

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

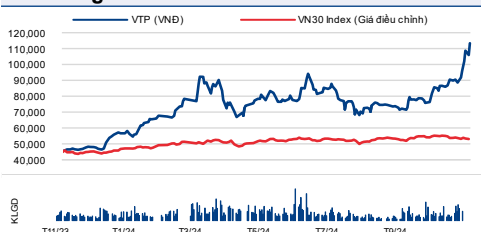
Giá mục tiêu: VNĐ123,400 (từ VNĐ87,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 8.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/11/2024)	113,400
Mã Bloomberg	VTP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	45,430-113,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	109,367
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,810
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	545
Slg CP lưu hành (tr.đv)	122
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	59.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	50.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.37%
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	32.3	55.8	152
So với chỉ số	38.5	52.1	115
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	2,914	3,797	(23.3)
2026F	3,737	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VTP là doanh nghiệp chuyên phát đứng thứ hai về doanh thu tại Vietnam 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

Triển vọng được củng cố nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

- HSC tăng 41% giá mục tiêu lên 123.400đ (tiềm năng tăng giá 9%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây.
- HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng tăng dự báo năm 2025 do VTP đầu tư mạnh vào mảng logistics trong khi mở rộng thị phần mảng giao nhận truyền thống. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16% và 33% trong giai đoạn 2023-2026.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 32% và 56% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 20 lần, cao hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,5 lần. Với triển vọng tăng trưởng được cải thiện, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn..

Sự kiện: Triển vọng cải thiện

Trong 9 tháng đầu năm 2024, VTP tiếp tục giành thêm thị phần ở mảng giao nhận truyền thống nhờ đạt tốc độ tăng trưởng vượt bậc (44% so với cùng kỳ, so với mức tăng trưởng 19% so với cùng kỳ của toàn ngành trong cùng giai đoạn). VTP giành được thêm thị phần là nhờ cải tiến trong vận hành sau khi ứng dụng công nghệ.

Trong khi đó, VTP đang tích cực tham gia vào mảng logistic thông qua việc đầu tư mạnh vào cơ sở hạ tầng, ở cả hai phân khúc trong nước và xuyên biên giới. Công ty đã mở rộng HKKD một cách vững chắc đối với mảng logistics/supply chain và tích cực chuẩn bị cho sự gia tăng của hoạt động thương mại xuyên biên giới.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và những năm tiếp theo

HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2024 với lợi nhuận thuần đạt 384 tỷ đồng (tăng trưởng 1%) và EBITDA đạt 582 tỷ đồng (tăng trưởng 18%). Kết quả trên cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 có thể đạt 132 tỷ đồng (tăng 27% so với cùng kỳ và 23% so với quý trước) và EBITDA đạt 197 tỷ đồng (tăng 46% so với cùng kỳ và 18% so với quý trước), nhờ doanh thu HKKD cốt lõi tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận cải thiện khi sản lượng tiêu thụ tăng.

Cho năm 2025-2026, chúng tôi tăng lần lượt 4% và 8% dự báo lợi nhuận thuần và EBITDA do kỳ vọng VTP sẽ giành thêm thị phần ở mảng giao nhận và đầu tư vào cơ sở hạ tầng ở mảng logistics để đạt được KQKD tốt hơn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 tăng trưởng lần lượt 21% và 28%, và EBITDA tăng trưởng lần lượt 42% và 40%.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 41% giá mục tiêu lên 123.400đ do tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá (mức tăng của WACC được bù trừ bởi mức tăng cao hơn của tốc độ tăng trưởng dài hạn và việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025). Tại giá mục tiêu mới, VTP có EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 22 lần và 15,5 lần.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 24% và 46% trong 1 tháng và 3 tháng qua, nhờ tâm lý tích cực của thị trường về các bước tiến của Công ty trong hoạt động triển khai dịch vụ logistics xuyên biên giới, VTP đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 18,7 lần, cao hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,5 lần. HSC cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng cải thiện và khả năng tăng trưởng vững chắc trong tương lai.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 13/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	360	491	582	825	1,156 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	257	380	384	467	599 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,826	1,876	2,398	2,914	3,737 ▲
DPS (đồng)	1,150	1,500	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	12,291	12,984	13,882	15,296	17,534
EV/EBITDA ĐC (lần)	38.0	29.8	25.7	18.7	13.7
P/E ĐC (lần)	62.1	60.5	47.3	38.9	30.3
Lợi suất cổ tức (%)	1.01	1.32	1.32	1.32	1.32
P/B (lần)	9.23	8.73	8.17	7.41	6.47
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	21.5	28.2
ROAE (%)	18.9	25.6	23.5	26.3	30.0

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

Dự báo tăng trưởng tích cực nhờ triển vọng cải thiện

HSC tăng 41% giá mục tiêu lên 123.400đ (tiềm năng tăng giá 9%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, nhờ triển vọng cải thiện và những bước tiến mạnh mẽ trong lĩnh vực logistics, nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh trong thời gian gần đây. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA (sau khi điều chỉnh tăng 4% và 8%) tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16% và 33% trong giai đoạn 2023-2026. Triển vọng của VTP được củng cố, với thị phần được mở rộng ở mảng giao nhận truyền thống, đồng thời cũng là đơn vị tiên phong chuyển sang lĩnh vực logistics/chuỗi cung ứng.

Giành thêm thị phần ở mảng giao nhận truyền thống

Doanh thu HĐKD cốt lõi (chuyển phát và logistics) Q3/2024 của VTP tăng mạnh 41% so với cùng kỳ (và tăng 8% so với quý trước) lên 2.574 tỷ đồng, cao hơn so với mức tăng 12% so với cùng kỳ của toàn ngành trong cùng giai đoạn (17,2 nghìn tỷ đồng). Với kết quả trên, thị phần của VTP đã tăng lên 15% trong quý (so với mức 11,9% trong Q3/2023 và 13,2% trong nửa đầu năm 2024).

Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu HĐKD cốt lõi của VTP tăng mạnh 44% so với cùng kỳ lên 7.030 tỷ đồng, cao hơn so với mức tăng 19% so với cùng kỳ của toàn ngành trong cùng giai đoạn (đạt 50,74 nghìn tỷ đồng). Theo đó, thị phần trong 9 tháng đầu năm 2024 tăng lên 13,9% từ mức 11,4% trong 9 tháng đầu năm 2023.

Đầu tư mạnh vào mảng logistics xuyên biên giới

Trong hai năm qua, VTP đã tham gia tích cực vào mảng logistics, đặc biệt đầu tư mạnh vào cơ sở hạ tầng xuyên biên giới (với Trung Quốc) đặc biệt trong một năm qua. HSC cho rằng VTP sẽ là đơn vị hưởng lợi chính khi Việt Nam tăng cường hoạt động thương mại xuyên biên giới với Trung Quốc.

Công viên Logistics Lạng Sơn

BLĐ VTP vừa quyết định đầu tư vào dự án Công viên Logistics tại tỉnh Lạng Sơn. Dự án có diện tích hơn 130ha tại huyện Cao Lộc, tỉnh Lạng Sơn, có vị trí đắc địa liền kề với Khu trung chuyển hàng hóa Lạng Sơn (thuộc Khu kinh tế cửa khẩu Đồng Đăng – Lạng Sơn).

Dự án sẽ được chia thành nhiều giai đoạn, trong đó giai đoạn đầu có diện tích 50ha, chủ yếu dùng làm nơi tập kết container. Trong giai đoạn đầu, VTP sẽ chủ yếu đầu tư vào công nghệ để giám sát luồng container ra vào, trong khi cơ sở hạ tầng chưa yêu cầu đầu tư nhiều. Do đó, tổng vốn đầu tư cho giai đoạn đầu sẽ chỉ ở mức 70-80 tỷ đồng. BLĐ kỳ vọng giai đoạn đầu của dự án sẽ có tỷ lệ lấp đầy 100% khi đưa vào hoạt động, có thể là vào cuối năm 2024.

Ở giai đoạn 2, VTP sẽ đầu tư thêm vào cơ sở hạ tầng, xây dựng kho bãi cho công tác bảo quản hàng hóa. Hiện tại, chất lượng dịch vụ bảo quản hàng hóa tại Lạng Sơn vẫn còn kém. VTP kỳ vọng sẽ có thêm nhiều lợi thế nhờ cung cấp dịch vụ có chất lượng tốt hơn. Tổng vốn đầu tư cho giai đoạn 2 chưa được công bố nhưng sẽ cao hơn giai đoạn đầu. BLĐ kỳ vọng dự án này, khi hoàn thành, sẽ mang về 500-800 tỷ đồng doanh thu cho Công ty (5-8% doanh thu HĐKD cốt lõi).

Vipo Mall: nền tảng TMĐT xuyên biên giới

VTP đang thử nghiệm giải pháp mua sắm trực tuyến xuyên biên giới (trước tiên là với Trung Quốc, sau đó mở rộng sang Nhật Bản và Hàn Quốc) thông qua ứng dụng Vipo Mall.

Vipo Mall có giao diện của một nền tảng TMĐT. Tại đây, người dùng Việt Nam có thể đặt hàng các sản phẩm được niêm yết trên các nền tảng TMĐT lớn nhất của Trung Quốc bao gồm Taobao, 1688, Pinduoduo và JD.com, với thông tin sản phẩm được dịch sang tiếng Việt và giá niêm yết bằng VND. Đơn hàng sẽ được các nền tảng của Trung Quốc xử lý (tại Trung Quốc) và chuyển đến biên giới. Sau đó, VTP sẽ làm thủ tục hải quan và giao hàng tại Việt Nam cho người mua Việt Nam. VTP sẽ thu phí từ việc thông quan và giao hàng tại Việt Nam. Ở giai đoạn này, VTP không cần phải đầu tư vào cơ sở hạ tầng để hỗ trợ HĐKD.

Theo nội dung trao đổi của chúng tôi với BLĐ, ứng dụng Vipo Mall hướng đến khách hàng B2B (các chủ cửa hàng ở Việt Nam muốn nhập hàng từ Trung Quốc sau đó bán lẻ tại thị trường trong nước). Do đó, đơn đặt hàng phải là đơn hàng bán buôn và phải có đặt cọc. VTP sẽ có thể tận dụng danh sách khách hàng có sẵn (các chủ cửa hàng đã sử dụng dịch vụ giao nhận của VTP) để mở rộng HĐKD ở mảng này. Do đó, Vipo Mall sẽ không cạnh tranh trực tiếp với các sàn TMĐT khác như Shopee, Lazada hay Tiktok Shop vốn tập trung vào nhóm khách hàng bán lẻ.

Theo quan điểm của chúng tôi, dự án này sẽ giúp VTP mở rộng HĐKD giao nhận nhưng không đòi hỏi nhiều vốn đầu tư (không có nhiều rủi ro về mặt đầu tư).

Có khả năng đầu tư dự án biên giới thông minh

Ngày 17/8/2024, Chính phủ ban hành Quyết định 865/QĐ-TTg-2024 phê duyệt đề án thí điểm xây dựng cửa khẩu biên giới thông minh tại cửa khẩu quốc tế Hữu Nghị, tỉnh Lạng Sơn. Dự án nhằm nâng cao năng lực thông quan lên 2-3 lần vào năm 2027 và 4-5 lần vào năm 2030 so với thời điểm hiện tại. Tổng KNNK và KNXK hàng năm được dự báo đạt 110 triệu USD vào năm 2030.

Dự án được chia thành hai giai đoạn: (i) giai đoạn 1 từ Q3/2024 đến Q2/2026 dành cho việc xây dựng cơ sở hạ tầng và (ii) giai đoạn 2 Q3/2026 đến Q3/2029 dành cho hoạt động thử nghiệm.

Đây là dự án thí điểm đầu tiên cho mô hình biên giới thông minh. Sau khi nhận được phê duyệt từ Chính phủ, tỉnh Lạng Sơn sẽ lập danh sách các hạng mục cần triển khai và thiết kế các gói thầu tương ứng. Theo nội dung trao đổi giữa chúng tôi với BLĐ, VTP sẽ tham gia xây dựng kho bãi và lắp đặt các hệ thống thông minh với tư cách là nhà thầu hoặc sẽ là chủ đầu tư nếu dự án này có chủ trương đầu tư theo hình thức đối tác công tư (PPP).

Có thể phải đến giữa năm 2025 tỉnh Lạng Sơn mới hoàn tất các gói thầu. Ở giai đoạn này, VTP chưa phản ánh dự án này vào KHKD do chưa có thông tin chắc chắn về thời gian triển khai cũng như hình thức triển khai của tỉnh Lạng Sơn. Tuy nhiên, việc trở thành chủ đầu tư của dự án này sẽ là động lực tăng trưởng mạnh của VTP.

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2025

Giữ nguyên dự báo năm 2024; Lợi nhuận Q4/2024 dự kiến tăng mạnh

Do KQKD Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024 sát với dự báo, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần và EBITDA cho năm 2024 lần lượt ở mức 384 tỷ đồng (tăng trưởng 1%) và 582 tỷ đồng (tăng trưởng 18%).

Sau khi EBITDA Q3/2024 tăng mạnh (nhưng lợi nhuận thuần tăng khiêm tốn), chúng tôi dự báo cả EBITDA và lợi nhuận thuần Q4/2024 đều tăng mạnh nhờ doanh thu HĐKD cốt lõi cao hơn và tỷ suất lợi nhuận được cải thiện do sản lượng hàng hóa tăng. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 132 tỷ đồng (tăng 27% so với cùng kỳ và 23% so với quý trước) và EBITDA đạt 197 tỷ đồng (tăng 46% so với cùng kỳ và 18% so với quý trước).

Bảng 1: KQKD Q3/2024, VTP

Trong Q3/2024, EBITDA tăng mạnh 28% so với cùng kỳ, tuy nhiên lợi nhuận thuần tăng khiên tốn chỉ 4% so với cùng kỳ do khấu hao tăng và lợi nhuận HĐ tài chính giảm

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T23	9T24	So với cùng kỳ	Dự báo 2024 của HSC	% hoàn thành
Doanh thu thuần	4,792	4,945	5,430	13.3%	9.8%	14,483	15,049	3.9%	18,095	83.2%
Doanh thu HĐKD cốt lõi	1,826	2,380	2,574	41.0%	8.2%	4,871	7,030	44.3%	9,526	73.8%
Lợi nhuận gộp	224	230	278	24.4%	21.0%	636	669	5.3%		
Lợi nhuận HĐ tài chính	19	9	4	-77.0%	-53.3%	50	29	-43.1%		
Chi phí BH&QL	(115)	(122)	(149)	29.4%	22.0%	(337)	(381)	13.0%		
LNTT	128	117	134	4.4%	14.3%	347	317	-8.6%		
Lợi nhuận thuần	103	93	107	4.3%	14.8%	276	252	-8.5%	384	65.7%
Khấu hao	(21)	(32)	(38)	76.5%	18.6%	(59)	(96)	62.1%		
EBITDA	131	140	167	28.2%	19.9%	356	385	8.1%	582	66.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.7%	4.6%	5.1%			4.4%	4.4%			
Chi phí BH&QL/Doanh thu	-2.4%	-2.5%	-2.7%			-2.3%	-2.5%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.1%	1.9%	2.0%			1.9%	1.7%			
Tỷ suất EBITDA	2.7%	2.8%	3.1%			2.5%	2.6%			

Nguồn: VTP, HSC

Bảng 2: Dự báo Q4/2024, VTP

HSC dự báo lợi nhuận thuần và EBITDA sẽ tăng trưởng mạnh trong Q4/2024 lần lượt là 26% và 46%

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24F	So với cùng kỳ	So với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	5,107	5,430	3,046	-40.3%	-43.9%	19,588	18,095	-7.6%
Doanh thu HĐKD cốt lõi	2,104	2,574	2,696	28.1%	4.7%	6,975	9,526	36.6%
Lợi nhuận thuần	104	107	132	26.5%	23.3%	380	384	1.2%
EBITDA	135	167	197	46.1%	17.6%	491	582	18.5%

Nguồn: HSC

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2025 và những năm tiếp theo

Cho năm 2025-2026, HSC tăng lần lượt 4% và 8% dự báo lợi nhuận thuần và EBITDA do kỳ vọng VTP sẽ giành thêm thị phần ở mảng giao nhận và đầu tư vào cơ sở hạ tầng cho mảng logistics để đạt được KQKD tốt hơn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 tăng lần lượt 21% và 28%, và EBITDA tăng lần lượt 42% và 40%.

Chúng tôi dự báo tổng vốn đầu tư của VTP vào cơ sở hạ tầng logistics sẽ đạt khoảng 3,5 nghìn tỷ đồng (so với 2,8 nghìn tỷ đồng trước đó) trong giai đoạn 2024-2026 nhằm thực hiện chiến lược chuyển đổi nhanh chóng và KHKD đầy tham vọng của Công ty.

Công ty được dự báo tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn. Dự báo đến năm 2028 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 5 năm là 21% và 29% trong giai đoạn 2023-2028.

Bảng 3: Điều chỉnh dự báo 2024-26, VTP

Chúng tôi duy trì dự báo năm 2024, nhưng nâng dự báo từ năm 2025 nhờ triển vọng mạnh mẽ

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026
Doanh thu thuần	19,588	18,095	18,779	20,819	18,095	19,289	22,078	0.0%	2.7%	6.0%
Doanh thu cốt lõi	6,862	9,526	12,346	15,179	9,526	12,855	16,438	0.0%	4.1%	8.3%
Lợi nhuận thuần	380	384	445	555	384	467	599	0.0%	4.9%	7.9%
EBITDA	491	582	797	1,075	582	825	1,156	0.0%	3.5%	7.5%
EBITDA trừ KTPL	339	489	690	942	489	713	1,012	0.0%	3.3%	7.5%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		-7.6%	3.8%	10.9%	-7.6%	6.6%	14.5%			
Doanh thu cốt lõi		36.6%	29.6%	22.9%	36.6%	34.9%	27.9%			
Lợi nhuận thuần		1.2%	15.9%	24.7%	1.2%	21.5%	28.2%			
EBITDA		18.5%	37.1%	34.8%	18.5%	41.9%	40.1%			
EBITDA trừ KTPL		44.2%	41.1%	36.4%	44.2%	45.7%	41.9%			

Nguồn: HSC

Tăng 41% giá mục tiêu lên 123.400đ (tiềm năng tăng giá 9%)

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới, HSC tăng 41% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 123.400đ, với tiềm năng tăng giá 9% từ thị giá hiện tại. Cổ phiếu có EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 22 lần và 15,5 lần. Lưu ý rằng chúng tôi đã loại trừ quỹ khen thưởng và phúc lợi ra khỏi EBITDA để có được EBITDAđ.c.

Bên cạnh việc tăng dự báo lợi nhuận, phương pháp định giá của chúng tôi cũng bao gồm các giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (so với 8,5% trước đó), được điều chỉnh giảm để phù hợp với những thay đổi theo tiêu chuẩn nội bộ của HSC, và hệ số beta 1,15 lần (so với 1 lần trước đó để phù hợp với những thay đổi của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 12,3%, tăng từ mức 12,1% trước đó.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn được điều chỉnh lên 3% từ 2% trước đó, để phản ánh quan điểm của chúng tôi về triển vọng dài hạn tích cực hơn của Công ty trong lĩnh vực chuyển phát và logistic, ngành có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn GDP.
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá đến cuối năm 2025 từ giữa năm 2025.

Bảng 4: Chi phí vốn CSH & chi phí nợ, VTP

Chi phí vốn CSH (CAPM) là 12,6% (CAPM) và chi phí nợ là 6,4%

Giả định	Cũ	Mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%	7.5%
Beta	1.0	1.15
Chi phí vốn CSH	12.5%	12.6%
Chi phí nợ	8.0%	8.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%	6.4%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Tính toán WACC, VTP

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,3%

Cơ cấu nguồn vốn	Cũ	Mới
Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	92.7%	94.8%
Nợ/Tổng nguồn vốn	7.3%	5.2%
WACC	12.1%	12.3%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Định giá DCF, VTP

HSC đưa ra giá mục tiêu mới là 123.400 đồng

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	228	292	355	455	597	764	951
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	64	46	74	104	107	100	94
+ Khấu hao	83	133	218	360	445	490	530
- Thay đổi vốn lưu động	83	334	620	326	149	129	229
- Chi phí đầu tư TSCĐ	(374)	(999)	(1,537)	(951)	(464)	(418)	(333)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	84	(194)	(270)	295	834	1,066	1,472
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							
Giá trị dài hạn							
Dòng tiền tương lai	84	(194)	(270)	295	834	1,066	1,472
Giá trị hiện tại	84	(194)	(270)	262	661	753	925
Giá trị của doanh nghiệp			15,692				
- Tổng nợ			(2,092)				
+ Tiền & các khoản tương đương tiền			1,431				
Giá trị của vốn CSH			15,032				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)			121,783				
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)			123,400				

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VTP

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	127,000	119,700	113,000	106,900	101,400
	2.5%	133,300	125,200	117,900	111,400	105,400
	3.0%	140,300	131,400	123,400	116,200	109,700
	3.5%	148,200	138,300	129,500	121,700	114,600
	4.0%	157,100	146,100	136,400	127,700	119,900

Nguồn: HSC

Biểu đồ 8: 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 20 lần, cao hơn so với giá trị bình quân quá khứ từ năm 2019 là 15,5 lần



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 32% và 56% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 20 lần, cao hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,5 lần. Với triển vọng tăng trưởng được cải thiện, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do định giá (tiềm năng tăng giá 9%).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)						Báo cáo LCTT (tỷ đồng)					
	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F		12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	21,629	19,588	18,095	19,289	22,078	EBIT	276	408	449	607	796
Lợi nhuận gộp	646	881	878	1,074	1,348	Khấu hao	(84.0)	(83.0)	(133)	(218)	(360)
Chi phí BH&QL	(376)	(469)	(434)	(473)	(552)	Lãi vay thuần	47.7	70.3	35.4	(18.9)	(41.6)
Thu nhập khác	8.54	3.63	7.24	7.72	0	Thuế TNDN đã nộp	(80.8)	(62.7)	(100.0)	(121)	(156)
Chi phí khác	(2.39)	(7.49)	(1.81)	(1.93)	0	Thay đổi vốn lưu động	(31.9)	(177)	254	67.2	(155)
EBIT	276	408	449	607	796	Khác	(42.5)	(77.7)	141	622	185
Lãi vay thuần	47.7	70.3	35.4	(18.9)	(41.6)	LCT thuần từ HKKD	90.6	177	820	1,262	845
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-	Đầu tư TS dài hạn	(28.6)	(374)	(999)	(1,537)	(951)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	Góp vốn & đầu tư	(230)	(601)	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-	Thanh lý	160	827	0	0	0
LNTT	323	478	484	588	755	Khác	101	120	41.5	(29.7)	(69.3)
Chi phí thuế TNDN	(66.8)	(98.3)	(100.0)	(121)	(156)	LCT thuần từ HĐĐT	55.2	(27.8)	(958)	(1,567)	(1,020)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	Cổ tức trả cho CSH	(155)	0	(183)	(183)	(183)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-	Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	257	380	384	467	599	Tăng/giảm nợ	130	33,062	(32.4)	412	253
Lợi nhuận thuần ĐC	222	228	292	355	455	Khác	2.30	(32,777)	(0.96)	0.77	1.80
EBITDA ĐC	360	491	582	825	1,156	LCT thuần từ HĐTC	(22.7)	285	(216)	231	72.5
EPS (đồng)	2,107	3,119	3,156	3,834	4,917	Tiền & tương đương tiền đầu kì	-	-	-	-	-
EPS ĐC (đồng)	1,826	1,876	2,398	2,914	3,737	LCT thuần trong kỳ	123	435	(354)	(74.3)	(102)
DPS (đồng)	1,150	1,500	1,500	1,500	1,500	Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.51)	0.76	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	113	122	122	122	122	Tiền & tương đương tiền cuối kì	123	435	(354)	(74.3)	(102)
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	113	122	122	122	122	Dòng tiền tự do	62.0	(197)	(180)	(275)	(106)
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	113	122	122	122	122						

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)						Các chỉ số tài chính					
	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F		12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	460	895	541	466	364	Chỉ số hoạt động					
Đầu tư ngắn hạn	1,856	1,698	1,448	964	1,104	Tỷ suất LN gộp (%)	2.98	4.50	4.85	5.57	6.11
Phải thu khách hàng	2,374	2,245	1,990	1,929	2,097	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.66	2.51	3.21	4.28	5.24
Hàng tồn kho	342	398	362	386	442	Tỷ suất LNT (%)	1.19	1.94	2.12	2.42	2.71
Các tài sản ngắn hạn khác	208	260	181	193	221	Thuế TNDN hiện hành (%)	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
Tổng tài sản ngắn hạn	5,240	5,496	4,522	3,939	4,228	Tăng trưởng doanh thu (%)	0.82	(9.44)	(7.62)	6.60	14.5
TSCĐ hữu hình	232	337	1,204	2,524	3,116	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(12.9)	36.5	18.5	41.9	40.1
TSCĐ vô hình	36.5	35.9	35.2	34.5	33.8	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	21.5	28.2
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0	Tăng trưởng EPS (%)	(13.3)	48.0	1.17	21.5	28.2
Đầu tư dài hạn	9.76	83.2	76.8	81.9	93.7	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	21.5	28.2
Đầu tư vào Cty LD,LK	150	74.0	74.0	74.0	74.0	Tăng trưởng DPS (%)	(23.3)	30.4	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	141	408	373	397	455	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	54.6	48.1	47.5	39.1	30.5
Tổng tài sản dài hạn	569	938	1,763	3,112	3,772						
Tổng cộng tài sản	5,808	6,434	6,285	7,051	8,000	Chỉ số lợi nhuận					
Nợ ngắn hạn	1,297	1,671	1,448	1,447	1,545	ROAE (%)	18.9	25.6	23.5	26.3	30.0
Phả trả người bán	362	485	448	477	546	ROACE (%)	20.2	26.8	25.2	27.3	29.1
Nợ ngắn hạn khác	2,658	2,522	2,333	2,484	2,836	Vòng quay tài sản (lần)	3.85	3.20	2.85	2.89	2.93
Tổng nợ ngắn hạn	4,405	4,800	4,351	4,531	5,051	Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.33	0.43	1.83	2.08	1.06
Nợ dài hạn	0	40.8	231	645	799	Số ngày tồn kho	5.94	7.76	7.67	7.73	7.77
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-	Số ngày phải thu	41.3	43.8	42.2	38.7	36.9
Nợ dài hạn khác	12.2	12.6	11.6	12.4	14.2	Số ngày phải trả	6.30	9.46	9.49	9.56	9.62
Tổng nợ dài hạn	12.2	53.4	243	657	814						
Tổng nợ phải trả	4,417	4,853	4,594	5,188	5,865	Cơ cấu vốn					
Vốn chủ sở hữu	1,392	1,581	1,691	1,863	2,135	Nợ thuần*/VCSH (%)	60.4	51.9	67.5	87.4	93.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	Nợ/tài sản (%)	22.4	26.7	26.8	29.7	29.4
Tổng vốn chủ sở hữu	1,392	1,581	1,691	1,863	2,135	EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	32.1	19.1
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,808	6,434	6,285	7,051	8,000	Nợ/EBITDA (lần)	3.61	3.49	2.89	2.54	2.03
BVPS (đ)	12,291	12,984	13,882	15,296	17,534	Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.19	1.15	1.04	0.87	0.84
Nợ thuần*/(tiền mặt)	837	817	1,138	1,625	1,981	Định giá					
						EV/doanh thu (lần)	0.63	0.75	0.83	0.80	0.72
						EV/EBITDA ĐC (lần)	38.0	29.8	25.7	18.7	13.7
						P/E (lần)	53.8	36.4	35.9	29.6	23.1
						P/E ĐC (lần)	62.1	60.5	47.3	38.9	30.3
						P/B (lần)	9.23	8.73	8.17	7.41	6.47
						Lợi suất cổ tức (%)	1.01	1.32	1.32	1.32	1.32

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