

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

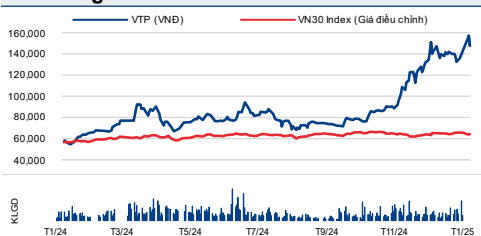
Giá mục tiêu: VNĐ150,500 (từ VNĐ123,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/1/2025)	147,700
Mã Bloomberg	VTP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	54,555-157,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	152,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	17,987
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	709
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	4.01	93.1	160
So với chỉ số	5.65	96.4	130
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	2,998	3,797	(21.0)
2026F	4,062	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VTP là doanh nghiệp chuyển 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

Hưởng lợi từ mảng kinh doanh mới, nhưng hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với VTP xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) mặc dù tăng 22% giá mục tiêu lên 150.500đ (tiềm năng tăng giá: 2%), sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây.
- Do công viên logistics vừa được đưa vào hoạt động của VTP bắt đầu tạo ra doanh thu và lợi nhuận (đã phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận từ năm 2025), chúng tôi tăng 3-9% dự báo lợi nhuận thuần và tăng 5-10% dự báo EBITDA cho năm 2025-2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 tăng lần lượt 25% và 35% và EBITDA tăng lần lượt 49% và 47%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 93% trong 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 25,2 lần, cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,6 lần. Cổ phiếu đang sát với giá trị hợp lý.

Sự kiện: Công viên Logistics Lạng Sơn bắt đầu vận hành

Ngày 11/12/2024, VTP đã tổ chức lễ khánh thành Công viên Logistics Viettel tại Lạng Sơn. Với tổng diện tích đất 143,7 ha và nằm tại vị trí chiến lược gần Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị, đây là công viên logistics đầu tiên của Việt Nam và cũng là trung tâm logistics lớn nhất và hiện đại nhất của cả nước, giúp giải quyết tình trạng tắc nghẽn tại cửa khẩu.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026

HSC giả định công viên logistics này sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu và lợi nhuận từ năm 2025. Với dự báo lợi nhuận của các mảng kinh doanh hiện hữu được giữ nguyên, cùng với dòng lợi nhuận mới từ công viên logistics, chúng tôi tăng 3-9% dự báo lợi nhuận thuần và tăng 5-10% dự báo EBITDA cho năm 2025-2026. Dự báo mới – mặc dù vẫn thấp hơn bình quân dự báo thị trường năm 2024-2025 – cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng mạnh lần lượt 25%/35% và 49%/47%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 93% trong 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 25,2 lần, cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,6 lần. Từ lâu, chúng tôi cho rằng VTP xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ Công ty đang mở rộng HKKD, mang lại vị thế tốt để hưởng lợi từ hoạt động thương mại xuyên biên giới đang phát triển.

Sau khi tăng dự báo lợi nhuận (và giữ nguyên các giả định định giá cơ bản), chúng tôi tăng 22% giá mục tiêu lên 150.500đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 2% và cổ phiếu có EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 25,6 lần và 17,1 lần. Mặc dù mức định giá hiện tại của VTP đang sát với giá trị hợp lý sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng bất kỳ đợt điều chỉnh nào cũng đều mang lại cơ hội tích lũy cổ phiếu.

Lưu ý, trong mô hình dự báo lợi nhuận và định giá, chúng tôi chưa phản ánh tiềm năng từ việc VTP tham gia vào dự án cửa khẩu thông minh tại Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị của tỉnh Lạng Sơn, cũng như tiềm năng từ kế hoạch phát triển công viên logistics tại các tỉnh khác như Quảng Ninh và Lào Cai. Nếu được triển khai, những dự án này sẽ dẫn đến lợi nhuận, định giá và giá mục tiêu cao hơn dự báo hiện tại của chúng tôi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/1.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	360	491	582	865	1,275 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	257	380	384	480	651 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,826	1,876	2,398	2,998	4,062 ▲
DPS (đồng)	1,150	1,500	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	12,291	12,984	13,882	15,381	17,943
EV/EBITDA ĐC (lần)	48.8	38.3	32.9	22.9	16.2
P/E ĐC (lần)	80.9	78.7	61.6	49.3	36.4
Lợi suất cổ tức (%)	0.78	1.02	1.02	1.02	1.02
P/B (lần)	12.0	11.4	10.6	9.60	8.23
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	25.0	35.5
ROAE (%)	18.9	25.6	23.5	27.0	32.1

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

Tăng 22% giá mục tiêu nhờ công viên logistics; cổ phiếu đang sát với giá trị hợp lý

HSC tăng 22% giá mục tiêu lên 150.500đ (tiềm năng tăng giá: 2%) sau khi phản ánh dự án Công viên Logistics Lạng Sơn vào mô hình dự báo lợi nhuận và định giá nhưng hạ khuyến nghị xuống Giữ (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 tăng lần lượt 25% và 35% và EBITDA tăng lần lượt 49% và 47%. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu VTP vì Công ty mở rộng HKKD để hưởng lợi từ hoạt động thương mại xuyên biên giới Việt Nam - Trung Quốc đang phát triển. Do đó, bất kỳ đợt giảm giá nào cũng đều mang lại cơ hội tích lũy cổ phiếu.

Công viên Logistics Lạng Sơn bắt đầu vận hành

Ngày 11/12/2024, VTP đã tổ chức lễ khánh thành Công viên Logistics Viettel tại Lạng Sơn. Với vị trí chiến lược nằm trên Quốc lộ 1A dẫn đến Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị (với khoảng cách chỉ 4km), công viên logistics này có diện tích rất lớn 143,7 ha.

Trước đây, công viên logistics này là dự án khu trung chuyển hàng hóa Lạng Sơn do CTCP Khu trung chuyển hàng hóa Lạng Sơn (chưa niêm yết) đầu tư và phát triển. Được khởi công từ năm 2019, dự án này dự kiến hoàn thành trong năm 2021. Tuy nhiên, tiến độ thi công chậm hơn nhiều so với kế hoạch. Trong năm 2024, chủ đầu tư (trước đó) chỉ hoàn thành một số hạng mục hạ tầng cơ bản (sàn bê tông, cơ sở hạ tầng phụ trợ/tiện ích). Vào tháng 10/2024, VTP ký hợp đồng với chủ đầu tư cũ của dự án để thuê toàn bộ hạ tầng sẵn có của dự án. Chúng tôi được biết, hợp đồng này có giá trị khoảng 3 nghìn tỷ đồng cho thời hạn 43 năm (tương đương 70 tỷ đồng mỗi năm).

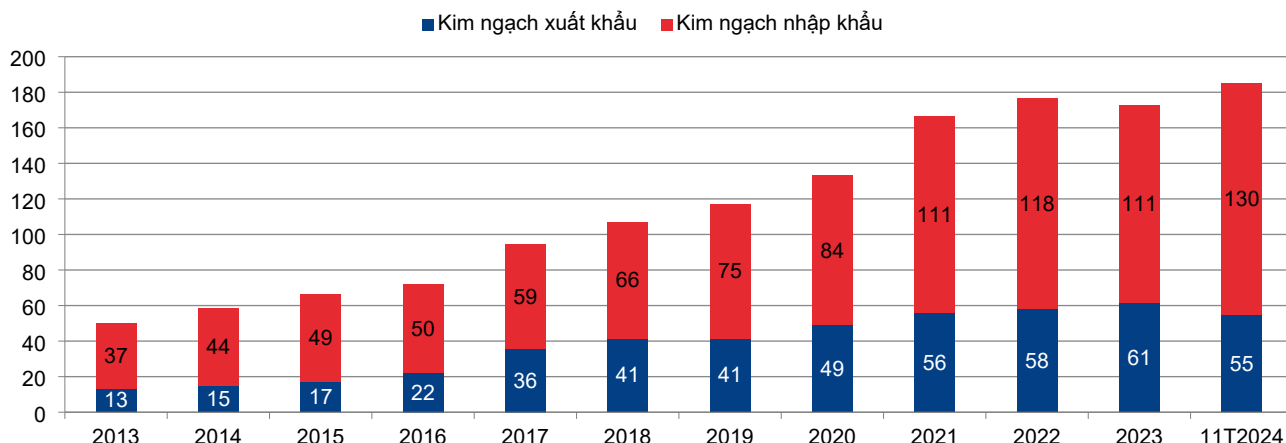
Dự án này được chia thành 2 giai đoạn, với giai đoạn đầu được đưa vào vận hành ngày 11/12/2024 nhưng hoạt động đầu tư sẽ kéo dài sang năm 2025. Đối với giai đoạn đầu tiên này, tổng vốn đầu tư được công bố ở mức 3,3 nghìn tỷ đồng, trong đó khoảng 3 nghìn tỷ đồng là tiền thuê dự án mà VTP trả cho chủ đầu tư trước đây (cho toàn bộ thời hạn của dự án là 43 năm) và 300 tỷ đồng là khoản đầu tư của VTP vào cơ sở hạ tầng của công viên logistics.

Đối với giai đoạn 2, VTP sẽ phối hợp với cơ quan hải quan Trung Quốc triển khai các giải pháp kiểm tra/kiểm dịch/chiếu xạ tại Việt Nam để thông quan một lần, điều này đặc biệt có lợi cho hoạt động xuất khẩu nông sản của Việt Nam. VTP cũng sẽ xây dựng một trung tâm dữ liệu trung tâm để kết nối dữ liệu hải quan của Việt Nam và Trung Quốc như một phần của dự án cửa khẩu thông minh, dự kiến đi vào hoạt động vào từ đầu năm 2026. Các tiện ích khác trong giai đoạn 2 bao gồm nhà ga đường sắt liên vận (diện tích 8 ha kết nối Đồng Đăng - Bằng Tường, công suất 20 chuyến/ngày), nhà máy và khu chế xuất.

HSC sẽ cung cấp thông tin tổng quan về hoạt động thương mại của Việt Nam với Trung Quốc và tình hình tại Lạng Sơn trước khi đưa ra thông tin chi tiết hơn về công viên logistics.

Biểu đồ 1: Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam với Trung Quốc (tỷ USD)

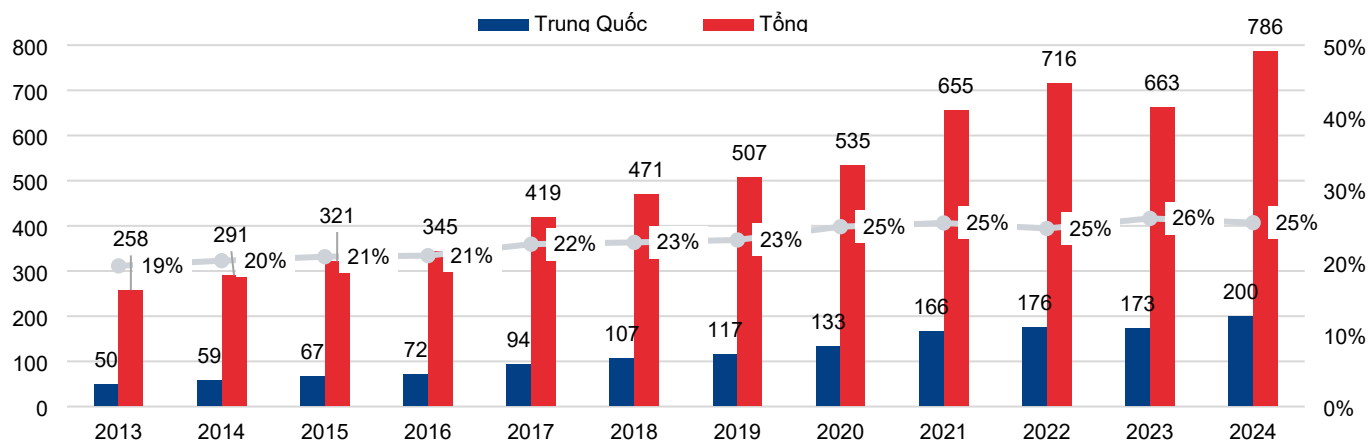
Kim ngạch thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc tăng trưởng với tốc độ CAGR là 13% trong giai đoạn 2013-2023



Nguồn: GSO

Biểu đồ 2: Kim ngạch thương mại của Việt Nam với Trung Quốc và thế giới (tỷ USD)

Trung Quốc là đối tác thương mại chính của Việt Nam, đóng góp 25% vào tổng giá trị thương mại của Việt Nam



Nguồn: GSO

Bối cảnh thúc đẩy tăng trưởng cho dự án**Trung Quốc: Đối tác thương mại chính có chung đường biên giới với Việt Nam**

Là nước có chung đường biên giới với phía Bắc của Việt Nam, Trung Quốc là đối tác thương mại chính với kim ngạch thương mại ước tính 200 tỷ USD trong năm 2024, đóng góp 25% tổng giá trị thương mại của Việt Nam. Kim ngạch xuất khẩu đóng góp khoảng 30% trong khi kim ngạch nhập khẩu đóng góp khoảng 70% tổng kim ngạch thương mại của cả nước. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến tình trạng thâm hụt thương mại là do sự khác biệt trong cơ cấu sản phẩm giữa xuất khẩu và nhập khẩu. Việt Nam chủ yếu xuất khẩu nông sản sang Trung Quốc, trong khi nhập khẩu thiết bị, máy móc và hàng điện tử.

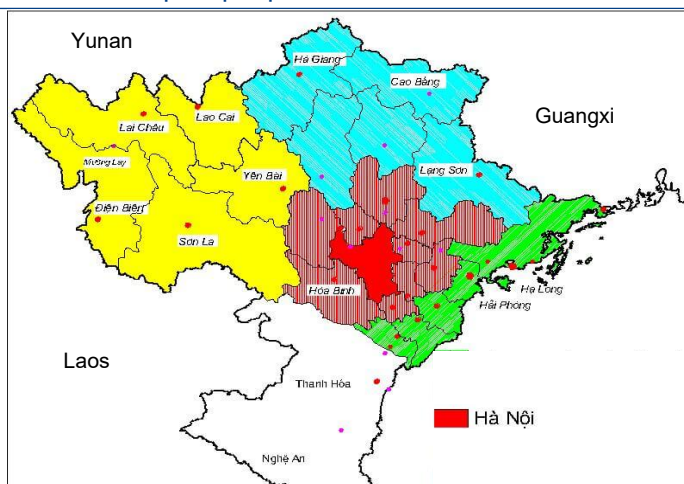
Lạng Sơn: Đóng vai trò quan trọng trong thương mại bằng đường bộ với Trung Quốc

Nằm ở phía Đông Bắc Việt Nam, có kết nối giao thông thuận tiện với Hà Nội và giáp ranh với tỉnh Quảng Tây (phía Tây Nam Trung Quốc), tỉnh Lạng Sơn đóng vai trò quan trọng trong hoạt động thương mại của Việt Nam với Trung Quốc. Chúng tôi lưu ý rằng có 7 tỉnh miền Bắc có chung đường biên giới với Trung Quốc bao gồm Quảng Ninh, Lạng Sơn, Cao Bằng, Hà Giang, Lào Cai, Lai Châu và Điện Biên (từ Đông sang Tây),

với 3 tỉnh đầu tiên có chung đường biên giới với tỉnh Quảng Tây và 4 tỉnh còn lại có chung đường biên giới với tỉnh Vân Nam.

Hình 3: Các tỉnh biên giới phía Bắc, Việt Nam

Lạng Sơn kết nối với Hà Nội thuận tiện nhất

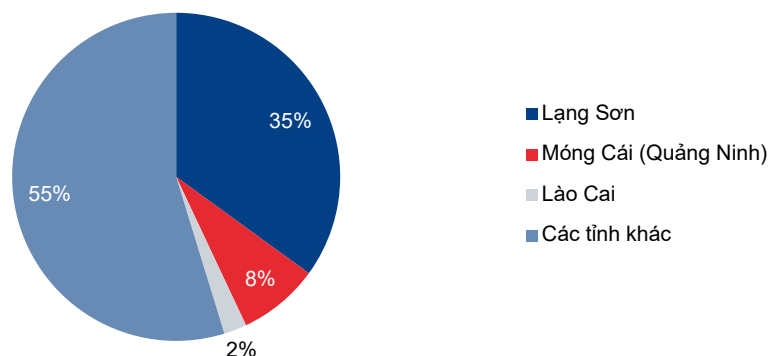


Nguồn: Vietnam geographics

Trong 7 tỉnh này, Lạng Sơn có kết nối giao thông thuận tiện với Hà Nội nhất (khoảng 150 km thông qua đường cao tốc Hà Nội - Lạng Sơn), trong khi các tỉnh khác có khoảng cách xa Hà Nội hơn và cơ sở hạ tầng kết nối kém thuận tiện hơn (chủ yếu là đường đồi núi, khó khăn cho việc vận chuyển container).

Biểu đồ 4: Kim ngạch thương mại với Trung Quốc của các tỉnh biên giới phía Bắc (2024)

Lạng Sơn đóng góp 35% vào tổng kim ngạch thương mại của Việt Nam với Trung Quốc



Nguồn: Trade data by provinces, HSC

Bảng 5: Năng lực thông quan tại các cửa khẩu trọng điểm của Lạng Sơn

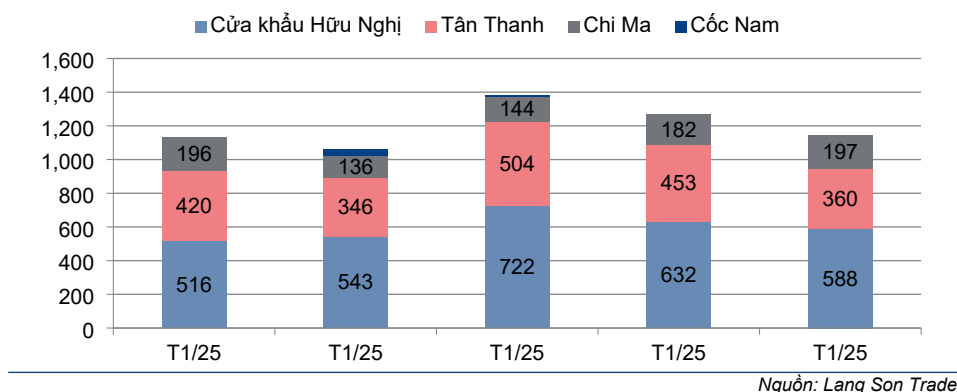
Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị là cửa khẩu lớn nhất của Lạng Sơn với năng lực thông quan đạt 1.000-1.300 container mỗi ngày

Cửa khẩu	Năng lực	Đơn vị
Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị	1,000-1,300	Container/ngày
Tân Thanh	600 - 700	Container/ngày
Chi Ma	600	Container/ngày
Ga quốc tế Đồng Đăng	120	Xe chở hàng/ngày

Nguồn: Lạng Sơn province

Biểu đồ 6: Năng lực thông quan tại các cửa khẩu trọng điểm của Lạng Sơn (container/ngày)

Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị đang tiếp nhận khoảng 50% số container thông quan qua Lạng Sơn



Tỉnh Lạng Sơn có 6 cửa khẩu, bao gồm cửa khẩu quốc tế Hữu Nghị, Tân Thanh, Chi Ma, Cốc Nam, Na Hình và Nà Nưa. Tuy nhiên, 3 cửa khẩu sau cùng hầu như không hoạt động. Cửa khẩu quốc tế Hữu Nghị là cửa khẩu lớn nhất, xử lý khoảng 50% tổng số container qua tỉnh Lạng Sơn. Ngoài ra, tỉnh Lạng Sơn cũng có tuyến đường sắt kết nối với khu kinh tế cửa khẩu Đồng Đăng.

Trong năm 2024, có khoảng 70 tỷ USD kim ngạch thương mại với Trung Quốc được thực hiện thông qua Lạng Sơn (tăng 30% so với cùng kỳ), đóng góp 35% tổng giá trị thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc. Lạng Sơn cũng nằm trên tuyến đường chính kết nối giữa Trung Quốc với các nước ASEAN. Khoảng 60-70% trái cây nhập khẩu từ Thái Lan và 80% hàng hóa nhập khẩu vào Cambodia từ Trung Quốc đều đi qua Việt Nam, trong đó 50% phải đi qua các cửa khẩu tại tỉnh Lạng Sơn.

Tuy nhiên, hạ tầng logistics hiện tại của tỉnh chưa đáp ứng nhu cầu, dẫn đến tình trạng tắc nghẽn tại các cửa khẩu và ảnh hưởng đến hoạt động thương mại.

Dự án cửa khẩu thông minh tại Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị

Lạng Sơn được Chính phủ quy hoạch trở thành trung tâm xuất nhập khẩu, thương mại, dịch vụ, du lịch và kinh tế cửa khẩu trọng điểm của vùng Đông Bắc Việt Nam. Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị được quy hoạch trở thành (i) 'cửa khẩu kiểu mẫu' trong khu vực ASEAN với việc ứng dụng công nghệ hiện đại và có hạ tầng đường bộ hiện đại kết nối với các cảng biển và sân bay, và (ii) trung tâm thương mại đường bộ lớn nhất Việt Nam, kết nối giữa Trung Quốc và các nước ASEAN.

Nhằm thực hiện các kế hoạch trên, 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 này đặt mục tiêu tăng năng lực thông quan lên 2-3 lần vào năm 2027 (lên 3.000-3.500 container mỗi ngày) và lên 4-5 lần vào năm 2030 (lên 5.000-6.000 container mỗi ngày), so với mức 1.000-1.300 container/ngày hiện nay.

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 cửa khẩu thông minh. Sau khi nhận được phê duyệt từ Chính phủ, tỉnh Lạng Sơn sẽ lập danh mục các hạng mục cần triển khai và đưa ra các gói thầu tương ứng. Theo nội dung trao đổi giữa chúng tôi với BLĐ, VTP mong muốn tham gia xây dựng kho bãi và lắp đặt các hệ thống thông minh với tư cách là nhà thầu hoặc sẽ trở thành chủ đầu tư nếu dự án này có chủ trương đầu tư theo hình thức đối tác công tư (PPP). 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.

Công viên logistics của VTP: Lợi thế đến từ công nghệ hiện đại

Là hình mẫu cho dự án cửa khẩu thông minh, công viên logistics của VTP cung cấp **dịch vụ xuất nhập khẩu toàn trình**, bao gồm thủ tục hải quan, kiểm dịch/kiểm tra, lưu kho và vận chuyển (xuyên biên giới). Với công nghệ hiện đại và khả năng tiếp cận dữ liệu hải quan của Việt Nam và Trung Quốc, công viên logistics của VTP có thể rút ngắn thời gian thông quan xuống dưới 24 giờ từ 4-5 ngày và tiết kiệm 30-40% chi phí thông quan. Dưới đây là những công nghệ đang được ứng dụng:

- **Cửa hải quan thông minh:** Tích hợp hệ thống phân luồng container, ứng dụng công nghệ và AI trong xử lý hình ảnh nhằm chủ động nhận diện biển số xe, mã container và thông tin sinh trắc học của tài xế. Với những công nghệ này và khả năng tiếp cận dữ liệu hải quan, khi một container đi qua cửa khẩu thông minh, hệ thống sẽ tự động thông báo cho tài xế về các bước tiếp theo và container được chỉ dẫn đến các địa điểm kế tiếp. Theo đó, cửa khẩu thông minh có thể giúp đẩy nhanh tiến độ xử lý container, từ đó rút ngắn khoảng 3 lần thời gian xử lý so với phương thức thông quan truyền thống (không ứng dụng công nghệ).
- **Hệ thống soi chiếu X quang tự động 6 chiều:** Phát hiện chính xác các loại hàng hóa nguy hiểm/bị cấm, hành vi gian lận thương mại. Hệ thống này giúp đảm bảo an ninh mà không cần phải mở container, từ đó đẩy nhanh quá trình kiểm tra container.
- **Hệ thống sang tải tự động:** Việc ứng dụng hệ thống sang tải tự động giúp giảm thời gian sang tải giữa hai container xuống chỉ còn 30-40 phút so với 3-4 giờ khi thực hiện theo phương thức truyền thống (với sự hỗ trợ của công nhân).
- **Đối với hàng hóa TMĐT và giao nhanh:** Việc ứng dụng xe tự hành AGV và hệ thống soi chiếu tự động giúp đẩy nhanh tiến độ thông quan, với công suất 600.000 kiện hàng mỗi ngày.

Do đó, với việc ứng dụng công nghệ, công suất thông quan hàng hóa tại công viên logistics có thể đạt 1.500 container mỗi ngày, giúp tăng gấp đôi công suất tại Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị. Nhờ tiết kiệm thời gian thông quan, thời gian lưu kho container cũng được rút ngắn, từ đó giảm chi phí.

Thay vì phải làm thủ tục hải quan tại cửa khẩu, container có thể được làm thủ tục tại công viên logistics. Sau khi hoàn tất thủ tục, container sẽ di chuyển thêm 4 km nữa để qua cửa khẩu mà không cần thực hiện thêm bất kỳ thủ tục nào. Dọc tuyến đường này, có hàng trăm camera giám sát các container.

Ngoài ra, công viên logistics còn cung cấp thêm nhiều **dịch vụ giá trị gia tăng**, bao gồm:

- Khu trưng bày sản phẩm và livestream bán hàng: Xúc tiến thương mại điện tử thông qua hoạt động livestream giới thiệu sản phẩm, giúp doanh nghiệp tiếp cận thị trường toàn cầu.
- Trung tâm giao dịch nông sản: Kết nối nông sản chất lượng cao từ Việt Nam, Trung Quốc và các nước ASEAN. Trung tâm này được trang bị hệ thống bảo quản sau thu hoạch hiện đại, bảo quản chất lượng sản phẩm trong thời gian chờ thông quan.
- Khu dịch vụ: Trung tâm logistics còn tích hợp khu nhà hàng, lưu trú, giải trí, thể dục thể hình nhằm phục vụ cho các doanh nghiệp đến giao thương tại đây.

Công ty cho biết, sau hơn 10 ngày kể từ lễ khai trương được tổ chức vào ngày 11/12/2024, công viên logistics đã ký hợp đồng cho thuê dài hạn đối với 90% dịch vụ và diện tích văn phòng, 70% diện tích trung tâm nông sản và 40% diện tích kho bãi.

VTP đang có kế hoạch phát triển thêm các công viên logistics tại các cửa khẩu khác tại Lạng Sơn và các tỉnh biên giới phía Bắc khác ở tỉnh Quảng Ninh và Lào Cai. Tuy nhiên, do chưa có thông tin chi tiết về những kế hoạch này, HSC chưa phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận và định giá ở giai đoạn này.

Bối cảnh cạnh tranh: Không có nhiều công ty lớn

Theo quan sát của chúng tôi, mặc dù không có nhiều công ty lớn tại Lạng Sơn cung cấp dịch vụ trọn gói như VTP, nhưng mức độ cạnh tranh về giá dịch vụ và chất lượng vẫn rất cao. HSC cung cấp một số thông tin tóm tắt về CTCP Hữu Nghị Xuân Cường và Khang Việt Hà (cả hai công ty chưa niêm yết).

- CTCP Hữu Nghị Xuân Cường (HNXC): Được thành lập vào năm 2006 và có vị trí chiến lược chỉ cách cửa khẩu quốc tế Hữu Nghị 800 mét (khoảng 3 phút lái xe), HNXC có nhiều năm hoạt động trong lĩnh vực này, cung cấp các dịch vụ xuất nhập khẩu trọn gói bao gồm thông quan, kiểm tra/kiểm dịch hàng hóa, lưu kho và vận tải xuyên biên giới.
- Công ty sở hữu bãi đỗ xe rộng 30.000 m2 và tổng diện tích kho bãi là 1.000 m2. Doanh thu hằng năm khoảng 500-600 tỷ đồng.
- Khang Việt Hà (KVH): Công ty mới triển khai dự án từ tháng 11/2024. Dự án, nằm trên diện tích đất 7 ha và cách Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị 1 km, có tổng vốn đầu tư 320 tỷ đồng. Các dịch vụ cung cấp bao gồm kho bãi lưu trữ và vận chuyển.

Ngoài 2 công ty này, còn có những công ty khác nhỏ hơn, cung cấp ít loại hình dịch vụ hơn nhưng có giá cạnh tranh.

VTP dường như có ưu thế hơn hai công ty này về quy mô với diện tích lớn hơn nhiều và nhiều dịch vụ giá trị gia tăng. Trong khi chưa có nhiều thông tin để so sánh chất lượng dịch vụ của hai công ty này với VTP, chúng tôi cho rằng công nghệ tiên tiến của VTP tại công viên logistics giúp rút ngắn thời gian xử lý và việc giảm chi phí cũng sẽ góp phần nâng cao chất lượng dịch vụ và tối ưu hóa chi phí cho khách hàng.

Thay đổi trong quy định về thương mại xuyên biên giới hỗ trợ VTP

Quy định liên quan đến giao thương tiểu ngạch

Ngày 4/10/2024, Chính phủ ban hành Nghị định 122/2024/ND-CP nhằm siết chặt thương mại biên giới thông qua đường tiểu ngạch. Ở đây hàng hóa tiểu ngạch được hiểu là, hàng hóa được giao dịch giữa cư dân sống gần biên giới của hai nước vẫn phải chịu thuế và kiểm tra/kiểm dịch nhằm đảm bảo chất lượng sản phẩm. Tuy nhiên, mức thuế áp cho hàng hóa giao thương thông qua đường tiểu ngạch thấp hơn chính ngạch và không cần phải cung cấp hợp đồng/hóa đơn. Do đó, hình thức giao thương này thường được áp dụng cho các đơn hàng có giá trị thấp, nhưng đôi khi bị lạm dụng với mục đích trốn thuế.

Theo Nghị định 122/2024/ND-CP, giao thương qua đường tiểu ngạch sẽ bị hạn chế từ ngày 1/1/2029 và chính thức bị cấm từ ngày 1/1/2030. Chính sách này sẽ thúc đẩy giao thương thông qua đường chính ngạch tại các cửa khẩu, mang lại lợi ích cho các công ty cung cấp dịch vụ thông quan như VTP.

Quy định về mức thuế áp dụng cho các loại hàng hóa nhập khẩu có giá trị thấp

Ngày 3/1/2024, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định 01/2025/QĐ-TTg (bắt đầu có hiệu lực từ ngày 18/2/2024) bãi bỏ toàn bộ Quyết định 78/2010/QĐ-TTg.

Theo Quyết định số 78/2010, hàng hóa nhập khẩu thông qua dịch vụ chuyển phát nhanh có giá trị từ 1 triệu đồng trở xuống được miễn thuế nhập khẩu và thuế giá trị gia tăng (GTGT). Tại thời điểm ban hành, hệ thống khai báo hải quan còn được vận hành thủ công nên chính sách miễn thuế từ Quyết định này đã giúp giảm thiểu thủ tục hành chính, qua đó rút ngắn thời gian thông quan, giảm số lượng hàng hóa phải kê khai, nộp thuế. Quyết định này cũng phù hợp với thông lệ toàn cầu tại thời điểm đó.

Tuy nhiên, khi TMĐT toàn cầu phát triển nhanh chóng, chính sách này không còn phù hợp. Một số nước bao gồm Anh, Úc, Singapore và Thái Lan đã hủy bỏ chính sách này. Tại Việt Nam, có khoảng 4-5 triệu đơn hàng có giá trị thấp (dưới 1 triệu đồng) được nhập khẩu từ Trung Quốc mỗi ngày thông qua các nền tảng TMĐT. Việc miễn thuế đối với những đơn hàng này có thể tạo ra lợi thế cạnh tranh không công bằng so với các sản phẩm tương tự được sản xuất trong nước, vốn phải chịu thuế GTGT. Theo Quyết định mới được ban hành vào tháng 1/2025, tất cả hàng hóa được nhập khẩu thông qua dịch vụ chuyển phát nhanh sẽ phải chịu thuế nhập khẩu và thuế GTGT.

Do đó, chúng tôi dự báo sẽ có nhiều thủ tục hơn được thực hiện để thông quan và khai thuế. Những công ty có lợi thế về công nghệ có thể đơn giản hóa thủ tục và rút ngắn quy trình thông quan như VTP sẽ hưởng lợi và mở rộng thị phần. Có thể có tác động tiêu cực từ việc giảm lưu lượng hàng hóa, do giá của hàng hóa nhập khẩu sẽ bớt cạnh tranh hơn so với giá hàng hóa sản xuất trong nước. Tuy nhiên, do hoạt động thương mại xuyên biên giới đang tăng với hàng hóa Trung Quốc đang có giá cạnh tranh nên chúng tôi dự báo tác động tiêu cực sẽ nhỏ hơn tác động tích cực đối với VTP.

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo 2024-2026, VTP

Giữ nguyên dự báo năm 2024, nhưng nâng dự báo năm 2025 nhờ đóng góp từ công viên logistics

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	19,289	22,078	18,095	20,384	23,903	0.0%	5.7%	8.3%
Doanh thu cốt lõi	6,975	9,526	12,855	16,438	9,526	13,950	18,263	0.0%	8.5%	11.1%
Lợi nhuận thuần	380	384	467	599	384	480	651	0.0%	2.9%	8.7%
EBITDA	491	582	825	1,156	582	865	1,275	0.0%	4.8%	10.3%
EBITDA trừ khen thưởng & phúc lợi	339	489	713	1,012	489	750	1,119	0.0%	5.1%	10.6%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		-7.6%	6.6%	14.5%	-7.6%	12.6%	17.3%			
Doanh thu cốt lõi		36.6%	34.9%	27.9%	36.6%	46.4%	30.9%			
Lợi nhuận thuần		1.2%	21.5%	28.2%	1.2%	25.0%	35.5%			
EBITDA		18.5%	41.9%	40.1%	18.5%	48.7%	47.5%			
EBITDA trừ khen thưởng & phúc lợi		44.2%	45.7%	41.9%	44.2%	53.2%	49.3%			

Nguồn: HSC

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do có mảng kinh doanh mới

HSC tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do kỳ vọng công viên logistics sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu và lợi nhuận từ năm 2025, trong khi đó doanh thu và lợi nhuận các mảng kinh doanh hiện hữu (chuyển phát và logistic, ngoại trừ công viên logistics) vẫn không đổi (Bảng 7).

Chúng tôi trình bày dự báo doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2025-2030 của công viên logistics trong Bảng 8. Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi giả định công viên logistics sẽ cung cấp dịch vụ cho 600 container mỗi ngày trong năm 2025 (chiếm 40% thị phần) và 1.000 container mỗi ngày trong năm 2026 (chiếm 42% thị phần).
- Chúng tôi giả định doanh thu dịch vụ bình quân cho mỗi container là 5 triệu đồng, dựa trên phí dịch vụ đang áp dụng tại Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị (Bảng 9).
- Theo đó, doanh thu của công viên logistics được dự báo đạt 1.095 tỷ đồng trong năm 2025 và 1.825 tỷ đồng trong năm 2026.
- Chúng tôi giả định tài sản của công viên logistics sẽ được khấu hao trong 10 năm.
- Tỷ suất EBITDA (không bao gồm tiền thuê hạ tầng) được giả định là 10%.
- HSC giả định VTP sẽ chi tổng cộng 3 nghìn tỷ đồng cho hoạt động thuê hạ tầng từ chủ đầu tư cũ của dự án trong 43 năm (mỗi năm trả 70 tỷ đồng).
- Theo đó, lợi nhuận thuần từ công viên logistics dự báo đạt 16 tỷ đồng trong năm 2025 và 54 tỷ đồng trong năm 2026, trong khi EBITDA dự kiến đạt 40 tỷ đồng và 113 tỷ đồng lần lượt trong 2 năm. Tỷ suất lợi nhuận thuần dự kiến sẽ cải thiện dần từ 1,4% trong năm 2025 lên 3% trong năm 2026 trước khi đạt 5,1% trong năm 2030. Trong khi đó, tỷ suất EBITDA dự kiến sẽ cải thiện dần từ 3,6% trong năm 2025 lên 6,2% trong năm 2026 trước khi đạt 8,7% trong năm 2030.

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận của công viên logistics, VTP

HSC dự báo công viên logistics sẽ mang về lợi nhuận thuần là 16 tỷ đồng trong năm 2025 và 54 tỷ đồng trong năm 2026

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng số container qua các cửa khẩu Lạng Sơn/ngày (xe)	1,500	2,400	3,200	4,000	5,000	6,000
Tăng trưởng		60%	33%	25%	25%	20%
Thị phần của VTP	40%	42%	47%	45%	42%	40%
Số container của VTP /ngày (xe)	600	1,000	1,500	1,800	2,100	2,400
Tăng trưởng		67%	50%	20%	17%	14%
Doanh thu/container (triệu đồng)	5	5	5	6	6	6
Doanh thu	1,095	1,825	2,738	3,942	4,599	5,256
EBITDA (không bao gồm chi phí thuê hạ tầng)	110	183	274	394	460	526
Khấu hao	(20)	(45)	(95)	(120)	(120)	(120)
Thuê đất	(70)	(70)	(70)	(70)	(70)	(70)
EBITDA (bao gồm chi phí thuê hạ tầng)	40	113	204	324	390	456
LNTT	20	68	109	204	270	336
Lợi nhuận thuần	16	54	87	164	216	269
Tỷ suất EBITDA (trừ tiền thuê đất)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Tỷ suất EBITDA (trừ tiền thuê đất)	3.6%	6.2%	7.5%	8.2%	8.5%	8.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.4%	3.0%	3.2%	4.1%	4.7%	5.1%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phí dịch vụ tại cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị

Chúng tôi giả định doanh thu phí dịch vụ bình quân cho mỗi container tại công viên logistics là 5 triệu đồng, dựa theo mức phí hiện tại

Đồng/container	Loại container (tấn/ft)						
	1.25T	2.5T	3.5T	5T	8T	10T	40ft
Phí khai báo hải quan	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000
Phí hải quan chuyển tiếp	2,200,000	2,200,000	2,200,000	2,200,000	2,200,000	2,200,000	2,200,000
Bến bãi, cơ sở hạ tầng	250,000	300,000	300,000	450,000	450,000	730,000	1,200,000
Phí bốc xếp, chuyển tải	600,000	700,000	800,000	900,000	1,000,000	1,300,000	1,550,000
Phí nâng/hạ container				2,320,000			
Kiểm dịch, Biên Phòng,				1,350,000			
Phí soi hàng				600,000			
Phí kẹp chì chuyển khẩu				500,000			
Phí lưu bãi xe đêm	400,000	400,000	400,000	450,000	450,000	550,000	650,000

Nguồn: Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị

Nhìn chung, dự báo doanh thu HKKD cốt lõi (bao gồm các mảng kinh doanh hiện hữu như chuyển phát và logistic và mảng kinh doanh mới công viên logistics) được điều chỉnh tăng 6-8% trong năm 2025 và 2026. Dự báo EBITDA cũng được điều chỉnh tăng 5% và 10% trong khi lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng lần lượt 3% và 9%. Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến tăng 25% và 35% trong năm 2025 và 2026, trong khi EBITDA tăng mạnh 49% và 47% lần lượt trong 2 năm.

Tăng 22% giá mục tiêu lên 150.500đ, nhưng hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do định giá

Phương pháp định giá

Sau khi tăng dự báo lợi nhuận (nhờ công viên logistics và giữ nguyên các giả định định giá cơ bản), HSC tăng 22% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 150.500đ, cho thấy tiềm năng tăng giá chỉ 2% và cổ phiếu có EV/EBITDAđ.c dự phóng năm năm 2025 và 2026 lần lượt là 25,6 lần và 17,1 lần.

Các giả định định giá cơ bản được giữ nguyên bao gồm: (i) lãi suất phi rủi ro 4%, (ii) phần bù rủi ro thị trường 7,5% và (iii) hệ số beta 1,15 lần – dẫn đến WACC 12,1%, cũng như tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% và (v) thời điểm định giá là cuối năm 2025.

Bảng 10: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, VTP

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

Giả định định giá	CAPM
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	7.5%
Beta	1.15
Chi phí vốn CSH	11.5%
Chi phí nợ	8.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán WACC, VTP

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

Cơ cấu nguồn vốn	Mới
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	91.3%
Nợ / Tổng nguồn vốn	8.7%
WACC	12.1%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Định giá DCF, VTP

Giá mục tiêu mới theo tính toán của chúng tôi là 150.500đ

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần trừ thưởng & phúc lợi	228	292	365	495	656	880	1,111	1,358
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	64	46	80	118	134	135	130	126
+ Khấu hao	83	133	238	405	540	610	650	681
- Thay đổi vốn lưu động	83	334	704	501	337	187	276	384
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(374)	(999)	(1,737)	(1,451)	(964)	(418)	(333)	(199)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	84	(194)	(350)	68	704	1,396	1,834	2,350
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								3.0%
Giá trị dài hạn								26,641
Dòng tiền tương lai	84	(194)	(350)	68	704	1,396	1,834	28,991
Giá trị hiện tại	84	(194)	(350)	61	560	991	1,162	16,387
Giá trị của doanh nghiệp			19,162					
- Tổng nợ			(2,234)					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền			1,400					
Giá trị của vốn CSH			18,328					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)			121,783					
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)			150,500					

Nguồn: HSC

Bảng 13: Phân tích độ nhạy, VTP

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Lãi suất phi rủi ro						
	150500	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	154,300	145,300	137,200	129,700	123,000
	2.5%	162,200	152,400	143,500	135,400	128,100
	3.0%	171,100	160,200	150,500	141,700	133,700
	3.5%	181,200	169,100	158,300	148,700	140,000
	4.0%	192,700	179,100	167,100	156,500	146,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 93% trong 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 26,2 lần, cao hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,6 lần. Chúng tôi đã từ lâu cho rằng VTP xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ Công ty đang mở rộng HĐKD, mang lại vị thế tốt để hưởng lợi từ hoạt động thương mại xuyên biên giới đang phát triển. Mặc dù mức định giá hiện tại của VTP đang sát với giá trị hợp lý sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng bất kỳ đợt điều chỉnh nào cũng đều mang lại cơ hội tích lũy cổ phiếu.

Trong mô hình dự báo lợi nhuận và định giá, chúng tôi chưa phản ánh tiềm năng từ việc VTP tham gia vào dự án cửa khẩu thông minh tại Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị của tỉnh Lạng Sơn, cũng như tiềm năng từ kế hoạch phát triển công viên logistics tại các tỉnh khác như Quảng Ninh và Lào Cai. Nếu được triển khai, những dự án này sẽ dẫn đến lợi nhuận, định giá và giá mục tiêu cao hơn dự báo hiện tại của chúng tôi.

Biểu đồ 14: 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 25,2 lần, cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ từ năm 2019 là 15,6 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	20,384	23,903
Lợi nhuận gộp	646	881	878	1,094	1,416
Chi phí BH&QL	(376)	(469)	(434)	(473)	(552)
Thu nhập khác	8.54	3.63	7.24	7.72	8.83
Chi phí khác	(2.39)	(7.49)	(1.81)	(1.93)	(2.21)
EBIT	276	408	449	627	871
Lãi vay thuần	47.7	70.3	35.4	(21.6)	(50.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LN TT	323	478	484	605	820
Chi phí thuế TNDN	(66.8)	(98.3)	(100.0)	(125)	(169)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	257	380	384	480	651
Lợi nhuận thuần ĐC	222	228	292	365	495
EBITDA ĐC	360	491	582	865	1,275
EPS (đồng)	2,107	3,119	3,156	3,945	5,345
EPS ĐC (đồng)	1,826	1,876	2,398	2,998	4,062
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	381	29.1
Đầu tư ngắn hạn	1,856	1,698	1,448	1,019	1,195
Phải thu khách hàng	2,374	2,245	1,990	2,038	2,271
Hàng tồn kho	342	398	362	408	478
Các tài sản ngắn hạn khác	208	260	181	204	239
Tổng tài sản ngắn hạn	5,240	5,496	4,522	4,050	4,212
TSCĐ hữu hình	232	337	1,204	2,704	3,751
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	86.5	101
Đầu tư vào Cty LD,LK	150	74.0	74.0	74.0	74.0
Tài sản dài hạn khác	141	408	373	420	492
Tổng tài sản dài hạn	569	938	1,763	3,319	4,453
Tổng cộng tài sản	5,808	6,434	6,285	7,369	8,665
Nợ ngắn hạn	1,297	1,671	1,448	1,529	1,673
Phải trả người bán	362	485	448	504	591
Nợ ngắn hạn khác	2,658	2,522	2,333	2,622	3,067
Tổng nợ ngắn hạn	4,405	4,800	4,351	4,778	5,455
Nợ dài hạn	0	40.8	231	705	1,009
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	12.2	12.6	11.6	13.1	15.4
Tổng nợ dài hạn	12.2	53.4	243	718	1,025
Tổng nợ phải trả	4,417	4,853	4,594	5,496	6,480
Vốn chủ sở hữu	1,392	1,581	1,691	1,873	2,185
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,392	1,581	1,691	1,873	2,185
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,808	6,434	6,285	7,369	8,665
BVPS (đ)	12,291	12,984	13,882	15,381	17,943
Nợ thuần*/(tiền mặt)	837	817	1,138	1,853	2,654

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	276	408	449	627	871
Khấu hao	(84.0)	(83.0)	(133)	(238)	(405)
Lãi vay thuần	47.7	70.3	35.4	(21.6)	(50.3)
Thuế TNDN đã nộp	(80.8)	(62.7)	(100.0)	(125)	(169)
Thay đổi vốn lưu động	(31.9)	(177)	254	(37.1)	(216)
Khác	(42.5)	(77.7)	141	695	234
LCT thuần từ HKKD	90.6	177	820	1,261	918
Đầu tư TS dài hạn	(28.6)	(374)	(999)	(1,737)	(1,451)
Góp vốn & đầu tư	(230)	(601)	0	0	0
Thanh lý	160	827	0	0	0
Khác	101	120	41.5	(56.9)	(87.4)
LCT thuần từ HĐĐT	55.2	(27.8)	(958)	(1,794)	(1,538)
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)	555	449
Khác	2.30	(32,777)	(0.96)	1.47	2.26
LCT thuần từ HĐTC	(22.7)	285	(216)	373	269
Tiền & tương đương tiền đầu kì	-	-	-	-	-
LCT thuần trong kỳ	123	435	(354)	(160)	(352)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.51)	0.76	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	123	435	(354)	(160)	(352)
Dòng tiền tự do	62.0	(197)	(180)	(476)	(533)

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	5.37	5.92
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.66	2.51	3.21	4.24	5.34
Tỷ suất LNT (%)	1.19	1.94	2.12	2.36	2.72
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	0.82	(9.44)	(7.62)	12.6	17.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(12.9)	36.5	18.5	48.7	47.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	25.0	35.5
Tăng trưởng EPS (%)	(13.3)	48.0	1.17	25.0	35.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.7)	2.72	27.9	25.0	35.5
Tăng trưởng DPS (%)	(23.3)	30.4	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	54.6	48.1	47.5	38.0	28.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.9	25.6	23.5	27.0	32.1
ROACE (%)	20.2	26.8	25.2	27.7	30.0
Vòng quay tài sản (lần)	3.85	3.20	2.85	2.99	2.98
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.33	0.43	1.83	2.01	1.05
Số ngày tồn kho	5.94	7.76	7.67	7.71	7.76
Số ngày phải thu	41.3	43.8	42.2	38.6	36.9
Số ngày phải trả	6.30	9.46	9.49	9.54	9.60
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	60.4	51.9	67.5	99.1	122
Nợ/tài sản (%)	22.4	26.7	26.8	30.4	31.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	29.0	17.3
Nợ/EBITDA (lần)	3.61	3.49	2.89	2.59	2.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.19	1.15	1.04	0.85	0.77
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.81	0.96	1.06	0.97	0.86
EV/EBITDA ĐC (lần)	48.8	38.3	32.9	22.9	16.2
P/E (lần)	70.1	47.4	46.8	37.4	27.6
P/E ĐC (lần)	80.9	78.7	61.6	49.3	36.4
P/B (lần)	12.0	11.4	10.6	9.60	8.23
Lợi suất cổ tức (%)	0.78	1.02	1.02	1.02	1.02

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