

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

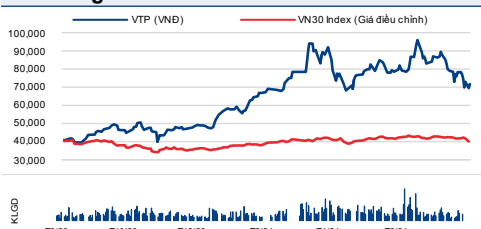
Giá mục tiêu: VNĐ87,200 (từ VNĐ89,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/8/2024)	71,700
Mã Bloomberg	VTP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,300-96,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	71,367
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,732
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	347
Slg CP lưu hành (tr.đv)	122
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	59.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	40.6
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	15.7%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	TD Viettel (60.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(18.3)	(10.3)	78.8
So với chỉ số	(14.2)	(8.70)	75.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,398	2,915	(17.7)
2025F	2,779	3,797	(26.8)
2026F	3,464	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VTP là doanh nghiệp chuyển phát đứng thứ hai về doanh thu tại Việt Nam và đang chuyển mình thành doanh nghiệp logistics. VTP là thành viên của Tập đoàn Viettel - tập đoàn viễn thông lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nâng khuyến nghị lên Mua vào sau đợt điều chỉnh gần đây

- HSC nâng khuyến nghị đối với VTP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) mặc dù giảm 3% giá mục tiêu xuống còn 87.200đ (tiềm năng tăng giá 22%) sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 nhưng giảm bình quân 8% dự báo EBITDA do giảm giả định tổng vốn đầu tư, được bù trừ bởi chi phí tài chính thấp hơn. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 13%, trong khi EBITDA dự báo tăng 30% trong cùng giai đoạn 2024-2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 1 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 14 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,5 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q2/2024

VTP công bố KQKD Q2/2024 tích cực với doanh thu HĐKD cốt lõi tăng 42% so với cùng kỳ đạt 2.380 tỷ đồng, trong khi EBITDA tăng 11% so với cùng kỳ và tăng 66% so với quý trước đạt 140 tỷ đồng (thấp hơn một chút so với dự báo của HSC). Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm 5% so với cùng kỳ dừng ở mức 93 tỷ đồng do chi phí khấu hao tăng và lợi nhuận HĐ tài chính giảm.

Trong nửa đầu năm 2024, EBITDA không đổi so với cùng kỳ ở mức 223 tỷ đồng nhờ doanh thu HĐKD cốt lõi tăng 46% so với cùng kỳ (đạt 4.456 tỷ đồng). Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm 13% so với cùng kỳ đạt 152 tỷ đồng.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, giảm dự báo EBITDA

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhưng giảm khoảng 8% dự báo EBITDA do giảm giả định tổng vốn đầu tư. Chúng tôi giả định tổng vốn đầu tư của VTP ở mức 2,5 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2025, thấp hơn giả định trước đó là 3 nghìn tỷ đồng, do mức chi tiêu tổng vốn đầu tư trong nửa đầu năm 2024 (350 tỷ đồng) thấp hơn dự báo, trong khi dự án Cửa khẩu thông minh chưa được triển khai trong năm nay (có thể vào năm sau).

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 13%, trong khi EBITDA dự báo tăng 30% trong cùng giai đoạn 2024-2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận, giá mục tiêu mới của VTP là 87.200đ với tiềm năng tăng giá so với thị giá hiện tại là 22% và cổ phiếu đang có EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 22 lần và 15,6 lần.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 1 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng cho năm 2024 và 2025 lần lượt là 17,2 lần và 12,2 lần, tương đương với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 14 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,5 lần. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu VTP vì đây là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực giao nhận và đang giành lại thị phần nhờ những cải tiến trong vận hành, quản lý và tiên phong nâng cấp mô hình kinh doanh lên chuỗi cung ứng với sự đầu tư mạnh mẽ và kịp thời vào cơ sở hạ tầng logistics.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	360	491	582 ▼	797 ▼	1,075 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	257	380	384	445	555
EPS ĐC (đồng)	1,826	1,876	2,398	2,779	3,464
DPS (đồng)	1,150	1,500	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	12,291	12,984	13,882	15,161	17,125
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.9	19.5	17.0	12.9	9.37
P/E ĐC (lần)	39.3	38.2	29.9	25.8	20.7
Lợi suất cổ tức (%)	1.60	2.09	2.09	2.09	2.09
P/B (lần)	5.83	5.52	5.16	4.73	4.19
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	15.9	24.7
ROAE (%)	18.9	25.6	23.5	25.2	28.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng thị phần; hiệu suất được cải thiện

HSC nâng khuyến nghị đối với VTP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) sau các đợt điều chỉnh gần đây nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 87.200đ (từ 89.600đ trước đó, tiềm năng tăng giá 22%). Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần đa phần không đổi trong năm nay khi Công ty tăng cường đầu tư. Sang năm 2025 và 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 16% và 25%. VTP đã giành lại thị phần ở mảng giao nhận và tiên phong trong việc chuyển đổi mô hình kinh doanh sang chuỗi cung ứng.

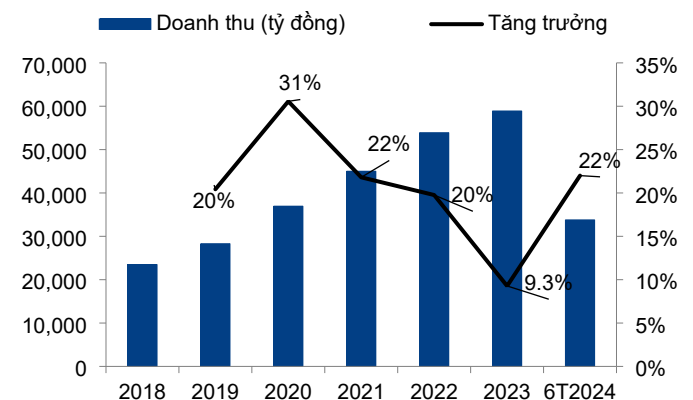
Cập nhật ngành: Cạnh tranh dai dẳng nhưng doanh thu tăng mạnh trong nửa đầu năm

Ngành chuyển phát ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024, với doanh thu tăng 22% so với cùng kỳ đạt 33,8 nghìn tỷ đồng, trong khi sản lượng bưu kiện tăng 38% đạt 1.525 triệu đơn vị. Theo đó, giá dịch vụ bình quân tiếp tục giảm xuống mức 22.200đ/bưu kiện trong nửa đầu năm 2024, từ mức 23.900đ trong năm 2023. Lưu ý, giá dịch vụ bình quân của ngành đã giảm một nửa trong giai đoạn 2018-2023 do sản lượng tăng và bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt.

Với doanh thu HĐKD cốt lõi tăng 46% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2024, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng của toàn ngành, VTP đã giành lại thị phần (lên 13,2% trong nửa đầu năm 2024, từ 11,8% trong năm 2023). Trong khi đó, các công ty lớn trong ngành dường như bị mất thị phần – Vnpost (chưa niêm yết), công ty lớn nhất trong ngành, chứng kiến thị phần giảm đáng kể xuống 21% trong nửa đầu năm 2024, từ 27% trong năm 2023, trong khi GHTK (chưa niêm yết, từng là công ty lớn thứ hai trong ngành), chứng kiến thị phần giảm xuống 10% trong nửa đầu năm 2024, từ 14% trong năm 2023, và nhường vị trí thứ 2 trên thị trường cho VTP.

Biểu đồ 1: Doanh thu ngành chuyển phát, Việt Nam

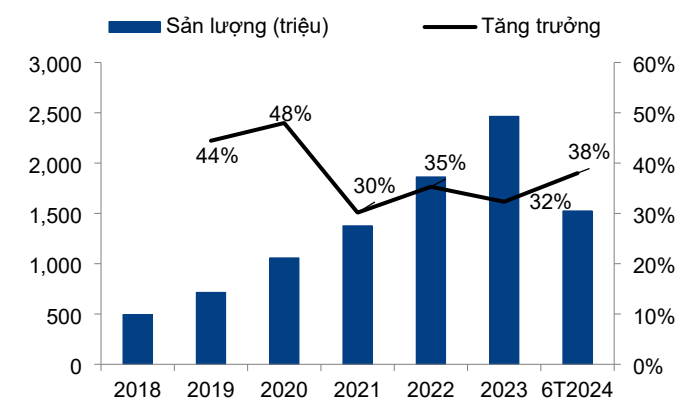
Tăng trưởng doanh thu tăng tốc lên 22% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: MoIC, HSC

Biểu đồ 2: Sản lượng ngành chuyển phát, Việt Nam

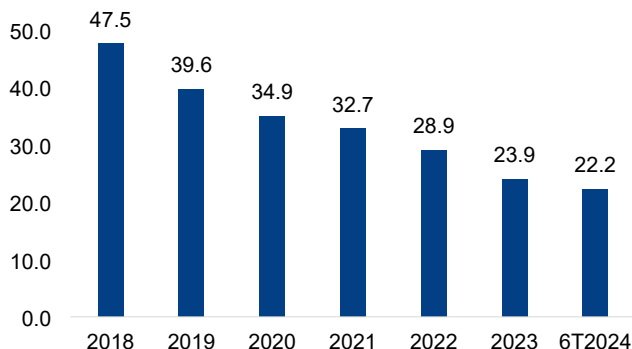
... nhờ sản lượng bưu kiện tăng 38% so với cùng kỳ



Nguồn: MoIC, HSC

Biểu đồ 3: Giá bán bình quân của ngành chuyển phát (nghìn đồng), Việt Nam

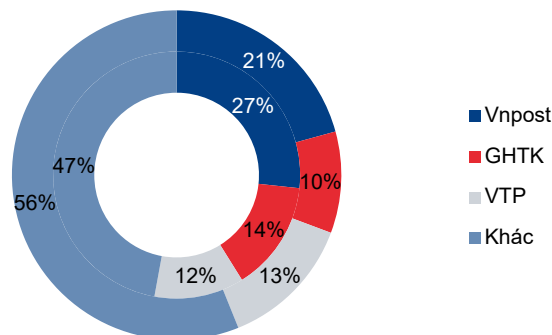
Tuy nhiên, giá bán bình quân của ngành chuyển phát tiếp tục giảm trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: MoIC, HSC

Biểu đồ 4: Thị phần của các doanh nghiệp lớn, Việt Nam

VTP đang giành lại thị phần (6 tháng đầu năm 2024: vòng tròn bên ngoài; năm 2023: vòng tròn bên trong)



Nguồn: MoIC, HSC

Đánh giá KQKD Q2/2024 và nửa đầu năm 2024

Trong bối cảnh này, VTP báo cáo KQKD Q2/2024 vững chắc với doanh thu HĐKD cốt lõi (chuyển phát và logistic) tăng mạnh 42% so với cùng kỳ đạt 2.380 tỷ đồng, sát với dự báo của HSC. Tuy nhiên, do doanh thu thương mại giảm 21% so với cùng kỳ đạt 1.958 tỷ đồng, doanh thu thuần đạt 4.945 tỷ đồng, không đổi so với cùng kỳ.

EBITDA Q2/2024 tăng 11% so với cùng kỳ đạt 140 tỷ đồng, thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi do các khoản đầu tư mới (đội xe chuyển phát, nhà kho, và hệ thống phân loại tự động) chưa được tối ưu hóa. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm 5% so với cùng kỳ dừng ở mức 93 tỷ đồng do chi phí khấu hao tăng và lợi nhuận HĐ tài chính giảm.

Trong nửa đầu năm 2024, doanh thu HĐKD cốt lõi tăng mạnh 46% so với cùng kỳ đạt 4.436 tỷ đồng, trong khi EBITDA không đổi so với cùng kỳ.

Hoạt động tái cơ cấu VTP triển khai từ năm 2022 đã mang lại kết quả tích cực; thời gian giao hàng đã được rút ngắn đáng kể, hiện đang dẫn đầu ngành. Việc ứng dụng công nghệ trong vận hành, quản lý cũng đã và đang giúp VTP nâng cao hiệu quả hoạt động.

Bảng 5: KQKD Q2/2024, VTP

EBITDA Q2/2024 tăng 11% so với cùng kỳ & tăng 67% so với quý trước

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ	2024F Cựu	% đạt dự báo	2024F Mới	% đạt dự báo
Doanh thu thuần	4,919	4,945	0.5%	5.8%	9,691	9,619	-0.7%	15,093	63.7%	18,095	53.2%
Lợi nhuận gộp	236	230	-2.6%	37.8%	412	397	-3.8%				
Lợi nhuận HĐ tài chính	17	9	-44.1%	-42.0%	31	26	-16.9%				
Chi phí BH&QL	(125)	(122)	-2.5%	9.4%	-222	-233	4.9%				
LNTT	124	117	-5.4%	59.2%	219	191	-12.8%	490	38.9%	484	39.4%
Lợi nhuận thuần	98	93	-4.6%	59.4%	173	152	-12.6%	389	39.0%	384	39.4%
Khấu hao	(19)	(32)			(38)	(59)					
EBITDA	126	140	10.9%	66.5%	226	223	-0.9%	633	35.3%	582	38.4%

Nguồn: VTP, HSC

Bảng 6: Cơ cấu doanh thu Q2/2024, VTP

Trong Q2/2023, doanh thu mảng dịch vụ tăng 23% so với cùng kỳ, bù đắp cho sự sụt giảm 21% so với cùng kỳ của doanh thu thương mại

	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Tổng doanh thu	4,919	4,674	4,945	0.5%	6.6%	9,691	9,619	-0.7%
Dịch vụ	2,435	2,699	2,987	22.7%	15.4%	4,535	5,686	25.4%
Thương mại	2,484	1,975	1,958	-21.2%	-4.0%	5,156	3,933	-23.7%
Đóng góp	100.0%	100.0%	100.0%			100.0%	100.0%	
Dịch vụ	49.5%	57.7%	60.4%			46.8%	59.1%	
Thương mại	50.5%	42.3%	39.6%			53.2%	40.9%	

Nguồn: VTP

Bảng 7: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, VTP

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/2024 cải thiện đáng kể so với quý trước nhờ mảng dịch vụ

	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Tổng	4.8%	3.6%	4.6%	-0.1%	1.1%	4.3%	4.1%	-0.1%
Dịch vụ	9.3%	6.1%	7.6%	-1.7%	1.5%	8.8%	6.9%	-1.9%
Thương mại	0.4%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.3%	0.1%	-0.2%

Nguồn: VTP, HSC

Bảng 8: KQKD Q2/2024 của mảng dịch vụ, VTP

Tỷ suất EBITDA của mảng dịch vụ đã cải thiện trong Q2/2024

	Q2/23	Q1/24	Q2/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu dịch vụ	2,435	2,699	2,987	22.7%	10.7%	4,535	5,686	25.4%
Cốt lõi	1,670	2,076	2,380	42.5%	14.6%	3,046	4,456	46.3%
Chuyển phát	1,389	1,853	1,967	41.6%	6.1%	2,596	3,820	47.2%
Logistics	281	223	413	47.1%	85.5%	450	636	41.3%
Outsourcing (vận hành chuỗi cửa hàng cho Viettel)	765	623	607	-20.7%	-2.6%	1,489	1,230	-17.4%
Lợi nhuận gộp	227	165	227	0.2%	37.7%	398	392	-1.5%
EBITDA	121	80	137	13.6%	71.4%	214	217	1.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.3%	6.1%	7.6%			8.8%	6.9%	
Tỷ suất EBITDA	5.0%	3.0%	4.6%			4.7%	3.8%	

Nguồn: VTP, HSC

Nửa cuối năm 2024: Dự báo tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ doanh thu tăng mạnh

Cho nửa cuối năm 2024, BLĐ đặt mục tiêu doanh thu HĐKD cốt lõi ở mức 5.205 tỷ đồng (tăng 34% so với cùng kỳ và tăng 17% so với nửa đầu năm) và LNTT đạt 296 tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ và 55% so với nửa đầu năm). Mục tiêu kinh doanh BLĐ đề ra sát với dự báo của chúng tôi.

Trong khi tỷ suất lợi nhuận nửa cuối năm 2024 dự kiến thấp hơn nửa cuối năm 2023 do chi phí khấu hao tăng và lợi nhuận HĐ tài chính giảm, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận tăng đáng kể so với nửa đầu năm 2024 nhờ doanh thu tăng mạnh (nhờ chi phí cố định/đơn vị giảm). Do VTP đầu tư mạnh vào phát triển cơ sở hạ tầng (đội xe đội xe chuyển phát, nhà kho, và hệ thống phân loại tự động), sản lượng bưu kiện tăng sẽ giúp tối ưu hóa chi phí và cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Bảng 9: Kế hoạch của công ty trong 6 tháng cuối năm 2024, VTP

VTP đặt kế hoạch mở rộng đáng kể tỷ suất lợi nhuận cốt lõi trong 6 tháng cuối năm 2024 so với nửa đầu năm

	6T2023	6T2024	Kế hoạch nửa cuối năm 2024	% sv cùng kỳ	% sv 6T trước	2023	2024 kế hoạch	Tăng trưởng	2024F HSC dự báo	Tăng trưởng	Kế hoạch/Dự báo của HSC
Doanh thu cốt lõi	3,881	4,456	5,205	34.1%	16.8%	6,975	9,661	38.5%	9,526	36.6%	101.4%
LNTT	260	191	296	13.7%	55.0%	478	486	1.7%	484	1.3%	100.4%
Tỷ suất LNTT	6.7%	4.3%	5.7%			6.9%	5.0%		5.1%		

Nguồn: VTP, HSC

Đa phần giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2024-2026 nhưng giảm khoảng 8% dự báo EBITDA

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhưng giảm khoảng 8% dự báo EBITDA do EBITDA nửa đầu năm 2024 thấp hơn dự báo và giảm giả định tổng vốn đầu tư. Chúng tôi giả định tổng vốn đầu tư của VTP ở mức 2,5 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2025, thấp hơn giả định trước đó là 3 nghìn tỷ đồng, do mức chi tiêu tổng vốn đầu tư trong nửa đầu năm 2024 (350 tỷ đồng) thấp hơn dự báo, trong khi dự án Cửa khẩu thông minh chưa được triển khai trong năm nay (có thể vào năm sau).

VTP đang hợp tác với hai tỉnh (Lạng Sơn và Lào Cai) có biên giới (và có quan hệ thương mại lớn) với Trung Quốc để triển khai dự án Cửa khẩu thông minh. Hai tỉnh này sẽ trình đề xuất lên Chính phủ để xin phê duyệt vào cuối năm nay. Các dự án sẽ được đầu tư bằng cả vốn ngân sách Nhà nước và vốn đầu tư của VTP (tỷ lệ của hai nguồn này sẽ phụ thuộc vào mức ngân sách Nhà nước phân bổ cho mỗi dự án. Ở giai đoạn này tỷ lệ cụ thể chưa được xác định). Theo BLĐ, những dự án này có thời hạn 20 năm. VTP dự kiến đầu tư 1-1,5 nghìn tỷ đồng cho mỗi dự án.

Bảng 10: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2024-2026, VTP

HSC duy trì phần lớn dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 nhưng giảm khoảng 8% ước tính EBITDA sau khi hạ giả định chi phí đầu tư tài sản cố định

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	19,588	15,093	16,938	19,588	18,095	18,779	20,819	19.9%	10.9%	6.3%
Doanh thu cốt lõi	6,862	9,254	11,666	14,316	9,526	12,346	15,179	2.9%	5.8%	6.0%
Lợi nhuận thuần	380	389	450	571	384	445	555	-1.1%	-1.0%	-2.8%
EBITDA	491	633	872	1,170	582	797	1,075	-8.1%	-8.5%	-8.1%
EBITDA trừ khen thưởng & phúc lợi	339	539	764	1,033	489	690	942	-9.3%	-9.6%	-8.8%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		-22.9%	12.2%	15.6%	-7.6%	3.8%	10.9%			
Doanh thu cốt lõi		34.9%	26.1%	22.7%	38.8%	29.6%	22.9%			
Lợi nhuận thuần		2.3%	15.7%	27.0%	1.2%	15.9%	24.7%			
EBITDA		28.9%	37.7%	34.2%	18.5%	37.1%	34.8%			
EBITDA trừ khen thưởng & phúc lợi		59.0%	41.6%	35.2%	44.2%	41.1%	36.4%			

Nguồn: HSC

Giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 87.200đ; nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 22%

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận, giá mục tiêu mới của VTP là 87.200đ với tiềm năng tăng giá so với thị giá hiện tại là 22% và cổ phiếu đang có EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 17,2 lần và 12,2 lần.

Lưu ý, EBITDAđ.c dự phóng của chúng tôi được tính toán sau khi loại trừ quỹ khen thưởng và phúc lợi ra khỏi EBITDA vì quỹ khen thưởng và phúc lợi chiếm tỷ lệ đáng kể trong lợi nhuận thuần (40% trong năm ngoái và dự kiến là 25% từ năm nay, cao hơn mức 15% trước năm 2023).

Các giả định định giá của chúng tôi không đổi, với (i) lãi suất phi rủi ro 4%, (ii) phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, (iii) hệ số beta 1 lần và (iv) tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 1 tháng qua do thị trường điều chỉnh, VTP đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng cho năm 2024 và 2025 lần lượt là 17,2 lần và 11,4 lần, tương đương với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 14 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,5 lần.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu VTP vì đây là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực giao nhận ở Việt Nam và đang giành lại thị phần nhờ những cải tiến trong vận hành, quản lý. Công ty cũng tiên phong nâng cấp mô hình kinh doanh lên chuỗi cung ứng với sự đầu tư mạnh mẽ và kịp thời vào cơ sở hạ tầng logistics.

Bảng 11: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, VTP

Chi phí vốn CSH (theo CAPM) là 12,5% & chi phí nợ là 6,4%

Giả định định giá	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	12.5%
Chi phí nợ	8.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán WACC, VTP

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,1%

Cơ cấu nguồn vốn	Mới
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	92.7%
Nợ / Tổng nguồn vốn	7.3%
WACC	12.1%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Định giá DCF, VTP

Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 89.600đ

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần	228	292	338	422	532	660	797	938
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	64	46	73	92	89	83	77	73
+ Khấu hao	83	133	217	343	378	409	438	466
- Thay đổi vốn lưu động	83	334	594	129	117	113	181	247
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(374)	(999)	(1,486)	(359)	(315)	(294)	(284)	(261)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	84	(194)	(264)	627	802	970	1,209	1,462
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								2.0%
Giá trị dài hạn								14,828
Dòng tiền tương lai	84	(194)	(264)	627	802	970	1,209	16,291
Giá trị hiện tại	84	(194)	(250)	528	603	651	724	8,710
Giá trị của doanh nghiệp		10,774						
- Tổng nợ		(1,859)						
+ Tiền & các khoản tương đương tiền		1,700						
Giá trị của vốn CSH		10,616						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)		121,783						
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)		87,200						

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy, VTP

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	89,900	85,100	80,700	76,700	73,000	
	1.5%	93,700	88,500	83,800	79,500	75,500	
	2.0%	98,000	92,300	87,200	82,500	78,200	
	2.5%	102,700	96,500	90,900	85,800	81,200	
	3.0%	108,000	101,200	95,100	89,500	84,500	

Nguồn: HSC

Bảng 15: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm điều chỉnh, VTP

VTP đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm điều chỉnh là 14 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ từ năm 2019 là 15,5 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	21,629	19,588	18,095	18,779	20,819
Lợi nhuận gộp	646	881	878	1,035	1,253
Chi phí BH&QL	(376)	(469)	(434)	(460)	(520)
Thu nhập khác	8.54	3.63	7.24	7.51	0
Chi phí khác	(2.39)	(7.49)	(1.81)	(1.88)	0
EBIT	276	408	449	580	732
Lãi vay thuần	47.7	70.3	35.4	(19.3)	(32.5)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	323	478	484	561	700
Chi phí thuế TNDN	(66.8)	(98.3)	(100.0)	(116)	(144)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	257	380	384	445	555
Lợi nhuận thuần ĐC	222	228	292	338	422
EBITDA ĐC	360	491	582	797	1,075
EPS (đồng)	2,107	3,119	3,156	3,656	4,558
EPS ĐC (đồng)	1,826	1,876	2,398	2,779	3,464
DPS (đồng)	1,150	1,500	1,500	1,500	1,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	113	122	122	122	122
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	113	122	122	122	122
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	113	122	122	122	122

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	460	895	541	473	722
Đầu tư ngắn hạn	1,856	1,698	1,448	939	1,041
Phải thu khách hàng	2,374	2,245	1,990	1,878	1,978
Hàng tồn kho	342	398	362	376	416
Các tài sản ngắn hạn khác	208	260	181	188	208
Tổng tài sản ngắn hạn	5,240	5,496	4,522	3,854	4,365
TSCĐ hữu hình	232	337	1,204	2,474	2,491
TSCĐ vô hình	36.5	35.9	35.2	34.5	33.8
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	9.76	83.2	76.8	79.7	88.4
Đầu tư vào Cty LD,LK	150	74.0	74.0	74.0	74.0
Tài sản dài hạn khác	141	408	373	387	429
Tổng tài sản dài hạn	569	938	1,763	3,050	3,116
Tổng cộng tài sản	5,808	6,434	6,285	6,903	7,481
Nợ ngắn hạn	1,297	1,671	1,448	1,408	1,457
Phải trả người bán	362	485	448	465	515
Nợ ngắn hạn khác	2,658	2,522	2,333	2,420	2,677
Tổng nợ ngắn hạn	4,405	4,800	4,351	4,415	4,773
Nợ dài hạn	0	40.8	231	630	610
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	12.2	12.6	11.6	12.1	13.4
Tổng nợ dài hạn	12.2	53.4	243	642	623
Tổng nợ phải trả	4,417	4,853	4,594	5,057	5,396
Vốn chủ sở hữu	1,392	1,581	1,691	1,846	2,086
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,392	1,581	1,691	1,846	2,086
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,808	6,434	6,285	6,903	7,481
BVPS (đ)	12,291	12,984	13,882	15,161	17,125
Nợ thuần*/(tiền mặt)	837	817	1,138	1,565	1,345

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	276	408	449	580	732
Khấu hao	(84.0)	(83.0)	(133)	(217)	(343)
Lãi vay thuần	47.7	70.3	35.4	(19.3)	(32.5)
Thuế TNDN đã nộp	(80.8)	(62.7)	(100.0)	(116)	(144)
Thay đổi vốn lưu động	(31.9)	(177)	254	116	(90.2)
Khác	(42.5)	(77.7)	141	588	136
LCT thuần từ HKKD	90.6	177	820	1,259	810
Đầu tư TS dài hạn	(28.6)	(374)	(999)	(1,486)	(359)
Góp vốn & đầu tư	(230)	(601)	0	0	0
Thanh lý	160	827	0	0	0
Khác	101	120	41.5	(17.0)	(50.7)
LCT thuần từ HĐĐT	55.2	(27.8)	(958)	(1,503)	(409)
Cổ tức trả cho CSH	(155)	0	(183)	(183)	(183)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	130	33,062	(32.4)	359	28.9
Khác	2.30	(32,777)	(0.96)	0.44	1.31
LCT thuần từ HĐTC	(22.7)	285	(216)	177	(152)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	-	-	-	-	-
LCT thuần trong kỳ	123	435	(354)	(67.3)	249
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.51)	0.76	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	123	435	(354)	(67.3)	249
Dòng tiền tự do	62.0	(197)	(180)	(227)	452

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	2.98	4.50	4.85	5.51	6.02
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.66	2.51	3.21	4.25	5.16
Tỷ suất LNT (%)	1.19	1.94	2.12	2.37	2.67
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	0.82	(9.44)	(7.62)	3.78	10.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(12.9)	36.5	18.5	37.1	34.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	15.9	24.7
Tăng trưởng EPS (%)	(13.3)	48.0	1.17	15.9	24.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	15.9	24.7
Tăng trưởng DPS (%)	(23.3)	30.4	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	54.6	48.1	47.5	41.0	32.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.9	25.6	23.5	25.2	28.2
ROACE (%)	20.2	26.8	25.2	26.3	28.2
Vòng quay tài sản (lần)	3.85	3.20	2.85	2.85	2.89
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.33	0.43	1.83	2.17	1.11
Số ngày tồn kho	5.94	7.76	7.67	7.73	7.77
Số ngày phải thu	41.3	43.8	42.2	38.6	36.9
Số ngày phải trả	6.30	9.46	9.49	9.56	9.61
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	60.4	51.9	67.5	84.9	64.7
Nợ/tài sản (%)	22.4	26.7	26.8	29.6	27.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	30.1	22.5
Nợ/EBITDA (lần)	3.61	3.49	2.89	2.56	1.93
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.19	1.15	1.04	0.87	0.91
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.41	0.49	0.55	0.55	0.48
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.9	19.5	17.0	12.9	9.37
P/E (lần)	34.0	23.0	22.7	19.6	15.7
P/E ĐC (lần)	39.3	38.2	29.9	25.8	20.7
P/B (lần)	5.83	5.52	5.16	4.73	4.19
Lợi suất cổ tức (%)	1.60	2.09	2.09	2.09	2.09

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn