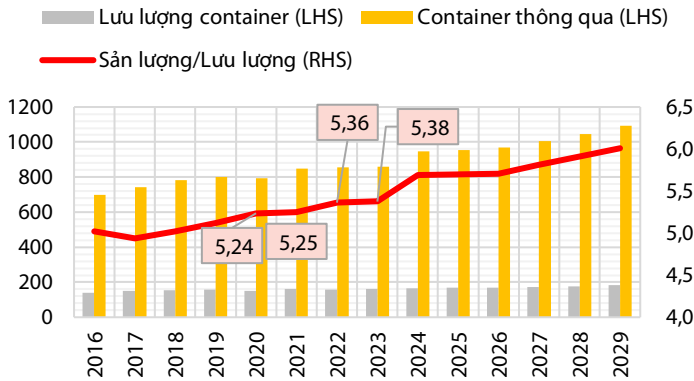
Nguồn: Container Trades Statistics, CTCK Rồng Việt

• **Dự phóng sản lượng container thông qua trên toàn cầu**

Dự phóng sản lượng container thông qua cảng trên toàn cầu đạt tốc độ tăng trưởng kép là 3,5% trong giai đoạn 2025 – 2029. Tương ứng sản lượng đạt 968 triệu TEU vào năm 2025 và 1.111 triệu TEU vào năm 2029.

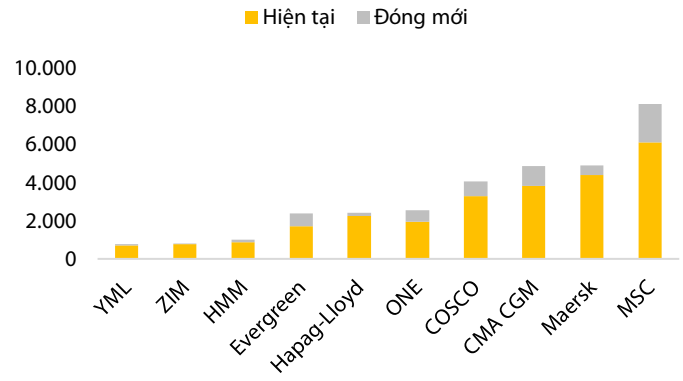
- Chúng tôi sử dụng chỉ số sản lượng/lưu lượng để đưa ra mối tương quan giữa lưu lượng container vận chuyển và sản lượng container thông qua hàng năm. Chỉ số này thể hiện một container có thể đi qua nhiều bến cảng trung gian (hàng trung chuyển, hàng tạm nhập – tái xuất,...) trước khi đến cảng đích trong một hải trình.
- Chỉ số này có xu hướng tăng trung bình 0,1 điểm trong giai đoạn 2013 đến 2024. Hàm ý sự phát triển nhanh của hệ thống cảng biển thế giới. Thêm vào đó, các hãng tàu với quy mô ngày càng lớn đã gia tăng sự hiện diện trong chuỗi cung ứng bằng cách mở thêm tuyến dịch vụ, thêm các chân cảng vào hải trình. Do đó, chuỗi cung ứng ngày càng được mở rộng, tính kết nối giữa các khu vực tăng lên khi có thêm nhiều cảng tham gia vào quá trình luân chuyển hàng trên thế giới.
- Tuy nhiên, trong năm 2021 và 2023 xảy ra hai sự kiện lớn ảnh hưởng đến dòng chảy thương mại là đứt gãy chuỗi cung ứng khi Trung Quốc thực hiện chính sách Zero-COVID và lạm phát toàn cầu leo cao, dẫn đến chỉ số lưu lượng/sản lượng chỉ đi ngang so với cùng kỳ.
- Bối cảnh hiện tại, các hãng vận tải sẽ cần thời gian từ 1 – 2 năm để điều chỉnh lịch tàu và cơ cấu lại tuyến dịch vụ khi có hai sự kiện ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng, đó là: Mỹ áp dụng phí cập cảng đối với tàu được sản xuất bởi Trung Quốc và cuộc chiến thương mại giữa Mỹ - Trung Quốc.
- Dựa trên dữ liệu quá khứ và bối cảnh hiện tại, chúng tôi giả định chỉ số sản lượng/lưu lượng đi ngang trong năm 2025 – 2026 và trở lại quỹ đạo tăng trung bình 0,1 điểm từ năm 2027 – 2029.

Hình 40: Sản lượng container thông qua cảng trên toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 41: Mức độ mở rộng cung tải của các hãng tàu



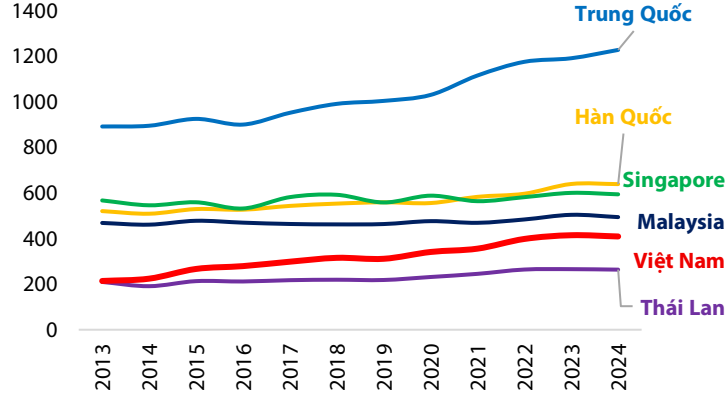
Nguồn: Alphaliner, CTCK Rồng Việt

• **Việt Nam đã tham gia sâu hơn vào trong chuỗi cung ứng toàn cầu là cơ sở dự phóng thị phần hàng hóa thông qua Việt Nam sẽ tăng thêm 20 bps mỗi năm trong giai đoạn 2025 – 2029.**

- Việt Nam đã trở thành một trung tâm sản xuất quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu nhờ chi phí nhân công thấp, phù hợp với các ngành thâm dụng lao động, cụ thể trong lĩnh vực điện tử, dệt may, nông – thủy sản. Trong bối cảnh chiến tranh thương mại từ năm 2018, Việt Nam có vị trí địa lý thuận lợi (trung tâm Đông Nam Á và tiếp giáp Trung Quốc – công xưởng lớn nhất thế giới) nên đã thu hút được vốn FDI.
- Chỉ số Kết nối vận tải (LSCI) (*) của Việt Nam đã có bước tiến đáng kể trong 10 năm gần đây, từ mức 214 điểm vào năm 2013 lên 410 điểm vào năm 2024 (hình 40), tương ứng thị phần container thông quan được mở rộng trung bình 20 bps (trừ hai năm 2021 và 2023 bị ảnh hưởng bởi COVID-19 và lạm phát toàn cầu) (hình 41). Chúng tôi duy trì quan điểm chuỗi cung ứng khó dịch chuyển sang khu vực khác nên Việt Nam sẽ tiếp tục quỹ đạo mở rộng thị phần.

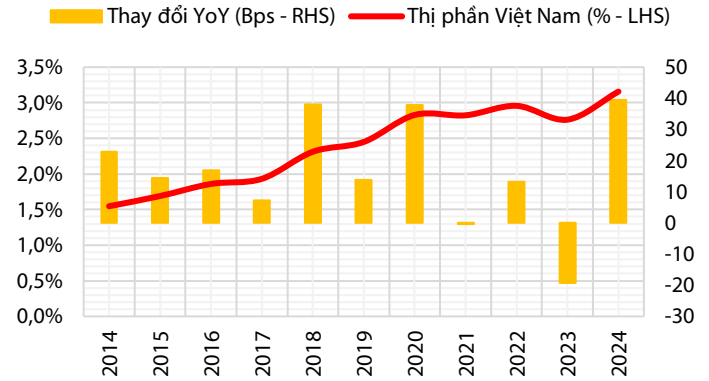
(*) Chỉ số LSCI sử dụng trong ngành hàng hải để đo lường mức độ kết nối giữa các quốc gia với mạng lưới vận chuyển container toàn cầu. Quốc gia có điểm số cao giúp rút ngắn thời gian xếp dỡ hàng, thời gian chờ tại cảng, giảm chi phí và tăng độ tin cậy cho các hãng tàu. Chỉ số này dựa trên sáu nhân tố: (1) số lượt tàu cập cảng mỗi tuần, (2) Công suất khai thác, (3) Số lượng tuyến dịch vụ, (4) Số lượng hãng tàu, (5) Kích thước tàu lớn nhất theo từng tuyến và (6) Số lượng cảng quốc gia (hoặc cảng) được kết nối trực tiếp.

Hình 42: Chỉ số kết nối của Việt Nam dần thu hẹp khoảng cách với các quốc gia trong khu vực



Nguồn: Unctad, CTCK Rồng Việt

Hình 43: Thay đổi thị phần container thông qua Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu



Nguồn: CTCK Rồng Việt

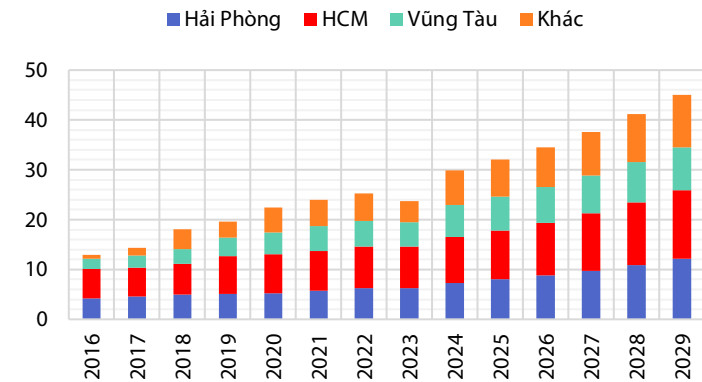
Dự phóng sản lượng container thông qua khu vực Hải Phòng

Hai cảng HTIT (Lạch Huyện bến 3&4) và HHIT (Lạch Huyện bến 5&6) đi vào hoạt động trong năm 2025, đưa tổng công suất khu vực tăng từ mức 8,5 triệu TEU/năm lên 12,2 triệu TEU/năm. Với việc công suất tăng thêm, Hải Phòng sẽ có nhiều dư địa để mở thêm các tuyến dịch vụ mới, và gia tăng cạnh tranh giữa các cảng nước sâu trong cả nước. Do đó, thị phần của khu vực Hải Phòng sẽ được mở rộng.

Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép của sản lượng ở khu vực Hải Phòng đạt 11% trong giai đoạn 2025 – 2029. Mỗi năm thị phần được mở rộng 50 bps bởi thu hút được hàng hóa từ cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải. Qua đó, sản lượng đạt 8,1 triệu TEU vào năm 2025 và 12,5 triệu TEU vào năm 2029.

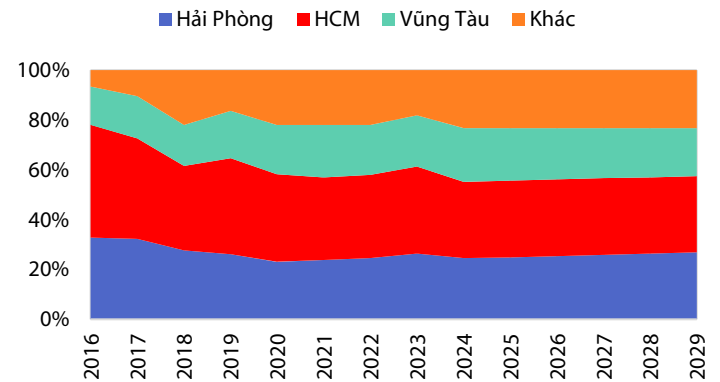
Giai đoạn trước 2025, Hải Phòng chỉ có cảng nước sâu HICT (Lạch Huyện bến 1&2) đã hoạt động tối đa công suất, số lượng tuyến dịch vụ đến điểm giới hạn, hàng container không đủ chỗ cần di chuyển vào phía Nam để kịp thời gian giao nhận cho khách hàng. Nhờ có thêm hai cảng sẽ giúp số lượng chuyển tàu dồi dào hơn và hàng hóa được chuyển trực tiếp từ Hải Phòng mà không cần di chuyển vào phía Nam.

Hình 44: Sản lượng container thông qua từng khu vực của Việt Nam



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Hình 45: Thị phần container thông qua từng khu vực của Việt Nam



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 5 – NĂNG LỰC CẠNH TRANH CỦA VSC KHU VỰC HẢI PHÒNG (Quay lại Mục lục)

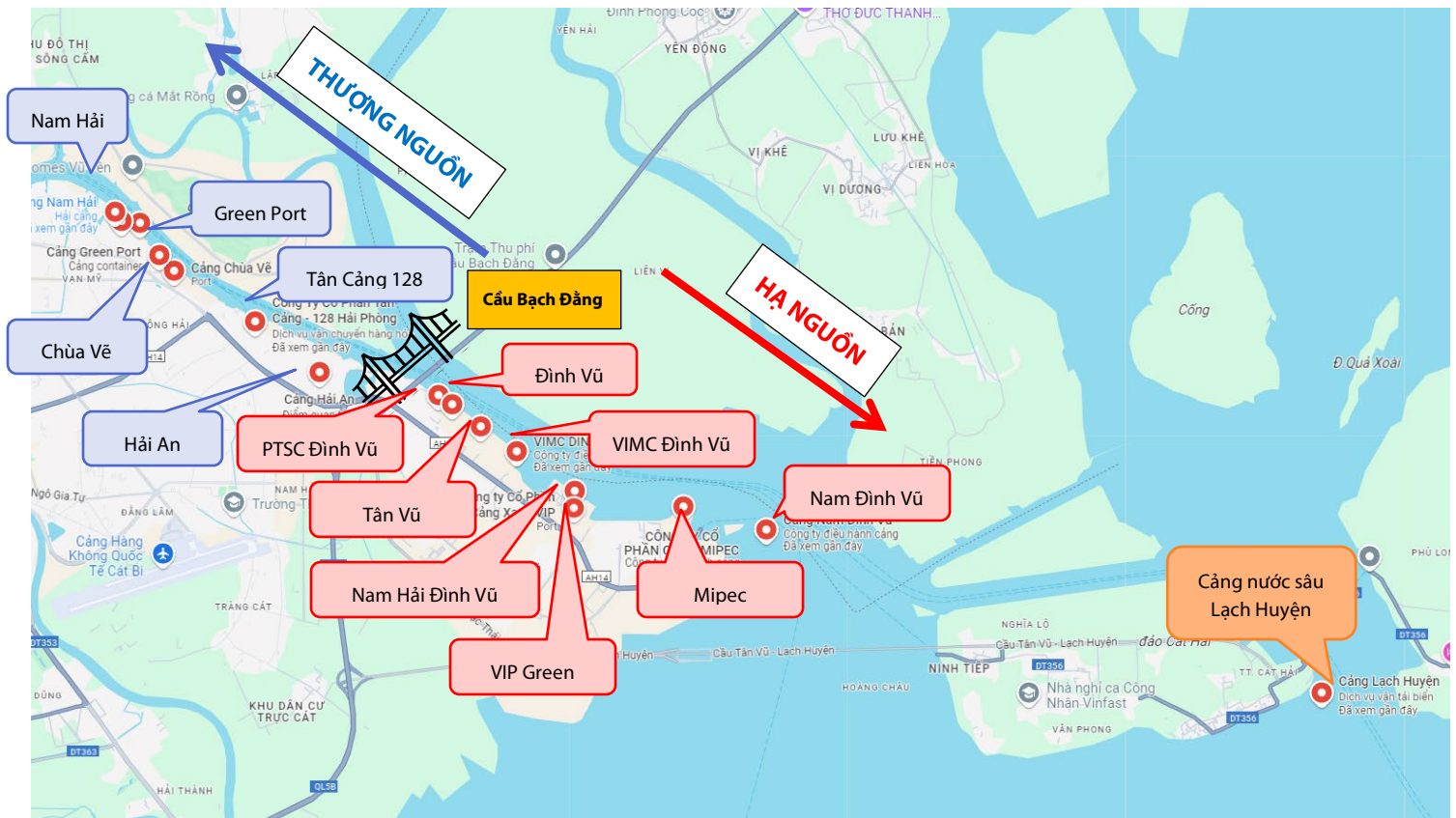
Xu hướng dịch chuyển cảng biển Hải Phòng được định hình rõ nét từ khu vực thượng nguồn sông Cấm về hạ nguồn sông Cấm và đặc biệt là ra khu vực Lạch Huyện. So sánh với thượng nguồn, hạ nguồn sở hữu vị trí địa lý đặc địa, giúp tối ưu hoạt động kinh doanh và phù hợp với chiến lược phát triển của các hãng tàu:

- Cảng thượng nguồn bị giới hạn về độ sâu luồng và vùng quay đầu, khiến tàu trên 30.000 DWT khó hoạt động một cách linh hoạt. Trong khi đó, hạ nguồn đáp ứng tốt điều kiện tiếp nhận tàu lớn, góp phần nâng cao sản lượng và giảm giá thành trên mỗi đơn vị vận chuyển.
- Vị trí sát cửa biển giúp cảng hạ nguồn rút ngắn hải trình, tiết kiệm nhiên liệu và thời gian di chuyển.
- Sau khi cầu Bạch Đằng được đưa vào khai thác, luồng tàu vào thượng nguồn bị hạn chế hơn, đặc biệt đối với tàu trên 20.000 DWT, càng thúc đẩy xu hướng dịch chuyển về hạ nguồn.

Với những chỉ tiêu tương tự, dễ thấy cảng Lạch Huyện đang sở hữu những lợi thế vượt trội so với khu vực cảng sông và hoàn toàn phù hợp với xu hướng phát triển đội tàu ngày càng lớn của các hãng vận tải.

Tuy nhiên, chi phí xếp dỡ tại các cảng sông thấp hơn khoảng 30–40% so với cảng nước sâu, nhờ đó phù hợp với các hãng vận tải khai thác tuyến nội Á. Trong khi đó, cảng nước sâu chủ yếu phục vụ hàng hóa xuất khẩu trực tiếp sang Mỹ và châu Âu. Điểm khác biệt này giúp các cảng sông vẫn duy trì được mức tăng trưởng tích cực trong dài hạn.

Hình 46: Hệ thống cảng biển khai thác container tại Hải Phòng



Nguồn: Google Maps, CTCK Rồng Việt

Sông Bạch Đằng giao cắt với luồng hàng hải phà Rừng và sông Cấm, khu vực có mật độ phương tiện cao, bao gồm tàu tải trọng đến 40.000 DWT và phương tiện thủy nội địa di chuyển đan xen. Trụ T29 của cầu Bạch Đằng nằm giữa lòng sông Cấm, chỉ được trang bị hệ thống chống va cho tàu 20.000 DWT, nên gây khó khăn trong việc đảm bảo an toàn nếu xảy ra va chạm. Vì vậy, việc khai thác tại các cảng phía trước cầu Bạch Đằng là lựa chọn tối ưu cho các hãng tàu.

Hình 47: Sự phân hóa tại Hải Phòng khi cầu Bạch Đằng ra đời



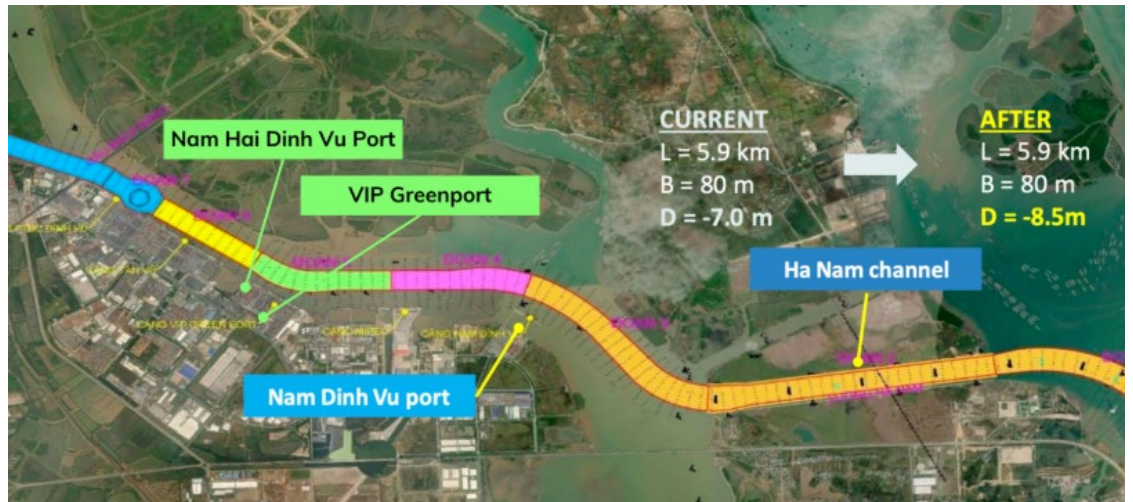
Nguồn: Báo Quảng Ninh, CTCK Rồng Việt

Cùng với GMD, VSC là doanh nghiệp tiếp theo nâng cấp kênh Hà Nam, qua đó gia tăng lợi thế cạnh tranh so với các cảng sông trong khu vực

Trong Q2-FY25, VSC được Bộ Xây dựng phê duyệt dự án nạo vét và nâng cấp luồng hàng hải Hải Phòng. Cụ thể, đoạn luồng từ thượng lưu bến Nam Đình Vũ đến cảng NHĐV sẽ được tăng độ sâu từ -7,2m lên -8,5m (bảng 18), cho phép tiếp nhận tàu trọng tải tới 48.000 DWT, đồng thời giúp các hãng tàu tối ưu sản lượng vận chuyển.

Hiện nay, chỉ có GMD và VSC được phê duyệt đầu tư nâng cấp kênh Hà Nam, qua đó giữ lợi thế vượt trội về độ sâu luồng và bến so với các cảng sông khác tại Hải Phòng. Đặc biệt, VSC vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng khi phần lớn các cảng trong khu vực đã khai thác gần đạt đủ được công suất thiết kế, mở ra cơ hội thu hút thêm các hãng tàu mới (bảng 19).

Hình 48: VSC được chấp nhận nạo vét kênh Hà Nam đoạn từ cảng Nam Đình Vũ đến NHĐV



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Bảng 18: So sánh thông tin kỹ thuật của các cảng khai thác hàng container tại Hải Phòng

Tên cảng	Cỡ tàu tối đa có thể cấp cảng (DWT)	Số lượng cầu cảng	Độ sâu trước bến (m)	Độ sâu lối vào (m)
Cảng sông				
Nam Hải	10.000	1	-7,6	-7,1
Green Port	25.000	2	-8,5	N/A
Chùa Vẽ	10.000	5	-8,7	N/A
Tân Cảng 128	15.000	1	-7,5	N/A
Hải An	25.800	1	-7,5	-7,0
PTSC Đình Vũ	20.000	1	-8,0	N/A
Đình Vũ	20.000	2	-8,7	-7,5
Tân Vũ	40.000	5	-9,0	-7,6
VIMC Đình Vũ	40.000	1	-8,2	-7,1
Nam Hải Đình Vũ	42.000	2	-8,3	-7,2
VIP Green	42.000	2	-8,5	-7,2
Mipec	3.000	1	-8,5	-7,0
Nam Đình Vũ	48.000	4	-9,5	-8,5
Cảng nước sâu Lạch Huyện				
HICT (Bến 1&2)	145.000	2	-16,0	-13,0
HTIT (Bến 3&4)	100.000	2	-16,0	-13,0
HHIT (Bến 5&6)	165.000	2	-16,8	-12,8

Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

Bảng 19: Công suất khai thác tại các cảng sông ở Hải Phòng

Cảng sông	Công suất thiết kế (‘000 TEU/năm)	Sản lượng 2024 (‘000 TEU)	Hiệu suất khai thác (%)
Nam Hải	150	149	99%
Green Port	300	270	90%
Chùa Vẽ	750	275	37%
Tân Cảng 128	500	74	15%
Hải An	450	542	120%
PTSC Đình Vũ	300	295	98%
Đình Vũ	600	565	94%
Tân Vũ	1.250	917	73%
Nam Hải Đình Vũ	600	261	44%
VIP Green	600	640	107%
Mipec	500	77	15%
Nam Đình Vũ	2.000	1,353	68%

Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, Website các công ty, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 6 – GIÁ CƯỚC XẾP DỠ THEO THÔNG TƯ 39/2023/TT-BGTVT (Quay lại Mục lục)

Thông tư 39/2023/TT-BGTVT cho phép nâng giá xếp dỡ container được áp dụng kể từ ngày 15/2/2024. Khung giá xếp dỡ container được tăng 10% so với Thông tư 54/2018/TT-BGTVT. (Quay lại trang 21)

Đối với khu vực cảng sông tại Hải Phòng, các cảng không còn tình trạng giảm giá bán để cạnh tranh, phần lớn giá niêm yết nằm trong khung giá quy định (bảng 20).

Bảng 20: Khung giá dịch vụ xếp dỡ container tại Việt Nam

Khu vực Hải Phòng	Container XNK có hàng (USD/Teu)	
	Tàu – Bãi	Tàu – Ô tô
Khung giá theo Thông tư 39	36 – 53	32 – 42
Giá niêm yết tại cảng		
Green Port	46	41
Chùa Vẽ	39	36
Hải An	45	40
Tân Cảng 189	42	39
PTSC Đình Vũ	36	32
Đình Vũ	45	40
Tân Vũ	42	39
Nam Hải Đình Vũ	46	41
VIP Green	46	41
Nam Đình Vũ	46	39
Khung giá theo Thông tư 54	33 – 53	26 – 42
Khu vực cảng nước sâu	Container XNK có hàng (USD/Teu)	
	XNK	Trung chuyển
Khung giá theo Thông tư 39	57 – 66	34 – 40
Giá niêm yết tại cảng		
CMIT	66	40
SSIT	66	40
Gemalink	66	40
HICT	66	40
Khung giá theo Thông tư 54	52 – 60	31 – 36

Nguồn: Thông tư 39/2023/TT-BGTVT, Thông tư 54/2018/TT-BGTVT, Website các công ty, CTCK Rồng Việt

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

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%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

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

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

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

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiến

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạng Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

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

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vpsc.com.vn
W www.vpsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, 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 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

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. Rong Viet 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 Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**