Cập nhật KQKD Q3/2026 và 9T/2026 – VSC

MẢNG CẢNG TĂNG TRƯỞNG TỐT, NHƯNG CHI PHÍ TÀI CHÍNH GÂY ÁP LỰC LÊN LỢI NHUẬN

- **KQKD Q3/2026 thấp hơn kỳ vọng, lợi nhuận cổ đông mẹ chuyển sang âm.** Doanh thu thuần đạt 934,6 tỷ đồng (+10,7% YoY), lợi nhuận gộp đạt 389,3 tỷ đồng (+22,2%), nhưng LNST hợp nhất chỉ đạt 44,6 tỷ đồng (-60,6%) và LNST cổ đông mẹ lỗ 9,4 tỷ đồng, so với mức lãi 79 tỷ đồng cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu do chi phí tài chính tăng mạnh tại công ty mẹ, trong khi lợi nhuận tập trung ở các công ty con có cổ đông thiểu số. Lũy kế 9T/2026, LNTT đạt 445,8 tỷ đồng, hoàn thành 59% kế hoạch năm; LNST cổ đông mẹ đạt 189,7 tỷ đồng (-31,2%).
- **Mảng cảng duy trì tăng trưởng tốt, biên lợi nhuận gộp cải thiện.** Giá vốn chỉ tăng 3,7%, thấp hơn mức tăng doanh thu 10,7%, giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 41,6% (cùng kỳ 37,7%). Kết quả được hỗ trợ bởi năng suất lao động cải thiện, chi phí khấu hao giảm và phụ thu nhiên liệu tăng. Chi phí bán hàng tăng 17,6% lên 95 tỷ đồng, trong khi chi phí quản lý giảm 8,4% còn 48,9 tỷ đồng.
- **Chi phí tài chính tăng gần gấp ba lần, gây áp lực lớn lên lợi nhuận.** Chi phí tài chính đạt 291,5 tỷ đồng (+184% YoY), gồm lãi vay 160,8 tỷ đồng (+84%), chi phí tài chính khác 85,9 tỷ đồng và dự phòng giảm giá chứng khoán 44,4 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu tài chính tăng 70% lên 107,6 tỷ đồng, chủ yếu nhờ cổ tức và lợi nhuận được chia. Mức tăng doanh thu tài chính không đủ bù đắp chi phí phát sinh, phản ánh áp lực từ chiến lược mở rộng đầu tư bằng đòn bẩy.
- **Chưa ghi nhận lãi từ HAH trong Q3, cần làm rõ cách hạch toán.** VSC không ghi nhận lãi từ công ty liên doanh, liên kết trong Q3, dù HAH (VSC sở hữu 22,3%) đạt LNST cổ đông mẹ 329 tỷ đồng, tương ứng phần lợi nhuận ước tính của VSC khoảng 73 tỷ đồng. Đây là vấn đề cần làm rõ về thời điểm cập nhật số liệu và phương pháp hạch toán.
- **Quy mô tài sản tăng mạnh, tập trung vào chứng khoán và đầu tư liên kết.** Tổng tài sản cuối Q3 đạt 16.882 tỷ đồng (+30% so với đầu năm), trong khi tiền mặt giảm 33% còn 611 tỷ đồng. Chứng khoán kinh doanh tăng 2,8 lần lên 2.697 tỷ đồng theo giá gốc, tập trung vào GEX (1.488 tỷ đồng), EIB (486 tỷ đồng), VIX (291 tỷ đồng) và PET (279 tỷ đồng). Đầu tư liên doanh, liên kết đạt 3.287 tỷ đồng, chủ yếu là HAH (2.496 tỷ đồng), Vinaship (415 tỷ đồng) và Cảng VIMC Đình Vũ (352 tỷ đồng).
- **Mở rộng đầu tư sang bất động sản và hospitality, gia tăng nhu cầu vốn.** VSC phát sinh nhiều khoản đầu tư ngoài ngành cảng, gồm 1.403 tỷ đồng chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại Harbour City, 490 tỷ đồng đầu tư 9,8% vốn Synara Hospitality và 525 tỷ đồng đặt cọc nhận chuyển nhượng vốn tại Công ty TNHH Hạ tầng Công nghiệp và Bất động sản Viconship. Ngoài ra, doanh nghiệp đã hoàn tất sở hữu 65% Harbour City, gắn với dự án tại Hải Phòng.

- **Đòn bẩy tăng cao, dòng tiền kinh doanh âm.** Dư nợ vay và thuê tài chính đạt 8.465 tỷ đồng (+58% so với đầu năm), tương đương 1,16 lần vốn chủ sở hữu; trong đó vay ngắn hạn 3.889 tỷ đồng, gồm 539 tỷ đồng vay ký quỹ tại TCBS. Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh 9T/2026 âm 1.973 tỷ đồng, chủ yếu do chi mua chứng khoán kinh doanh 1.721 tỷ đồng. Áp lực vốn gia tăng trong bối cảnh doanh nghiệp mở rộng đầu tư trên nhiều lĩnh vực.
- **Mở rộng hệ sinh thái vận tải biển thông qua hợp tác với HAH.** VSC và HAH thành lập Hải An Green Shipping Lines, trong đó VSC sở hữu 60%, HAH sở hữu 40%, nhằm đầu tư và khai thác 5 tàu container. VSC góp vốn, HAH đảm nhiệm vận hành. Chiến lược này giúp mở rộng hệ sinh thái logistics nhưng đồng thời làm tăng nhu cầu vốn và rủi ro đầu tư.
- **Kế hoạch huy động vốn chủ yếu nhằm cơ cấu lại nợ, đi kèm rủi ro pha loãng.** VSC dự kiến phát hành hơn 187,1 triệu cổ phiếu theo tỷ lệ 2:1, giá 10.000 đồng/cp, huy động khoảng 1.872 tỷ đồng để trả nợ HDBank, Eximbank và góp vốn vào Hải An Green Shipping Lines. Đồng thời, doanh nghiệp dự kiến phát hành 2.500 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ để cơ cấu lại các khoản vay hiện hữu. Phương án trái phiếu chưa giúp giảm tổng dư nợ, trong khi phát hành cổ phiếu có thể làm tăng khoảng 50% lượng cổ phiếu lưu hành.
- **Đánh giá chung:** Hoạt động cảng cốt lõi duy trì tích cực, nhưng áp lực tài chính và rủi ro đầu tư gia tăng. Lợi nhuận gộp tăng 22,2%, biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 41,6%, cho thấy hiệu quả khai thác cảng vẫn được duy trì tốt. Tuy nhiên, lợi nhuận cổ đông mẹ chịu sức ép từ chi phí tài chính tăng cao, danh mục chứng khoán lớn và các khoản đầu tư ngoài ngành. Với 9T/2026 mới hoàn thành 59% kế hoạch LNTT, khả năng hoàn thành kế hoạch năm còn nhiều thách thức. SHS duy trì khuyến nghị giá mục tiêu 16.240 đồng/cp (trong báo cáo phân tích lần đầu ngày 15/09/2026), tương ứng upside khoảng 25% so với giá đóng cửa ngày 03/11/2026. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi: *(i) việc ghi nhận lợi nhuận từ HAH; (ii) cơ cấu chi phí tài chính khác và (iii) tiến độ huy động vốn để đánh giá lại dự phóng và định giá doanh nghiệp.*