

Tổng công ty bưu chính Viettel - (VTP)

Trung lập

CÔNG NGHIỆP

Giá hiện tại	VND90.400
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND94.100/VND23.788
Giá mục tiêu	VND95.100
Consensus	68.0%
Tiềm năng tăng giá	5.2%
Tỷ suất cổ tức	1.6%
Tổng tỷ suất sinh lời	6.8%

Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	445,3
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,4
Sở hữu NN (tr USD)	171,6
Số CP lưu hành (tr)	121,8
Số CP sau pha loãng (tr)	121,8

	VTP	Ngành	VNI
P/E trượt	28,8x	20,3x	14,6x
P/B hiện tại	6,9x	2,8x	1,8x
ROA	6,1%	7,3%	2,0%
ROE	25,6%	17,5%	12,1%

*dữ liệu ngày 21/3/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
VTP	31,0	87,2	278,6
Tương quan VNIndex	28,6	72,9	256,6

Cơ cấu sở hữu

Viettel Group	60,8%
Khác	39,2%

Tổng quan doanh nghiệp

VTP, công ty con của tập đoàn viễn thông quân đội Viettel, là một trong những công ty bưu chính lớn nhất Việt Nam. Hoạt động kinh doanh chính hiện tại của công ty bao gồm dịch vụ chuyển phát nhanh trong nước và quốc tế; dịch vụ logistics và các dịch vụ khác, trong đó động lực tăng trưởng chính là chuyển phát bưu kiện thương mại điện tử và mở rộng chuỗi giá trị sang mảng logistics.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Quyên

quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

Bước đi vững chắc mở rộng chuỗi giá trị

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung lập với mức tăng trưởng 5,2% và tỷ suất cổ tức 1,6%.
- VTP đang trong quá trình chuyển đổi mô hình kinh doanh từ công ty chuyển phát trở thành doanh nghiệp logistics công nghệ.
- P/E hiện tại là 28,8 lần đã phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng EPS giai đoạn 2024-25.

Tiêu điểm tài chính

- Biên LNG mảng dịch vụ cốt lõi tăng 1,9 điểm % svck trong năm 2023 nhờ VTP đưa công nghệ mới vào phân loại bưu kiện và tập trung tối ưu hóa chi phí
- LN ròng năm 2023 đạt 380 tỷ đồng (+48,7% svck), đạt kế hoạch năm của ban lãnh đạo sau ba năm liên tiếp không hoàn thành (giai đoạn 2020-2022)
- Chúng tôi dự báo EPS 2024-25 đạt mức tăng trưởng CAGR 12%, dựa trên chiến lược tập trung vào thị trường chuyển phát liên tỉnh để tận dụng mạng lưới bưu cục, mở rộng mảng logistic và tăng hiệu quả quản lý chi phí.

Luận điểm đầu tư

Thương mại điện tử bùng nổ ở Việt Nam thúc đẩy nhu cầu giao hàng liên tỉnh

Thị trường thương mại điện tử Việt Nam dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 22% giai đoạn 2023-25 (theo Google, Temasek và Bain & Company), được thúc đẩy bởi xu hướng tiếp cận các hình thức mua sắm hiện đại tại các tỉnh, thành phố ngày càng tăng (do quá trình đô thị hóa dẫn đến số lượng người tiêu dùng trung lưu am hiểu công nghệ ở các đô thị loại 2 và loại 3 của Việt Nam ngày càng tăng), từ đó mang lại động lực lớn cho việc giao hàng liên tỉnh.

Mạng lưới bưu cục toàn quốc mang lại lợi thế cạnh tranh cho VTP

VTP có hạ tầng bưu chính lớn thứ hai Việt Nam, nổi bật với 8.500 điểm thu gom/bưu cục (chỉ sau VNPost), 1100 xe tải và hệ thống phân loại toàn quốc với 7 trung tâm chính và 98 trung tâm tỉnh với bán kính phục vụ phủ khắp 63 tỉnh thành, vươn tới cấp huyện và cấp xã. Sự kết hợp giữa mạng lưới bưu điện hiện có trên toàn quốc, sự hỗ trợ của công ty mẹ - Tập đoàn Viettel và năng lực hoạt động cao đã mang lại cho VTP một vai trò vững chắc ở khu vực nông thôn.

Tình hình tài chính vững mạnh hỗ trợ kế hoạch mở rộng mảng logistics

Ban lãnh đạo VTP hiện tập trung mở rộng phạm vi kinh doanh từ chỉ giao hàng chặng cuối đến tích hợp các giải pháp logistics cho khách hàng, với mục tiêu trở thành doanh nghiệp logistics hàng đầu tại Việt Nam. VTP có cơ cấu tài chính lành mạnh, lượng tiền mặt ròng hơn 881 tỷ đồng tính đến cuối 2023. Với nguồn tiền mặt dồi dào, VTP có thể tăng cường đầu tư vào cả cơ sở hạ tầng công nghệ và hậu cần, mang lại lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp.

Định giá hợp lý sau đợt tăng giá khi chuyển sàn từ Upcom sang Hose

Giá VTP đã tăng 120% kể từ tháng 11/2023 và đang giao dịch ở mức P/E hiện tại là 28,8 lần, cao hơn mức P/E trung bình 3 năm (12,1 lần) và P/E trung bình ngành (20 lần). Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá này đã phản ánh đầy đủ triển vọng ngắn hạn của công ty dựa trên dự báo mức tăng trưởng thu nhập khiêm tốn giai đoạn 2024-25.

	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Tăng trưởng DT thuần	(9,4%)	(33,3%)	23,6%	19,7%
Tăng trưởng EPS	37,7%	6,7%	17,7%	13,3%
Biên lợi nhuận gộp	4,5%	7,8%	8,0%	8,1%
Biên LN ròng	1,9%	3,1%	3,0%	2,8%
P/E (x)	28,8	27,1	23,1	21,5
Rolling P/B (x)	6,9			
ROAE	25,6%	22,0%	21,4%	21,7%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	52,2%	55,6%	73,3%	83,6%

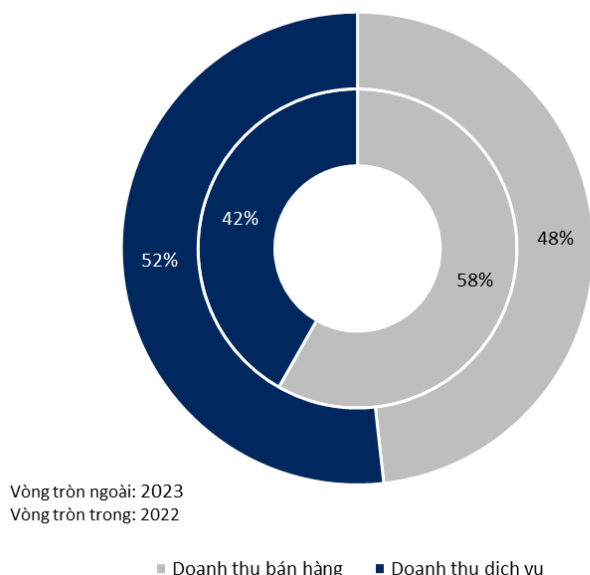
Source: VNDIRECT RESEARCH

Hồ sơ công ty

VTP được thành lập năm 1997 với tên gọi Phòng Phát hành báo chí, với nhiệm vụ ban đầu là phục vụ các cơ quan trong Bộ Quốc phòng. Năm 2006, công ty được cơ cấu thành công ty nhà nước lấy tên là Tổng CTCP Bưu chính Viettel, một công ty con của Tập đoàn Viettel. Năm 2009, công ty được cổ phần hóa và đổi tên thành Công ty Cổ phần Bưu chính Viettel, với vốn điều lệ là 60 tỷ đồng. Cổ phiếu VTP được niêm yết trên UPCOM vào năm 2018 và được giao dịch chính thức trên HOSE vào ngày 12/03/2024.

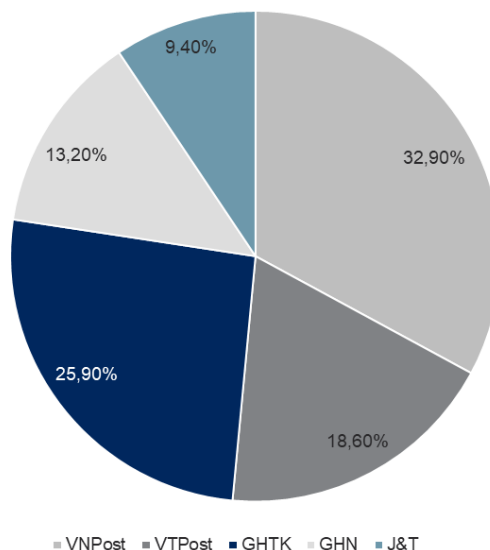
VTP có 2 mảng kinh doanh chính bao gồm (1) mảng dịch vụ mà công ty đang cung cấp cho khách hàng gồm: giao hàng truyền thống, giao hàng thu tiền hộ, giao hàng quốc tế...; Với mục tiêu nâng cao chuỗi giá trị, công ty hiện tập trung mở rộng phạm vi kinh doanh từ chỉ giao hàng chặng cuối đến tích hợp các giải pháp logistics như kho bãi và xử lý đơn hàng...; (2) mảng kinh doanh, chủ yếu là bán sim/thẻ điện thoại, trên các cửa hàng của Viettel Telecom.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu 2022-2023



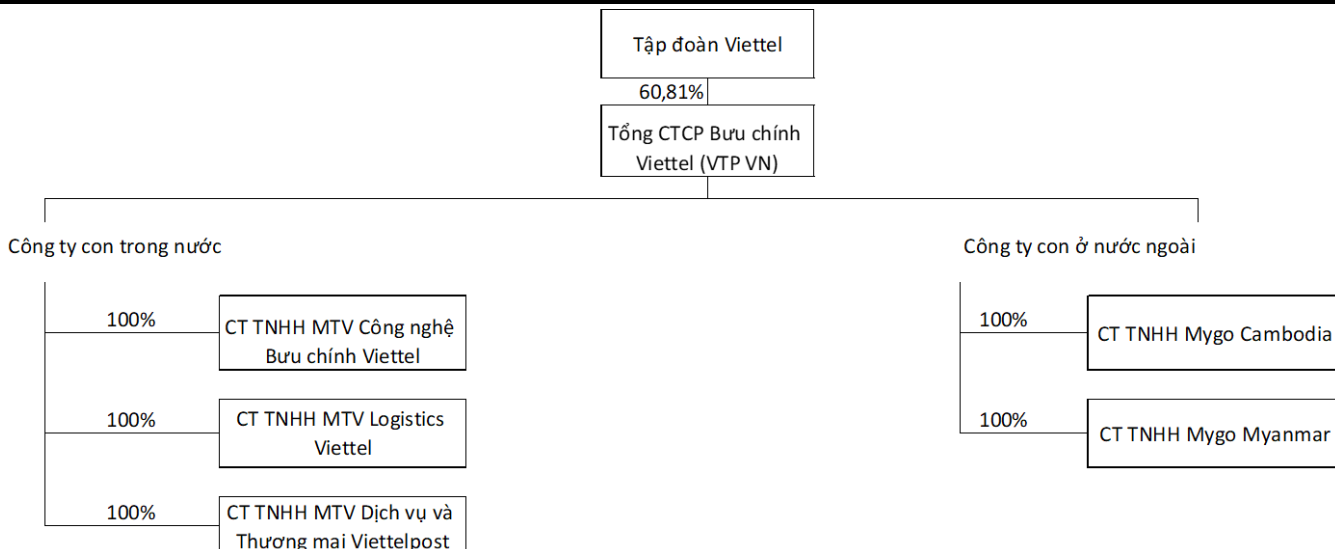
Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 2: Thị phần các doanh nghiệp bưu chính Q2/23 (theo doanh thu)



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 3: Sơ đồ tổ chức của VTP



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Tóm tắt KQKD 2023: Tăng trưởng lợi nhuận nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi

Q4/23 doanh thu mảng dịch vụ cốt lõi tăng, bù đắp cho sự sụt giảm của doanh thu mảng bán hàng

Doanh thu Q4/23 của VTP đạt 5.107 tỷ đồng (-2,6% svck) do: 1) doanh thu bán hàng giảm 27,2% svck xuống còn 2.102 tỷ đồng, chiếm ~ 41% tổng doanh thu, 2) doanh thu cung cấp dịch vụ tăng đáng kể 27,6% svck lên 3.004 tỷ đồng, chiếm ~ 59% tổng doanh thu.

Do đó, doanh thu cung cấp dịch vụ năm 2023 của VTP đạt 10.142 tỷ đồng (+12,3% svck), cao hơn tốc độ tăng trưởng trung bình toàn ngành chỉ khoảng 9,3%. VTP chủ động thu hẹp quy mô mảng kinh doanh thương mại để tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi là mảng dịch vụ chuyển phát và logistics.

Duy trì khả năng sinh lời tốt nhờ cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp cốt lõi.

LNG Q4/23 tăng 67,4% svck lên 876 tỷ đồng khiến tỷ suất LNG tăng lên 4,7% từ mức 2,7% trong Q4/22 nhờ: 1) tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của mảng dịch vụ tăng trong khi đây là mảng có tỷ suất lợi nhuận cao; và 2) biên LNG của mảng dịch vụ cốt lõi được cải thiện lên 7,8% so với 5,8% trong Q4/22 do VTP đưa công nghệ mới vào phân loại bưu kiện và tập trung tối ưu hóa chi phí.

Chi phí BH&QLDN Q4/23 giảm 14,3% so với cùng kỳ

Trong Q4/23, chi phí BH&QLDN giảm 14,3% svck xuống còn 129 tỷ đồng do mức cơ sở cao của Q4/22. Tuy nhiên, chi phí này đã tăng +52% svck trong 9 tháng đầu năm, do đó chi phí BH&QLDN năm 2023 đạt 466 tỷ đồng (+25,3% svck) do chiến lược của VTP là cải thiện chế độ khen thưởng và phúc lợi cho nhân viên để có thể phát triển lực lượng lao động có trình độ trong bối cảnh cạnh tranh cao.

Lãi tài chính ròng hỗ trợ lợi nhuận

Lãi tài chính ròng Q4/23 của VTP tăng lên 21 tỷ đồng (+63,5% svck) chủ yếu do thu nhập lãi tăng +21,5% svck lên 34 tỷ đồng. VTP có cơ cấu tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt ròng tính đến cuối Q4/23 đạt hơn 881 tỷ đồng, đây là lợi thế cạnh tranh rất lớn so với các công ty khác trong ngành logistics vốn có biên lợi nhuận mỏng và vốn đầu tư cao.

Nhìn chung, LN ròng Q4/23 chuyển biến tích cực đạt 104 tỷ đồng từ khoản lỗ ròng 1,1 tỷ đồng trong Q4/22. LN ròng cả năm 2023 tăng 48,7% svck lên 380 tỷ đồng.

VTP được chấp thuận niêm yết trên HOSE

VTP được giao dịch chính thức trên HOSE vào ngày 12/03/2024. Chúng tôi kỳ vọng việc niêm yết trên sàn chính trong năm nay sẽ giúp VTP nâng cao uy tín và huy động vốn dễ dàng hơn để phát triển và mở rộng thị trường.

(tỷ đồng)	Q4/23	% svck	2023	% svck	sv dự phóng cả năm
Doanh thu thuần	5.107	-2,6%	19.590	-9,4%	76,1%
- Doanh thu bán hàng	2.102	-27,2%	9.447	-25,0%	67,7%
- Doanh thu dịch vụ	3.004	27,6%	10.142	12,3%	86,0%
LN gộp	240	67,4%	876	35,3%	71,3%
Chi phí BH&QLDN	129	-14,3%	466	25,3%	102,2%
Lãi/lỗ hoạt động tài chính	21	63,5%	71	48,5%	85,3%
LNTT	132	1670,0%	479	45,5%	55,4%
LN ròng cổ đông công ty mẹ	104	NA	380	48,7%	55,1%
Biên LN gộp	4,7%	2,0 đ %	4,5%	1,5 đ %	
Biên LN ròng	2,0%	2,1 đ %	1,9%	0,8 đ %	

Triển vọng 2024-25: Lợi nhuận tăng trưởng khiêm tốn giai đoạn 2024-25

Hình 4: Dự báo của VND về hoạt động kinh doanh của VTP giai đoạn 2024-25

(tỷ đồng)	2023	2024	% svck	2025	% svck	Nhận xét
Doanh thu thuần	19.590	13.064	-33,3%	16.151	23,6%	
						VTP chỉ đặt kế hoạch doanh thu mảng bán hàng năm 2024 ở mức 1.000 tỷ đồng do VTP định hướng thu hẹp hoạt động kinh doanh này. Việc thu hẹp này có ảnh hưởng không đáng kể tới lợi nhuận theo số tuyệt đối và sẽ giúp cải thiện tỷ lệ biên lợi nhuận chung của VTP
- Doanh thu bán hàng	9.447	1.000	-89,4%	1.000	0,0%	
- Doanh thu dịch vụ	10.142	12.064	18,9%	15.151	25,6%	
LN gộp	876	1.015	15,9%	1.290	27,1%	
Biên LN gộp	4,47%	7,77%	3,3 đ %	7,99%	0,2 đ %	
- Biên LN mảng bán hàng	0,28%	0,28%	0,0 đ %	0,28%	0,0 đ %	
						Chúng tôi kỳ vọng biên LN mảng dịch vụ cốt lõi sẽ duy trì trong giai đoạn 2024-25 dựa trên kỳ vọng chi phí nhân công và chi phí dịch vụ thuê ngoài trên mỗi đồng doanh thu sẽ tiếp tục giảm, bù đắp cho việc chi phí khấu hao tăng bởi kế hoạch đầu tư mạnh mẽ của VTP trong giai đoạn này
- Biên LN mảng dịch vụ	8,38%	8,39%	0,0 đ %	8,50%	0,1 đ %	
Doanh thu tài chính	137	131	-3,9%	126	-4,1%	
						Chúng tôi dự báo chi phí tài chính của VTP tăng 56,9%/42,9% svck do dư nợ vay cao hơn tương ứng với kế hoạch đầu tư CAPEX mạnh mẽ trong giai đoạn 2024-25
Chi phí tài chính	66	103	56,9%	147	42,9%	
Chi phí bán hàng	52	61	18,4%	77	26,2%	
Chi phí QLDN	415	471	13,5%	589	25,1%	
LNTT	479	511	6,7%	601	17,7%	
LN ròng cổ đông công ty mẹ	380	406	6,7%	478	17,7%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chiến lược phù hợp trong thị trường chuyển phát tăng trưởng mạnh và cạnh tranh cao

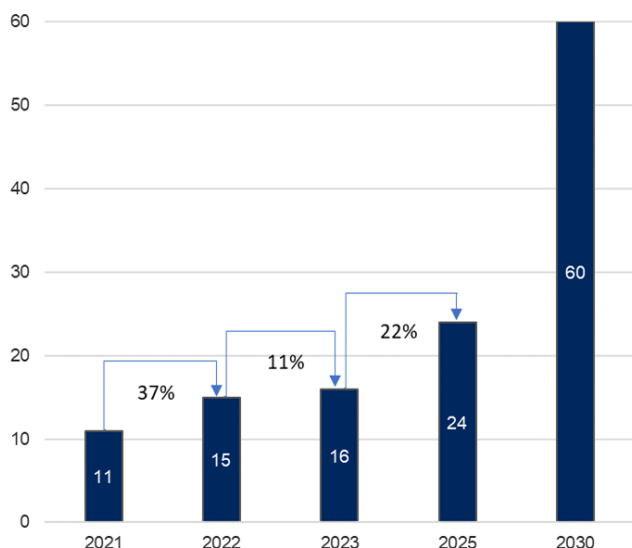
Sự tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường chuyển phát chặng cuối tại Việt Nam được thúc đẩy bởi tiềm năng to lớn của quy mô thị trường thương mại điện tử Việt Nam. Theo Google, Temasek và Bain & Company, thị trường thương mại điện tử Việt Nam đã đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 23,9% giai đoạn 2021-23 và giá trị thị trường có thể tăng trung bình 22%/năm giai đoạn 2023-25 để đạt ~24 tỷ USD vào năm 2025, nhờ những kỳ vọng mạnh mẽ về tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn tới. Vì vậy, thị trường chuyển phát chặng cuối ngày càng nhận được sự quan tâm và đầu tư như là một trong những chìa khóa thành công trong hoạt động kinh doanh thương mại điện tử.

Tuy nhiên, sự cạnh tranh trên thị trường chuyển phát chặng cuối tại Việt Nam rất khốc liệt khiến giá giao hàng bình quân giảm hàng năm. Theo dữ liệu từ Bộ Thông tin và Truyền thông, doanh thu năm 2023 của lĩnh vực chuyển phát tăng trưởng khiêm tốn lên 58.900 tỷ đồng (+9,3% svck), trong đó khối lượng bưu kiện tăng trưởng mạnh đạt 2.465 triệu bưu kiện (+32,3% svck), tương ứng giá giao hàng bình quân giảm 17,4% svck xuống còn khoảng 23.900 đồng/bưu kiện.

Mặc dù phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt về giá giữa các công ty chuyển phát nhanh, chúng tôi kỳ vọng VTP sẽ là người chiến thắng và duy trì được thị phần ở phân khúc giao hàng chặng cuối nhờ chiến lược tập trung vào vận chuyển liên tỉnh. Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược phù hợp, mang lại nhiều lợi ích cho VTP nhờ 1) Giá cước vận chuyển liên tỉnh cao hơn và 2) Tận dụng được mạng lưới bưu cục rộng khắp toàn quốc (VTP có 8.500 điểm thu gom, lớn hơn rất nhiều các công ty khởi nghiệp như GHN Express và Giaohangtietkiem, mỗi công ty có khoảng hơn 1000 điểm thu gom).

Đặc biệt, chúng tôi đánh giá lợi thế mạng lưới sẽ giúp VTP hưởng lợi mạnh mẽ từ các xu hướng mới trong ngành. Quá trình đô thị hóa và dòng vốn FDI tại nhiều địa phương đang thúc đẩy mạnh mẽ mức thu nhập của người dân và xu hướng tiếp cận các hình thức mua sắm hiện đại trong đó có thương mại điện tử tại các tỉnh, thành, từ đó mang lại động lực lớn cho giao hàng liên tỉnh - thị trường trọng điểm và thế mạnh của VTP.

Hình 5: Giá trị thị trường thương mại điện tử 2021-30 (tỷ USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Google, Temasek and Bain & Company

Hình 6: VTP cung cấp mức giá cước cạnh tranh trên thị trường chuyển phát liên tỉnh

Cước liên tỉnh (VND)	GHN	EMS	GHTK	VNPost	J&T	VTP
<500g	29.000	35.000	31.000	30.000	32.000	32.000
Mỗi 500g tiếp theo	5.000	10.000	5.000	10.000	5.000	4.500

Cước nội tỉnh (VND)	GHN	EMS	GHTK	VNPost	J&T	VTP
<500g	21.000	16.000	22.000	23.000	23.000	22.000
<1000g	23.500	18.000	22.000	23.000	23.000	22.000
<1500g	26.000	20.000	22.000	23.000	23.000	22.000
<2000g	28.500	22.000	22.000	23.000	23.000	22.000
Mỗi 500g tiếp theo	2.500	2.500	2.500	2.500	5.000	2.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Đầu tư mạnh xây dựng trung tâm logistics và mở rộng thị trường quốc tế: Động lực tăng trưởng mới

Trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt trên thị trường bưu chính chuyển phát chặng cuối, ban lãnh đạo VTP chủ trương không cạnh tranh về giá dịch vụ. Thay vào đó, công ty tập trung mở rộng phạm vi kinh doanh, không chỉ cung cấp các dịch vụ giao hàng chặng cuối, công ty hướng tới tích hợp các giải pháp logistics cho khách hàng, với mục tiêu trở thành doanh nghiệp logistics hàng đầu tại Việt Nam. Để hiện thực hóa kế hoạch này, VTP hiện đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng logistics.

Ngày 17/01/2024, VTP khánh thành tổ hợp công nghệ chia chọn thông minh tại khu công nghiệp Quang Minh (Hà Nội) có vốn đầu tư khoảng 300 tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo, tổ hợp công nghệ chia chọn thông minh có công suất lên tới 1,4 triệu bưu kiện/ngày, tăng 40% so với trước đây, giúp nâng khả năng chịu tải của toàn hệ thống VTP lên tới 4 triệu bưu kiện/ngày, tương đương đáp ứng 50% dung lượng thương mại điện tử tại Việt Nam.

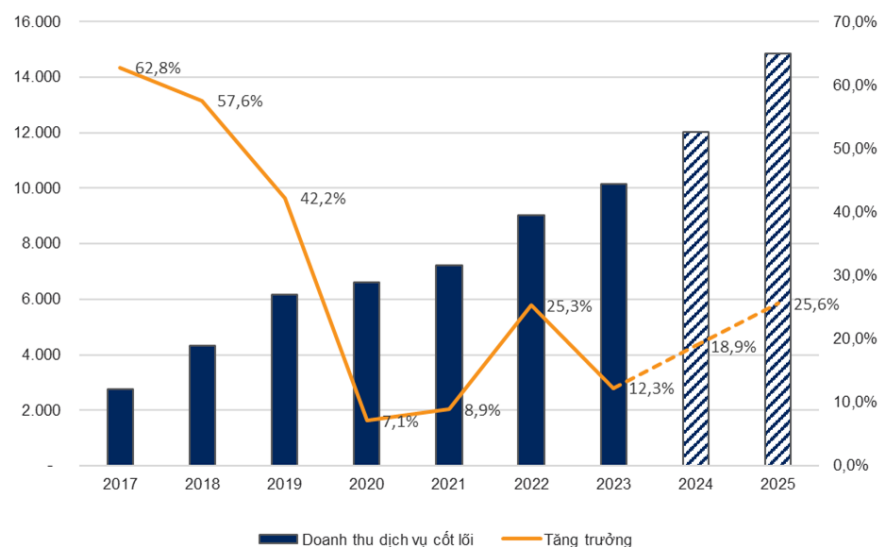
Trong giai đoạn 2024-25, VTP sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư hạ tầng kho bãi, thành lập thêm các trung tâm logistics thông minh (một trong những khoản đầu tư lớn là xây dựng khu logistics Đà Nẵng với mức đầu tư khoảng 1.000 tỷ đồng và mở rộng các trung tâm phân loại hiện có, từ đó giúp VTP cung cấp dịch vụ logistic trọn gói và giành thêm thị phần từ các đối thủ khác.

Ngoài ra, VTP cũng đặt mục tiêu xây dựng cơ sở hạ tầng logistics xuyên biên giới dựa trên:

- ✓ **Đẩy mạnh kinh doanh vận tải đường sắt khi năm 2024 đưa vào khai thác 12 đoàn tàu nội địa Bắc-Nam phục vụ kết nối và kinh doanh vận tải, cùng với 12 đoàn tàu liên vận Việt-Trung cung cấp dịch vụ vận tải và dịch vụ hải quan nhằm 1) kết nối thị trường hàng hóa lưu thông trong nước và 2) kết nối thị trường Trung Quốc hơn 1 tỷ dân với thị trường ASEAN khoảng 700 triệu dân**
- ✓ **Kế hoạch mở rộng đầu tư ra nước ngoài từ 300-400 tỷ đồng tại Myanmar, Campuchia, Lào, mở văn phòng đại diện tại Trung Quốc và Thái Lan, tạo hành lang thương mại xuyên biên giới giữa các nước Đông Nam Á, Trung Quốc và Việt Nam, VTP đặt mục tiêu trở thành doanh nghiệp đầu tiên cung cấp giải pháp toàn trình cho logistics xuyên biên giới**
- ✓ **Nghiên cứu phương án xây dựng kho ngoại quan nội địa, nghĩa là hàng hóa do VTP vận chuyển sẽ được thông quan ngay tại kho trong nước, đi thẳng ra nước ngoài, không cần làm thủ tục hải quan. Điều này mang lại sự thuận tiện cho việc lưu thông hàng hóa, giúp dịch vụ vận chuyển xuyên biên giới của VTP cạnh tranh mạnh mẽ được với các hãng vận chuyển quốc tế.**

Năm 2023, tuy mới bắt đầu nhưng mảng logistics của VTP đã có những khách hàng lớn như Guardian, Unilever..., doanh thu đạt gần 1.300 tỷ đồng (+80% svck), chiếm 13% doanh thu dịch vụ cốt lõi. Chúng tôi kỳ vọng phân khúc này sẽ tăng trưởng mạnh trong những năm tới nhờ tăng cường đầu tư vào cơ sở hạ tầng logistics. Kết hợp với kỳ vọng trên rằng VTP có thể duy trì thị phần trên thị trường chuyển phát chặng cuối, chúng tôi kỳ vọng doanh thu dịch vụ của VTP sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 23% trong giai đoạn 2024-25.

Hình 7: Dự báo doanh thu dịch vụ của VTP có tốc độ tăng trưởng CAGR 23% giai đoạn 2024-25 (tỷ VND)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Các biện pháp tối ưu hóa chi phí hỗ trợ gánh nặng chi phí khấu hao

Trong năm 2023, VTP tiếp tục duy trì khả năng sinh lời tốt với tỷ suất lợi nhuận gộp cốt lõi là 8,38% (cao hơn tỷ suất lợi nhuận gộp cốt lõi của năm 2022 là 6,44%) chủ yếu nhờ VTP đưa công nghệ mới vào phân loại bưu kiện và tập trung tối ưu hóa chi phí (chi phí nhân công/doanh thu giảm 0,8 điểm % svck

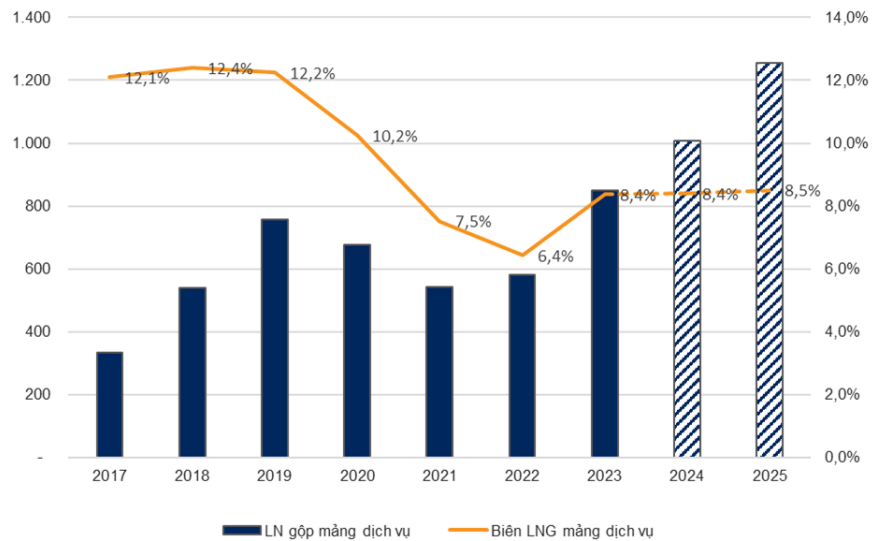
xuống 36,2%; chi phí dịch vụ thuê ngoài/doanh thu giảm 1,72 điểm % svck xuống 50,12%).

Chúng tôi kỳ vọng chi phí nhân công và chi phí dịch vụ thuê ngoài trên mỗi đồng doanh thu sẽ tiếp tục giảm giai đoạn 2024-25, bù đắp cho việc chi phí khấu hao tăng bởi kế hoạch đầu tư mạnh mẽ của VTP trong giai đoạn này dựa trên:

- ✓ **Nâng cao hiệu quả hoạt động của mạng lưới bưu cục rộng khắp toàn quốc.** Xét về yếu tố, chi phí dịch vụ thuê ngoài (trong đó có bao gồm chi phí thuê cửa hàng) là khoản lớn nhất, trong giai đoạn 2021-2023, chi phí dịch vụ thuê ngoài chiếm khoảng 49% - 52% giá vốn hàng bán của VTP. Do đó, VTP đang trong quá trình tối ưu hóa mạng lưới của mình để tăng doanh thu. Bên cạnh việc cung cấp các dịch vụ giao hàng chặng cuối truyền thống, VTP còn cung cấp thêm các dịch vụ bổ sung (như xử lý và hoàn tất đơn hàng, kho mini...) giúp tăng doanh thu trên mỗi bưu cục, dẫn đến giảm tỷ lệ chi phí dịch vụ thuê ngoài trên mỗi đồng doanh thu.
- ✓ **Tiếp tục ứng dụng công nghệ vào vận hành để tiết kiệm chi phí nhân công.** Theo ban lãnh đạo, sau khi tổ hợp công nghệ chia chọn thông minh tại KCN Quang Minh đi vào hoạt động với vai trò là trung tâm xử lý đơn hàng được trang bị mức độ tự động hóa cao nhất Việt Nam (sử dụng robot phân loại hàng hóa tự hành (robot AGV), hệ thống chia hàng lớn (Wheel Sorter Matrix) và hệ thống chia chọn dạng băng tải (Cross-belt Sorter). Với công nghệ hiện đại như vậy, VTP có thể rút ngắn toàn bộ thời gian chuyển phát toàn trình 8-10 giờ xuống trung bình 36-38 giờ cho mỗi đơn hàng, giúp tối ưu 60% chi phí nhân sự. Trong tương lai, công ty sẽ tiếp tục mở rộng và tự động hóa các trung tâm phân loại của mình, từ đó tối ưu hóa luồng hàng hóa và giảm chi phí lao động.
- ✓ **VTP nhận được sự hỗ trợ từ Tập đoàn mẹ.** VTP là công ty con của Tập đoàn Viettel (chưa niêm yết, không khuyến nghị), một trong những tập đoàn viễn thông lớn nhất Việt Nam, đồng thời cũng là một trong những tập đoàn hàng đầu về phát triển và ứng dụng chuyển đổi số như trí tuệ nhân tạo (AI), internet vạn vật. (IoT),... VTP có thể tận dụng công nghệ và bí quyết của Tập đoàn Viettel để giảm chi phí R&D cũng như thuê kho bãi và cơ sở vật chất để cung cấp dịch vụ. Chúng tôi tin rằng điều này mang đến lợi thế cạnh tranh lâu dài trong việc thu hút khách hàng lớn và tối ưu hóa chi phí vận hành.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ cốt lõi sẽ duy trì ở mức trung bình 8,4% cho năm 2024 và 8,5% cho năm 2025. Ban lãnh đạo cũng đặt mục tiêu kiểm soát tỷ suất lợi nhuận mảng dịch vụ cốt lõi tối thiểu trong các năm tới không thấp hơn năm 2023.

Hình 8: Kỳ vọng biên LNG mảng dịch vụ của VTP sẽ duy trì trong giai đoạn 2024-25 (tỷ VND)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

... Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của VTP đạt mức tăng trưởng khiêm tốn giai đoạn 2024-25

Năm 2023, lợi nhuận tài chính ròng của VTP đạt 71 tỷ đồng (~15% LNTT). Tuy nhiên, dựa trên kế hoạch đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng logistics, ban lãnh đạo dự định vay 30-40% tổng vốn đầu tư cho các dự án. Do đó, chúng tôi dự báo thu nhập tài chính ròng giảm 68% svck trong năm 2024 và chuyển sang âm trong năm 2025 do mức cơ sở tiền mặt thấp hơn và dư nợ vay cao hơn.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo LN ròng của VTP sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 12% trong giai đoạn 2024-25 nhờ (1) doanh thu mảng dịch vụ cốt lõi đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 23% trong giai đoạn 2024-25, (2) Biên LNG cốt lõi duy trì ở mức 8,4%/8,5% trong năm tài chính 2024-25 và (3) thu nhập tài chính ròng giảm trong giai đoạn 2024-25 do dư nợ vay cao hơn tương ứng với kế hoạch đầu tư CAPEX mạnh mẽ trong giai đoạn 2024-25

Định giá: Khuyến nghị Trung lập với mức giá mục tiêu 95,100 đồng/cổ phiếu

Giá mục tiêu của chúng tôi là 95.100 đồng, dựa trên phương pháp định giá DCF với giả định WACC là 9,94%. Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 2,24% (lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam tính đến ngày 31/12/2023) và phần bù rủi ro vốn cổ phần là 9,0% (dựa trên cập nhật của Damodaran về [phần bù rủi ro thị trường](#) vào ngày 24/01/2024). Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E 2024 là 27,5 lần, cao hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành, phản ánh việc VTP sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh.

Hình 9: Dòng tiền FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	612	747	881	996	1.162	1.323	1.488
Trừ: Thuế	105	124	140	156	183	213	255
EBIAT	507	623	741	840	979	1.110	1.233
Cộng: khấu hao	224	369	527	666	788	770	714
Trừ: CAPEX	-907	-1.037	-1.067	-762	-905	-550	-615
Trừ: thay đổi vốn lưu động	-93	-118	-91	-115	-17	-30	-7
Dòng tiền tự do (FCFF)	-270	-163	110	630	844	1.300	1.326
Giá trị hiện tại của FCFF	-251	-138	85	440	537	752	697
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF	2.122						

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Các giả định đầu vào

Giả định đầu vào mô hình DCF	
Chi phí VCSH	12,14%
Chi phí nợ	6,00%
Giá trị mục tiêu D/E	0,50
Thuế TNDN	20,00%
WACC	9,94%
Tăng trưởng dài hạn	1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Mô hình định giá DCF

Đơn vị	tỷ đồng
FCFF năm cuối	1.326
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Giá trị tới hạn	16.305
Giá trị chiết khấu	0,53
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	8.578,9
Giá trị doanh nghiệp	10.701,1
Trừ: tổng nợ	(1.711,5)
Cộng: tiền và tương đương tiền	2.593,3
Giá trị của VCSH	11.582,9
Số lượng cổ phiếu lưu hành	121.783.042
Giá trị cổ phiếu (VND)	95.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Bảng phân tích độ nhạy định giá DCF

Tăng trưởng năm cuối của mô hình	Chi phí nợ							
	95.100	4,5%	5,0%	5,500%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
0,0%		90.200	89.400	88.700	88.000	87.300	86.700	86.000
0,5%		93.800	93.000	92.200	91.400	90.600	89.900	89.100
1,0%		97.800	96.900	96.000	95.100	94.300	93.400	92.600
1,5%		102.400	101.300	100.300	99.300	98.300	97.400	96.500
2,0%		107.500	106.300	105.100	104.000	102.900	101.800	100.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: So sánh cùng ngành (dữ liệu ngày 21/03/2024)

Công ty	Mã	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu 12T	%svck	LN ròng 12T	%svck	Nợ/VCSH	ROE	P/E	P/E điều chỉnh	P/B
			triệu USD	triệu USD	%	triệu USD	%	%	%	x	x	x
Triple i Logistics PCL	III TB	TH	199	51	(36,7)	25,0	8,9	NA	26,9	8,4	8,4	2,3
United Parcel Service Inc	UPS US	US	132.060	90.958	(9,3)	6.708,0	(41,9)	154,4	36,2	18,3	13,4	7,6
CJ Logistics Corp	000120 KS	KR	2.070	9.011	(3,0)	186,0	26,5	NA	NA	11,6	10,3	0,8
Kerry Logistics Network Ltd	636 HK	HK	2.006	8.158	(29,2)	58,0	(77,4)	51,8	8,5	12,0	10,6	0,8
YTO Express Group Co Ltd	600233 CH	CN	7.321	7.863	3,8	545,4	(2,9)	15,3	14,2	12,3	14,3	1,9
STO Express Co Ltd	002468 CH	CN	1.871	5.518	20,1	41,2	NA	95,1	3,6	24,4	28,4	0,4
Deutsche Post AG	DPW GZ	DE	27.050	88.424	(13,4)	4.255,8	-	98,7	16,1	11,8	12,9	1,1
Singapore Post Ltd	SPOST SP	SG	707	1.872	(8,1)	40,4	31,9	49,6	3,0	40,1	57,3	0,8
SF Holding Co Ltd	002352 CH	CN	26.472	36.478	(4,9)	1.061,1	(21,0)	68,0	9,1	40,1	46,8	2,1
Blue Dart Express Ltd	BDE IN	IN	1.625	644	17,3	46,1	-	95,0	36,1	37,7	34,4	11,5
P&T Express Service JSC	EMS VN	VN	18	72	(19,6)	3,0	51,7	-	21,2	6,9	6,9	1,5
Trung vị			2.006	7.863	(8,1)	58,0	-	68,0	15,1	12,3	13,4	1,5
Trung bình			18.309	22.641	(7,5)	1.179,1	(2,4)	69,8	17,5	20,3	22,1	2,8
Tổng C TCP Bưu chính Viettel VTP VN		VN	414	822	(9,4)	16,0	46,0	108,2	25,6	28,8	28,8	6,9

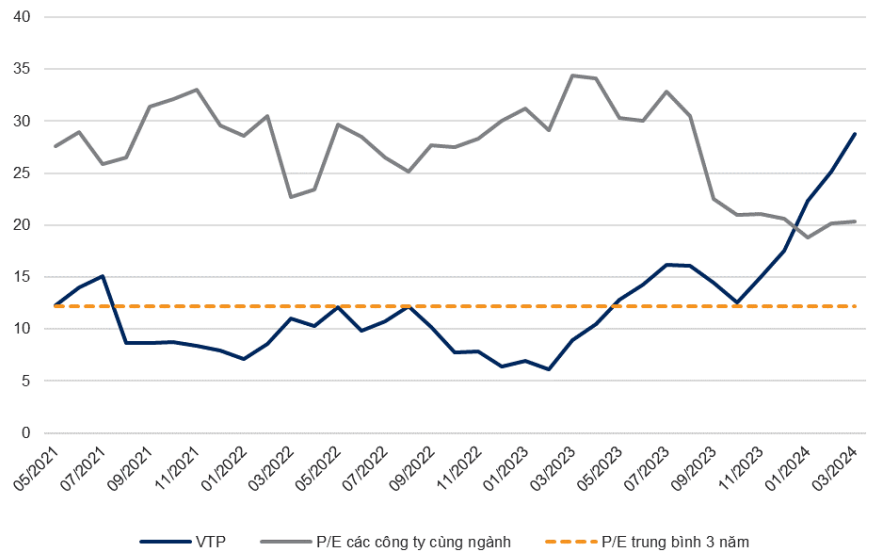
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Lưu ý: Tỷ lệ P/E điều chỉnh = P/E chia cho bình quân thị trường liên quan nhân với P/E của VN-Index.

Giá VTP đã tăng 120% kể từ tháng 11/2023 nhờ tâm lý tích cực của nhà đầu tư về việc VTP được giao dịch chính thức trên HOSE (12/03/2024) và kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2023; VTP đang giao dịch ở mức P/E hiện tại là 28,8 lần, cao hơn mức P/E trung bình 3 năm (12,1 lần) và P/E trung bình của các công ty cùng ngành (20 lần). Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá này

đã phản ánh đầy đủ triển vọng ngắn hạn của công ty dựa trên dự báo mức tăng trưởng thu nhập khiêm tốn trong giai đoạn 2024-25.

Hình 14: P/E của VTP so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

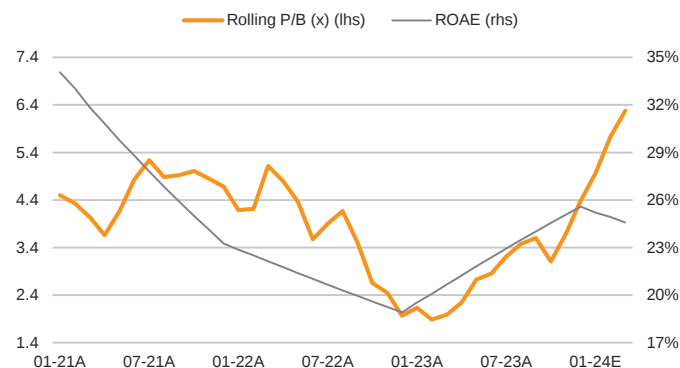
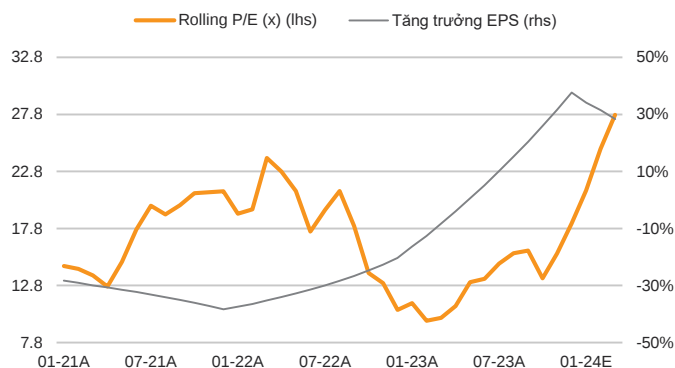
Tiềm năng tăng giá:

- Tốc độ tăng trưởng của thị trường chuyển phát chặng cuối/logistics cao hơn kỳ vọng

Rủi ro giảm giá:

- Chi phí nhiên liệu cao hơn dự kiến
- Quá trình chuyển đổi mô hình kinh doanh trong những năm tới chậm hơn dự kiến
- Thị phần tăng yếu hơn dự kiến do: 1) doanh nghiệp nước ngoài có thể chấp nhận lỗ lũy kế lớn để giảm giá dịch vụ, 2) các nền tảng thương mại điện tử cũng đang phát triển hệ thống logistics riêng và cạnh tranh trực tiếp với các công ty chuyển phát.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	19.590	13.064	16.151
Giá vốn hàng bán	(18.714)	(12.049)	(14.861)
Chi phí quản lý DN	(415)	(471)	(589)
Chi phí bán hàng	(52)	(61)	(77)
LN hoạt động thuần	410	483	624
EBITDA thuần	493	707	993
Chi phí khấu hao	(83)	(224)	(369)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	410	483	624
Thu nhập lãi	137	131	126
Chi phí tài chính	(66)	(103)	(147)
Thu nhập ròng khác	(2)	(1)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	479	511	601
Thuế	(98)	(105)	(124)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	380	406	478
Thu nhập trên vốn	380	406	478
Cổ tức phổ thông	(183)	(183)	(183)
LN giữ lại	197	223	295

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	885	1.053	1.323
Đầu tư ngắn hạn	1.708	1.718	1.566
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.567	3.245	4.080
Hàng tồn kho	399	518	651
Các tài sản ngắn hạn khác	250	353	512
Tổng tài sản ngắn hạn	5.809	6.886	8.132
Tài sản cố định	469	1.167	1.860
Tổng đầu tư	74	74	74
Tài sản dài hạn khác	425	505	635
Tổng tài sản	6.777	8.633	10.700
Vay & nợ ngắn hạn	1.711	1.865	2.340
Phải trả người bán	651	775	974
Nợ ngắn hạn khác	2.821	3.502	4.313
Tổng nợ ngắn hạn	5.183	6.143	7.627
Vay & nợ dài hạn	0	363	705
Các khoản phải trả khác	13	15	19
Vốn điều lệ và	1.218	1.218	1.218
LN giữ lại	342	873	1.110
Vốn chủ sở hữu	1.581	2.112	2.349
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.777	8.633	10.700

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	479	511	601
Khấu hao	83	224	369
Thuế đã nộp	(98)	(105)	(124)
Các khoản điều chỉnh khác	(173)	(186)	(184)
Thay đổi VLĐ	65	(93)	(118)
LC tiền thuần HĐKD	355	350	544
Đầu tư TSCĐ	(472)	(907)	(1.037)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	285	121	278
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(270)	(93)	(149)
LC tiền từ HĐĐT	(458)	(879)	(909)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	415	517	817
Dòng tiền từ HĐTC khác	(170)	(183)	(183)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(170)	(183)	(183)
LC tiền thuần HĐTC	245	334	634
Tiền & tương đương tiền đầu kì	460	885	1.053
LC tiền thuần trong năm	142	(194)	269
Tiền & tương đương tiền cuối kì	602	691	1.323

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	1,9%	3,1%	3,0%
Vòng quay TS	3,13	1,70	1,67
ROAA	6,1%	5,3%	4,9%
Đòn bẩy tài chính	4,21	4,17	4,33
ROAE	25,6%	22,0%	21,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	26,4	45,8	46,6
Số ngày nắm giữ HTK	7,8	15,7	16,0
Số ngày phải trả tiền bán	12,7	23,6	23,9
Vòng quay TSCĐ	52,47	15,97	10,67
ROIC	11,5%	9,3%	8,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,1	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,0	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,4
Vòng quay tiền	21,5	38,0	38,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(9,4%)	(33,3%)	23,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	52,0%	17,9%	29,2%
Tăng trưởng LN ròng	48,1%	6,7%	17,7%
Tăng trưởng EPS	37,7%	6,7%	17,7%

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Quyên – Chuyên viên Phân tích

Email: quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>