

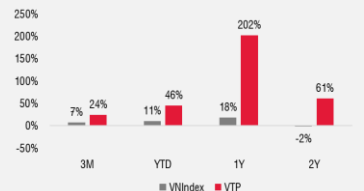
Tổng CTCP Bưu chính Viettel (VTP: HOSE)

Ngày báo cáo: 10/05/2024
Ngành: VẬN TẢI
TPPTCP: Nguyễn Hoàng Giang, CFA
Email: giangnh@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8703

Khuyến nghị: **KÉM KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **70.000 Đồng**
Giá CP ngày 10/05/2024: 82.200 Đồng
% Giảm giá: **-14,8%**

Giá trị vốn hóa (triệu USD): 384
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng): 9.730
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 122
KLGDTB 3 tháng (CP): 1.567.535
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 94,1/26,9
GTGDTB 3 tháng (tỷ đồng): 125
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 60,8

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

VTP thành lập vào năm 2006 với tư cách là một công ty trách nhiệm hữu hạn thuộc Tập đoàn Viettel. Công ty chuyên về dịch vụ bưu chính truyền thông trước khi đổi thành Công ty Cổ phần thông qua IPO vào năm 2009. Mạng kinh doanh chính là cung cấp dịch vụ chuyển phát nhanh, phục vụ nhu cầu của các nhà bán lẻ theo mô hình B2C và C2C. Mạng lưới của công ty bao gồm hơn 2.000 cửa hàng Viettel Post trên 63 tỉnh, cùng với 6 trung tâm logistic đặt tại các thành phố lớn. Bên cạnh đó, VTP có 2 công ty con tại Myanmar và Campuchia, hoạt động như các chi nhánh tại các quốc gia này.

Chi phí đầu tư mới ảnh hưởng đến lợi nhuận trong ngắn hạn

- 2023 là một năm ấn tượng và có ý nghĩa quan trọng đối với VTP khi công ty đạt mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 48% svck, một phần nhờ mức nền lợi nhuận thấp trong năm 2022. LNTT đạt 480 tỷ đồng (+48% svck), và LNST đạt 381 tỷ đồng (+48% svck). EPS 2023 là 2.654 đồng/cổ phiếu. Động lực tăng trưởng chính bao gồm thị phần +3%, doanh thu cốt lõi +12% svck, biên lợi nhuận gộp +1,9 điểm phần trăm.
- Trong Q1/2024, VTP ghi nhận tốc độ tăng trưởng chậm lại cả về doanh thu và lợi nhuận, cụ thể, doanh thu giảm 2,1% svck và LNTT giảm 22,4% svck, chỉ hoàn thành 16% kế hoạch LNTT 2024 của công ty sau quý 1 và phù hợp với dự báo của chúng tôi. Một số nguyên nhân ảnh hưởng như sau: Doanh thu mảng thương mại bị cắt giảm 30% svck, chi phí đầu tư mới cao hơn, biên lợi nhuận gộp giảm 2,4 điểm phần trăm.
- ĐHCĐ tổ chức thành công với một số kế hoạch chính bao gồm: doanh thu -33% svck do cắt giảm mảng thương mại, LNTT kế hoạch 462 tỷ đồng (đi ngang svck), cổ tức bằng tiền mặt 15%/mệnh giá.
- Điều chỉnh ước tính: Chúng tôi ước tính doanh thu của VTP giảm 15% svck trong năm 2024 và giảm 10% svck trong năm 2025 (do mảng thương mại bị cắt giảm 50%/năm). LNTT dự kiến đạt 513 tỷ đồng (+5,9% svck, chậm lại do chi phí cao hơn và cắt giảm mảng thương mại) trong năm 2024 và 619 tỷ đồng (+20% svck) trong năm 2025.
- P/E dự phóng cho năm 2024-2025 lần lượt là 27x và 24x, cao hơn nhiều so với lịch sử và các công ty cùng ngành. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu VTP xuống **KÉM KHẢ QUAN**, với giá mục tiêu điều chỉnh là **70.000 đồng/cổ phiếu**. VTP vẫn là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi với động lực chính từ câu chuyện tăng trưởng thương mại điện tử và tiềm năng tăng trưởng mảng fulfillment/logistics. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên tích lũy cổ phiếu ở điểm mua phù hợp hơn.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	17.234	21.452	21.629	19.590	16.661	15.041
<i>Tăng trưởng DTT</i>	<i>120,6%</i>	<i>24,5%</i>	<i>0,8%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>-9,7%</i>
Lợi nhuận gộp	699	600	646	876	963	1.262
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,0%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,8%</i>	<i>8,4%</i>
Thu nhập tài chính	99	94	105	137	156	138
Chi phí tài chính	-54	-48	-58	-66	-88	-115
SG&A	-269	-281	-376	-466	-517	-666
Thu nhập ròng khác	6	6	15	4	0	0
LNTT	480	371	332	484	513	619
<i>Tăng trưởng LNTT</i>	<i>0,6%</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>45,9%</i>	<i>5,9%</i>	<i>20,7%</i>
Lợi nhuận ròng	383	296	265	386	410	495
<i>Tăng trưởng LN ròng</i>	<i>0,8%</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>45,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>20,7%</i>
<i>Biên LN ròng</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,2%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,3%</i>
EPS (VND)	4.060	2.462	1.956	2.654	2.897	3.496

Nguồn: SSI Research

Nhìn lại năm 2023

Tỷ đồng	2023	2022	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận	
					2023	2022
Doanh thu thuần	19.590	21.638	-9,5%	106%		
Lợi nhuận gộp	876	617	42,0%		4,5%	3,0%
Lợi nhuận hoạt động	409	269	52,3%		2,1%	1,2%
EBIT	543	379	43,4%		2,8%	1,8%
EBITDA	627	463	35,4%		3,2%	2,2%
Lợi nhuận trước thuế	480	323	48,4%	102%	2,4%	1,5%
Lợi nhuận ròng	381	258	47,8%		1,9%	1,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	381	258	47,8%		1,9%	1,2%

Nguồn: SSI Research

2023 là một năm ấn tượng và có ý nghĩa quan trọng đối với VTP khi công ty đạt mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 48% svck, một phần nhờ mức nền lợi nhuận thấp trong năm 2022. Quan trọng hơn, năm 2023 đánh dấu sự đảo chiều sau 3 năm không đạt tăng trưởng (kể từ năm 2019 khi công ty đạt mức tăng trưởng 36% svck), đưa VTP trở lại chặng đường hướng tới tăng trưởng bền vững bằng cách tái tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi.

- **Doanh thu năm 2023 đạt 19,5 nghìn tỷ đồng (-9,5% svck)** do công ty cắt giảm mảng thương mại không cốt lõi (-25% svck). Điều này cũng cho thấy doanh thu dịch vụ cốt lõi của công ty tăng gấp đôi đạt 10,2 nghìn tỷ đồng (+12% svck). Theo ban lãnh đạo, hiện tại công ty đang phục vụ 1 triệu sản phẩm/ngày (+50% svck) do thị phần cao hơn (+3 điểm phần trăm) và quy mô thị trường tăng lên (+10% svck), nhưng giá bán trung bình lại giảm khoảng 20% svck theo ước tính của chúng tôi do cạnh tranh gay gắt.
- **Biên lợi nhuận gộp cải thiện** là một động lực tăng trưởng khác, cụ thể biên lợi nhuận gộp cốt lõi đã tăng từ 6,4% lên 8,3%, do VTP tận dụng vị thế dẫn đầu để có hiệu quả từ tăng quy mô cũng như giảm 9% chi phí logistics thuê ngoài (vận tải đường biển, vận tải hàng không) từ mức cao trước đó trong năm 2022.

Chúng tôi vẫn nhận thấy chi phí lao động và các dịch vụ thuê ngoài (vận chuyển, đường sắt, vận tải hàng không...) là 2 cấu phần lớn nhất trong tổng chi phí. Tổng 2 chi phí này đạt 7 nghìn tỷ đồng, chiếm 71% tổng chi phí trong năm 2023. Trong đó, chi phí nhân công tăng 12% svck, ngang bằng với tốc độ tăng trưởng doanh thu cốt lõi nên hiệu quả lao động vẫn duy trì mức tương đương so với cùng kỳ.

- Năm 2023 cũng đánh dấu sự **tăng trưởng mạnh của mảng logistics** đối với doanh thu của VTP, chủ yếu bao gồm các kho hàng, thực hiện đơn hàng cho khách hàng B2B/B2C và chuỗi cung ứng. Doanh thu mảng này năm ngoái đạt 1 nghìn tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp ở mức 3-5%, đóng góp 10% vào tổng doanh thu dịch vụ. Mảng này dự kiến sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng tiếp theo của VTP trong dài hạn ngoài dịch vụ chuyển phát và sẽ là mảng hoạt động được chú trọng nhất về mặt giá trị đầu tư trong thời gian tới.
- Theo đó, VTP đều vượt kế hoạch LNTT và LNST của công ty trong năm 2023, cụ thể, LNTT đạt 480 tỷ đồng (+48% svck), LNST đạt 381 tỷ đồng (+48% svck). EPS 2023 là 2.654 đồng/cổ phiếu.

KQKD Q1/2024

Tỷ đồng	1Q24	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							1Q24	1Q23	4Q23	2023
Doanh thu thuần	4.674	4.772	-2,1%	5.107	-8,5%	35%				
Lợi nhuận gộp	167	177	-5,5%	240	-30,5%		3,6%	3,7%	4,7%	4,5%
Lợi nhuận hoạt động	56	79	-28,7%	112	-50,0%		1,2%	1,6%	2,2%	2,1%
EBIT	87	110	-21,1%	146	-40,5%		1,9%	2,3%	2,9%	2,8%
EBITDA	113	129	-12,1%	170	-33,1%		2,4%	2,7%	3,3%	3,2%
LNTT	74	95	-22,4%	132	-44,1%	16%	1,6%	2,0%	2,6%	2,5%
LNST	58	76	-22,8%	104	-43,9%		1,3%	1,6%	2,0%	2,0%
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	58	76	-22,8%	104	-43,9%		1,3%	1,6%	2,0%	2,0%

Nguồn: SSI Research

Trong Q1/2024, VTP ghi nhận tốc độ tăng trưởng chậm lại cả về doanh thu và lợi nhuận, cụ thể, doanh thu giảm 2,1% svck và LNTT giảm 22,4% svck, chỉ hoàn thành 16% kế hoạch LNTT 2024 của công ty sau quý 1 và phù hợp với dự báo của chúng tôi. Kết quả này hoàn toàn trái ngược với xu hướng tăng trưởng mạnh trong năm trước. Công ty lý giải một số nguyên nhân ảnh hưởng như sau:

- Doanh thu mảng thương mại bị cắt giảm 30% svck, trong khi năm 2023 mảng này đóng góp khoảng 70-80 tỷ đồng LNTT.
- Chi phí đầu tư mới cao hơn.

Nếu nhìn vào mảng dịch vụ cốt lõi, doanh thu vẫn tăng 30% svck trong Q1/2024, nhưng chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 6,1%, thấp hơn nhiều so với biên lợi nhuận gộp trung bình năm 2023 là 8,4% do chi phí nguyên liệu, khấu hao và dịch vụ thuê ngoài cao hơn, trong khi giá dịch vụ bình quân duy trì ổn định. Công ty lý giải nguyên nhân chính là do chi phí bán hàng cao hơn khi đầu tư để phát triển mảng chuyển phát nhanh và chi phí khấu hao cao hơn.

Tóm tắt ĐHCĐ năm 2024

Công ty đã tổ chức ĐHCĐ thành công với một số điểm chính như sau:

- **Doanh thu:** Công ty đặt kế hoạch doanh thu đạt 13 nghìn tỷ đồng (-33% svck) do công ty tiếp tục thu hẹp mảng thương mại (mảng này đóng góp 49% doanh thu trong năm 2023) để tập trung vốn vào hoạt động kinh doanh cốt lõi, trong khi doanh thu cốt lõi dự kiến vẫn tăng 30% svck.
- **LNTT:** Công ty đặt kế hoạch LNTT đạt 462 tỷ đồng (-3,5% svck), do công ty dự kiến chi phí cao hơn từ các tài sản đầu tư mới (trung tâm phân loại, nhà kho...), đồng thời doanh thu cũng ít hơn khi công ty đang thu hẹp mảng thương mại.
- **Cổ tức:** ĐHCĐ đã phê duyệt cổ tức bằng tiền mặt 15%/mệnh giá.
- **Mục tiêu chính:**
 - Duy trì tăng trưởng mảng chuyển phát nhanh và đạt thị phần thứ nhất hoặc thứ 2 (hiện tại công ty đứng vị trí thứ 3 sau GHTK và VNPost).
 - Tiếp tục xây dựng cơ sở hạ tầng để mở rộng mảng logistics/chuỗi cung ứng.
 - Bắt đầu cung cấp chuỗi cung ứng dịch vụ logistics xuyên biên giới (hoàn tất đơn hàng, giao hàng xuyên biên giới, kho bãi...).
 - Đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng (trung tâm phân loại, mạng lưới kho bãi...).

Quan điểm của chúng tôi: Kế hoạch này khiến chúng tôi hơi bất ngờ vì thông thường công ty thường đặt kế hoạch tăng trưởng cao (30-40% svck), đặc biệt là sau năm 2023 tăng trưởng mạnh. Công ty lý giải điều này là do tác động từ vốn đầu tư cao trong năm 2024-2025 (khoảng 2-3 nghìn tỷ đồng), ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty trong năm 2024 do chi phí khấu hao và lãi vay cao hơn, cũng như việc cắt giảm quy mô mảng thương mại (đóng góp 70-80 tỷ đồng LNTT trong năm 2023) để tập trung vào hoạt động kinh doanh mảng cốt lõi.

Các khoản đầu tư này chủ yếu là các trung tâm phân loại và trung tâm logistics hiện đại, khi công ty đang nỗ lực hiện đại hóa và mở rộng hoạt động trong lĩnh vực logistics và chuỗi cung ứng để duy trì tính cạnh tranh của dịch vụ, đồng thời mở rộng hơn nữa sang lĩnh vực logistics. Cụ thể, công ty vừa khởi công một trung tâm phân loại hiện đại mới tại KCN Quang Minh, TP. Hà Nội với vốn đầu tư ước tính khoảng 500-700 tỷ đồng trong tháng 1/2024. Trong năm 2024, ban lãnh đạo vẫn kỳ vọng doanh thu cốt lõi sẽ tăng 30% svck, chủ yếu nhờ vào việc mở rộng mảng logistics và chuỗi cung ứng hoàn tất đơn hàng, giao hàng xuyên biên giới, kho bãi...), đây dự kiến là động lực tăng trưởng chính trong vài năm tới. Chúng tôi cho rằng nhìn chung công ty đang đi đúng hướng khi giảm quy mô hoạt động kinh doanh không cốt lõi và tập trung vào phát triển và mở rộng hoạt động kinh doanh cốt lõi sang logistics trong vài năm tới, đồng thời chúng tôi cũng đồng ý với quan điểm của ban lãnh đạo về ngành chuyển phát nhanh đang tăng trưởng chậm lại và khá khó để duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn. Tuy nhiên, trong vài năm đầu tiên, chu kỳ vốn đầu tư cao chắc chắn sẽ ảnh hưởng tăng trưởng lợi nhuận ròng cho đến khi công ty có thể đạt công suất tối đa của những tài sản mới này.

Triển vọng và ước tính

Trong năm 2024-2025, ban lãnh đạo dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư vào cơ sở hạ tầng logistics để nâng cấp chất lượng dịch vụ giao hàng cũng như tăng cường năng lực ở các phân khúc mới như xử lý đơn hàng/kho bãi/chuỗi cung ứng, với tổng vốn đầu tư là 3 nghìn tỷ đồng. Các khoản đầu tư bao gồm: 1 trung tâm phân loại và logistics tại Đà Nẵng, Cần Thơ, Đồng Nai, Bình Dương và các cơ sở hạ tầng khác được xây dựng ở Lào, Campuchia, Myanmar và các quốc gia khác ngoài Việt Nam. Trong thời gian qua, VTP chậm đầu tư (giai đoạn 2019-2022) dẫn đến mất thị phần. Do đó, chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo sẽ đẩy nhanh kế hoạch đầu tư này trong vài năm tới. Chúng tôi dự báo khoản đầu tư này sẽ được triển khai trong năm 2024-2025. Việc mở rộng chuyển phát thương mại điện tử và mở rộng sang các phân khúc mới (thực hiện đơn hàng, kho bãi, xuyên biên giới...) dự kiến sẽ tiếp diễn trong vài năm tới và những khoản đầu tư này có thể sẽ mang lại lợi nhuận trong dài hạn.

Trong năm 2024-2025, công ty cũng có kế hoạch cắt giảm dần mảng thương mại thường đóng góp khoảng 70-80 tỷ đồng LNTT/năm để tập trung tăng trưởng cho mảng cốt lõi. Chúng tôi đồng tình với quyết định này ngay cả khi điều đó đồng nghĩa với việc mất khoảng 15% LNTT, vì quyết định này sẽ giải phóng vốn cho các mảng hoạt động có định hướng tăng trưởng hơn.

Theo đó, chúng tôi đưa ra các giả định chính sau:

- Thị trường thương mại điện tử tăng trưởng lần lượt 10% và 15% svck trong năm 2024 và 2025. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thương mại điện tử sẽ tăng vào năm 2024 so với giả định của chúng tôi về mảng bán lẻ sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024.
- Giá dịch vụ bình quân: Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ doanh thu giao hàng bình quân trên tổng giá trị hàng hóa (GMV) sẽ ổn định ở mức 8,5%, nghĩa là một đơn hàng có giá trị 100 đồng sẽ tạo ra 8,5 đồng doanh thu giao hàng. Tỷ lệ này đã giảm dần từ mức 9,5% trong những năm trước do cạnh tranh thị trường và quy mô của ngành.
- Thị phần của VTP dự kiến sẽ tăng lên 19% trong năm 2024 (từ 18% trong năm 2023) và 21% trong năm 2025, nhờ chất lượng dịch vụ tốt hơn (thời gian thực hiện dự kiến giảm từ 36 giờ/hóa đơn xuống 32 giờ/hóa đơn, nhanh hơn các đối thủ cạnh tranh chính).
- Biên lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ cốt lõi được giả định là 8% cho năm 2024 (từ 8,5% trong năm 2023) và sẽ ổn định ở mức 8,3% từ năm 2025. Chi phí khấu hao được giả định tăng thêm 300 tỷ đồng sau khi đầu tư 3 nghìn tỷ đồng trong năm 2024-2025.

Ước tính cụ thể cho năm 2024 và 2025 của chúng tôi như sau:

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	17.234	21.452	21.629	19.590	16.661	15.041
<i>Tăng trưởng DTT</i>	<i>120,6%</i>	<i>24,5%</i>	<i>0,8%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>-9,7%</i>
Lợi nhuận gộp	699	600	646	876	963	1.262
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,0%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,8%</i>	<i>8,4%</i>
Thu nhập tài chính	99	94	105	137	156	138
Chi phí tài chính	-54	-48	-58	-66	-88	-115
SG&A	-269	-281	-376	-466	-517	-666
Thu nhập ròng khác	6	6	15	4	0	0
LNTT	480	371	332	484	513	619
<i>Tăng trưởng LNTT</i>	<i>0,6%</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>45,9%</i>	<i>5,9%</i>	<i>20,7%</i>
Lợi nhuận ròng	383	296	265	386	410	495
<i>Tăng trưởng LN ròng</i>	<i>0,8%</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>45,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>20,7%</i>
<i>Biên LN ròng</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,2%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,3%</i>
EPS (VND)	4.060	2.462	1.956	2.654	2.897	3.496

Nguồn: SSI Research

Cụ thể, chúng tôi dự báo doanh thu của VTP sẽ giảm 15% svck trong năm 2024 và giảm 10% svck trong năm 2025 (do mảng thương mại bị cắt giảm 50%/năm). LNTT dự kiến sẽ đạt 513 tỷ đồng (+5,9% svck, chậm lại do chi phí cao hơn và cắt giảm mảng thương mại) trong năm 2024 và 619 tỷ đồng (+20% svck) trong năm 2025.

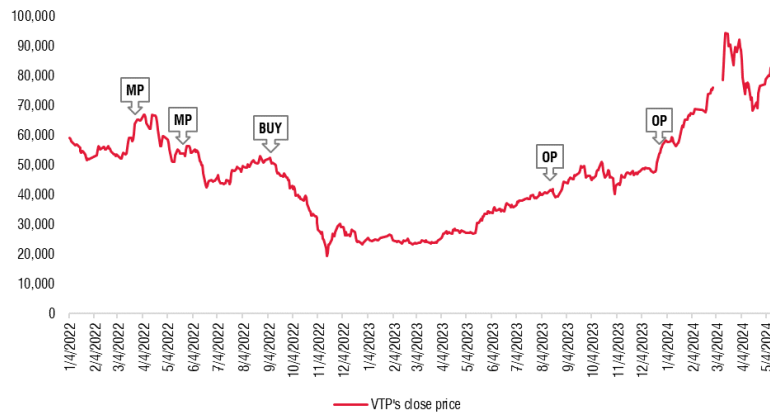
Định giá và khuyến nghị

VTP đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2024 và 2025 lần lượt là 27x và 23x, cao hơn nhiều so với mức 20x trong giai đoạn 2014-2019.

Theo quan điểm của chúng tôi, VTP vẫn là cổ phiếu ưa thích với động lực chính từ câu chuyện tăng trưởng thương mại điện tử cũng như tiềm năng tăng trưởng của các mảng hoạt động mới trong vài năm tới (thực hiện đơn hàng, giao hàng xuyên biên giới...), tuy nhiên tăng trưởng năm 2024-2025 có thể sẽ chậm lại so với mức LNTT trong năm 2023 nhưng vẫn ở mức khoảng 20% cho năm 2025. Do đó, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu là 20x cho cổ phiếu VTP và chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2025, và đưa ra giá mục tiêu 1 năm mới là **70.000 đồng/cp** (giảm 14,8% so với giá hiện tại) từ 56.000 đồng/cp. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu xuống **KÉM KHẢ QUAN**. Mặc dù VTP vẫn là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi với động lực chính từ câu chuyện tăng trưởng thương mại điện tử, tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên tích lũy cổ phiếu ở điểm mua phù hợp hơn.

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị: Giá dầu thấp hơn và tốc độ tăng trưởng thương mại điện tử nhanh hơn dự kiến.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	460	885	790	1.848
+ Đầu tư ngắn hạn	1.856	1.708	1.708	1.000
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.295	2.567	1.528	1.971
+ Hàng tồn kho	342	399	228	293
+ Tài sản ngắn hạn khác	204	250	143	184
Tổng tài sản ngắn hạn	5.157	5.809	4.398	5.296
+ Các khoản phải thu dài hạn	23	31	18	24
+ GTCL Tài sản cố định	268	391	1.290	2.040
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	10	78	78	78
+ Đầu tư dài hạn	150	74	74	74
+ Tài sản dài hạn khác	124	394	226	290
Tổng tài sản dài hạn	574	968	1.686	2.506
Tổng tài sản	5.731	6.777	6.085	7.802
+ Nợ ngắn hạn	4.329	5.183	3.595	4.478
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>1.297</i>	<i>1.711</i>	<i>980</i>	<i>1.258</i>
+ Nợ dài hạn	12	13	557	1.109
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>550</i>	<i>1.100</i>
Tổng nợ phải trả	4.341	5.196	4.152	5.587
+ Vốn góp	1.132	1.218	1.218	1.218
+ Thặng dư vốn cổ phần	22	21	21	21
+ Lợi nhuận chưa phân phối	236	342	693	975
+ Quỹ khác	0	1	1	1
Vốn chủ sở hữu	1.390	1.581	1.932	2.215
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	5.731	6.777	6.085	7.802
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	90	276	1.187	1.451
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	56	-133	-1.100	-1.100
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-23	283	-182	706
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	123	427	-95	1.058
Tiền đầu kỳ	337	460	885	790
Tiền cuối kỳ	460	885	790	1.848
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,19	1,12	1,22	1,18
Hệ số thanh toán nhanh	1,07	1	1,12	1,08
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,53	0,5	0,69	0,64
Nợ ròng / EBITDA	1,77	1,32	0,99	0,58
Khả năng thanh toán lãi vay	6,97	8,6	7,66	5,16
Ngày phải thu	21,9	24,2	35,4	23,5
Ngày phải trả	6,7	9,6	17,4	11,3
Ngày tồn kho	6,3	7,2	10,7	6,9
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,24	0,23	0,32	0,28
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,76	0,77	0,68	0,72
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	3,12	3,29	2,15	2,52
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,93	1,08	0,79	1,06
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,93	1,08	0,51	0,57

Nguồn: VTP, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	21.629	19.590	11.661	15.041
Giá vốn hàng bán	-20.983	-18.714	-10.713	-13.753
Lợi nhuận gộp	646	876	948	1.288
Doanh thu hoạt động tài chính	105	137	156	107
Chi phí tài chính	-58	-66	-76	-141
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-39	-52	-57	-73
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-337	-415	-460	-593
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	317	481	510	588
Thu nhập khác	15	4	0	0
Lợi nhuận trước thuế	332	484	510	588
Lợi nhuận ròng	265	386	408	470
Lợi nhuận chia cho cổ đông	265	386	408	470
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	1.956	2.654	2.880	3.862
Giá trị sổ sách (VND)	12.276	12.986	15.866	18.187
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.500	1.150	0	1.000
EBIT	388	548	586	729
EBITDA	472	631	787	1.079
Tăng trưởng				
Doanh thu	0,8%	-9,4%	-40,5%	29,0%
EBITDA	-7,0%	33,8%	24,7%	37,2%
EBIT	-7,3%	41,4%	7,0%	24,4%
Lợi nhuận ròng	-10,4%	45,5%	5,7%	15,3%
Vốn chủ sở hữu	4,8%	13,8%	22,2%	14,6%
Vốn điều lệ	9,3%	7,6%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	5,5%	18,3%	-10,2%	28,2%
Định giá				
P/E	13,7	26,4	24,3	18,1
P/B	2,2	5,4	4,4	3,8
Giá/Doanh thu	0,1	0,4	0,7	0,6
Tỷ suất cổ tức	5,6%	1,6%	0,0%	1,4%
EV/EBITDA	4,3	12,1	9,7	7,1
EV/Doanh thu	0,1	0,4	0,7	0,5
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3,0%	4,5%	8,1%	8,6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	1,2%	2,1%	3,7%	4,1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	1,2%	2,0%	3,5%	3,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,2%	0,3%	0,5%	0,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,6%	2,1%	3,9%	3,9%
ROE	19,5%	26,0%	23,2%	22,7%
ROA	4,8%	6,2%	6,3%	6,8%
ROIC	12,0%	14,6%	13,9%	14,5%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng
hungpl@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô
trinhhtt@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu
tranglh1@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu
chaunbm@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Dầu khí

Nguyễn Hoàng Giang, CFA

Trưởng phòng Phân tích Cổ phiếu
giangnh@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ
vietlt@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ
thunta2@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư
nganlt@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư
baonq1@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư
hieuhht1@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư
chauttb@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043