

TỔNG CTCP BƯU CHÍNH VIETTEL (VTP) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND63.000	VND93.300	2,28%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 30/08/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

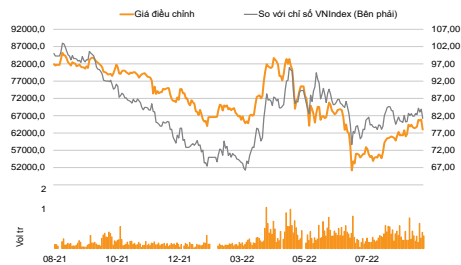
Consensus*: Mua:5 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 12,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm EPS dự phóng 2022 17,5%
- Tăng EPS dự phóng 2023 6,7%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	85.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	20.545
Thị giá vốn (tỷ VND)	6.771
Free float (%)	28
P/E trượt (x)	22,0
P/B hiện tại (x)	4,92

Cơ cấu sở hữu

Viettel Group	68,1%
Khác	31,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Trở lại quỹ đạo tăng trưởng

- Trong Q2/22, lợi nhuận (LN) ròng của VTP giảm 9,1% svck do giá nhiên liệu tăng cao. LN ròng 6T22 giảm 6,9% svck, đạt 34,6% dự phóng 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2022-23 tăng 66,5%/40,1% svck nhờ (1) tăng trưởng sản lượng chuyển phát, (2) biểu phí mới, (3) giá nhiên liệu giảm.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 93.300 đ/cp.

KQKD Q2/22: biên lợi nhuận thu hẹp do áp lực chi phí đầu vào

Trong Q2/22, doanh thu VTP tăng 5,2% svck chủ yếu nhờ tăng trưởng 31,3% svck ở mảng chuyển phát. Tăng trưởng mảng này đến từ (1) sản lượng chuyển phát Q2/22 ước tăng 18% svck, và (2) giá trung bình (ASP) Q2/22 tăng 11,2% svck do VTP áp dụng biểu phí mới kể từ tháng 2/2022 với mức tăng tương đối do chi phí nhiên liệu và nguyên liệu tăng cao. Tuy nhiên, biên LN gộp chuyển phát thu hẹp 2,15 điểm % svck do chi phí đầu vào tăng cao, khiến LN gộp Q2/22 chỉ tăng 6,6% svck. Do chi phí bán hàng & QLDN tăng 31,3% svck, LN ròng Q2/22 của VTP giảm 9,1% svck xuống 97 tỷ. LN ròng 6T22 giảm 6,9% svck, thấp hơn so với kỳ vọng và hoàn thành 34,6% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng vào sự trở lại mạnh mẽ trong nửa sau 2022

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu chuyển phát nửa sau 2022 tăng 37,9% svck theo đà tăng trưởng từ nửa đầu năm cùng mức nền thấp của nửa sau 2021. Đối với biên LN gộp, VTP sẽ không phải chịu chi phí phòng dịch Covid-19, yếu tố khiến biên LN gộp nửa sau 2021 chạm đáy đạt 5,1%. Hơn nữa, giá dầu diesel đã đạt đỉnh và bắt đầu giảm kể từ tháng 7/2022 và điều này có lợi cho biên LN gộp của VTP trong nửa sau 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp chuyển phát của VTP trong nửa sau 2022 sẽ tăng lên 9,9%, giúp LN gộp tăng 170,6% svck và LN ròng tăng 259,1% svck. Kết quả là, mặc dù LN ròng nửa đầu năm giảm 6,9% svck, kết quả vượt trội trong nửa sau sẽ giúp LN ròng 2022 tăng 66,5% svck.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận duy trì cao trong năm 2023

Với kỳ vọng (1) giá trung bình dịch vụ chuyển phát tăng 13,6% svck trong năm 2022 và duy trì ổn định trong năm 2023 do VTP đã áp dụng biểu phí mới, và (2) giá dầu diesel có thể giảm 20% svck trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp chuyển phát có thể tăng lên 9,9% từ mức 8,9% trong năm 2022. Do đóng góp cao hơn từ doanh thu chuyển phát (45,8% trong năm 2023 so với 41,8% trong năm 2022) với biên LN gộp cao hơn, biên LN gộp của VTP có thể tăng lên 4,8% trong 2023 từ mức 4% trong 2022. Kết hợp với ước tính tăng trưởng doanh thu 9,5% svck, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VTP tăng 40,1% svck trong 2023.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 93.300 đ/cp

Rủi ro giảm giá là ASP thấp hơn do cạnh tranh khốc liệt. Tiềm năng tăng giá là sản lượng và giá chuyển phát cao hơn dự kiến cùng việc niêm yết trên HSX.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	17.234	21.452	23.500	25.739
Tăng trưởng DT thuần	120,6%	24,5%	9,5%	9,5%
Biên lợi nhuận gộp	4,1%	2,8%	4,0%	4,8%
Biên EBITDA	3,5%	2,4%	3,2%	4,1%
LN ròng (tỷ)	383	296	493	690
Tăng trưởng LN ròng	0,8%	(22,8%)	66,5%	40,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(3,9%)	(23,0%)	66,8%	40,7%
EPS cơ bản	4.615	2.857	4.757	6.665
EPS điều chỉnh	3.955	2.449	4.077	5.711
BVPS	14.553	12.800	15.659	20.150
ROAE	35,2%	23,4%	33,4%	37,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TRỞ LẠI QUỸ ĐẠO TĂNG TRƯỞNG

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 93.300 đ/cp

Giá cổ phiếu VTP đã giảm 23,5% kể từ tháng 4/2022 do chi phí nhiên liệu tăng đã khiến biên LN gộp của VTP bị ảnh hưởng tiêu cực, tuy nhiên chúng tôi cho rằng yếu tố này đã được phản ánh vào giá và hoạt động của VTP sẽ được cải thiện trong các quý tới do (1) sản lượng chuyển phát của VTP có thể tăng trung bình 20%/năm trong 2022-23 nhờ sự sôi động của thị trường e-commerce, (2) giá trung bình dịch vụ chuyển phát có thể tăng 13,6% svck trong năm 2022 và duy trì ổn định trong năm 2023 do VTP đã áp dụng biểu phí mới kể từ tháng 2/2022, (3) giá dầu diesel bắt đầu giảm kể từ nửa sau 2022 và có thể giảm 20% svck trong 2023, yếu tố sẽ giúp biên LN gộp chuyển phát bắt đầu phục hồi từ nửa sau 2022.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu VTP với giá mục tiêu theo phương pháp DCF 93.300 đ/cp (giảm 2,1% so với báo cáo trước) trên cơ sở (1) chúng tôi chuyển mô hình DCF sang năm 2022, (2) chúng tôi giảm dự phóng EPS 2022 17,5% nhưng tăng dự phóng EPS 2023 thêm 6,7% dựa trên những tác động trái chiều từ việc tăng phí dịch vụ và chi phí nhiên liệu tăng. Bên cạnh đó, kế hoạch niêm yết trên HSX cũng là yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn của VTP, theo đó VTP đang thực hiện những thủ tục cần thiết để có thể niêm yết trên HSX trong thời gian còn lại của 2022.

Rủi ro đầu tư:

Rủi ro giảm giá gồm:

- Giá bán trung bình thấp hơn dự kiến do cạnh tranh khốc liệt

Tiềm năng tăng giá:

- Sản lượng và giá dịch vụ cao hơn dự kiến
- Tiến triển mới trong việc niêm yết trên HSX.

Hình 1: Các giả định DCF

Giả định	Giá trị
Beta	0,70
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí VCSH	10,7%
Chi phí lãi vay	4,2%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	9,2%
Tăng trưởng bền vững	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá cổ phiếu (Đơn vị: tỷ đồng)

Định giá DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của FCFF	4.880
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	5.885
Tổng giá trị doanh nghiệp	10.765
Trừ: tổng nợ vay	(1.566)
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	-
Cộng: tiền và tương đương tiền	459
Giá trị VCSH	9.659
Số lượng cổ phiếu lưu hành	103.558.492
Giá trị cổ phiếu (VND)	93.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Dòng tiền DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	685	943	1.075	1.220	1.327	1.453	1.579	1.701	1.815
Trừ: thuế	-124	-174	-197	-222	-239	-260	-280	-299	-315
EBIAT	560	769	878	997	1.088	1.192	1.298	1.402	1.500
Công: khấu hao	64	101	118	141	168	186	208	235	267
Trừ: CAPEX	-248	-186	-231	-279	-255	-296	-342	-396	-458
Trừ: thay đổi vốn lưu động	550	-142	-192	-245	-225	-257	-290	-360	-409
Giá trị hiện tại của FCFF	926	496	480	471	544	531	514	474	444

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
		Nội tệ	Nội tệ			2022	2023	CAGR (%)	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Công ty chuyển phát nhanh														
Triple I Logisti	III TB	13,6	N/A	KKN	239	21,6	18,5	46,0	4,3	3,8	23,0	23,0	21,2	18,4
United Parcel-B	UPS US	198,93	N/A	KKN	197.693	15,5	15,3	258,2	8,9	7,1	67,6	53,4	10,8	10,8
Cj Logistics	000120 KS	119.000	N/A	KKN	2.012	13,4	11,1	67,2	0,7	0,7	5,3	6,4	7,0	6,2
Kerry Logistics	636 HK	16,28	N/A	KKN	3.749	8,5	9,6	65,9	1,2	1,1	15,4	12,6	4,6	5,4
Yto Express Gr-A	600233 CH	19,97	N/A	KKN	9.924	20,7	17,0	0,3	2,6	2,3	13,6	14,4	10,1	8,4
Sto Express Co-A	002468 CH	11,43	N/A	KKN	2.530	35,2	23,6	NA	2,1	1,9	4,4	7,8	8,5	6,6
Trung bình						14,7	13,6		3,8	3,2	27,9	23,8	10,9	10,2
Công ty bưu chính														
Royal Mail	RMG LN	267,00	N/A	KKN	2.553	12,4	7,7	92,2	0,5	0,5	3,6	7,3	3,9	3,3
Deutsche Post-Rg	DPW GR	36,87	N/A	KKN	45.169	8,7	9,4	36,4	2,1	2,0	25,1	21,0	5,1	5,3
Bpost Sa	BPOST BB	6,12	N/A	KKN	1.215	6,7	6,5	NA	1,2	1,1	18,6	17,2	3,3	3,1
Singapore Post	SPOST SP	0,58	N/A	KKN	933	21,5	15,7	612,7	0,9	0,9	5,3	5,6	9,1	7,9
Trung bình						12,3	9,8		1,2	1,1	13,2	12,8	5,4	4,9
Trung bình tổng hợp						16,4	13,4		2,5	2,1	18,2	16,9	8,4	7,5
Tổng CTCP Bưu chính Viettel	VTP VN	63.000	93.300	Khả quan	280	13,3	9,5	38,1%	4,1	3,2	33,4	37,2	7,6	5,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

KQKD Q2/22: biên lợi nhuận thu hẹp do áp lực chi phí đầu vào

Hình 5: Tổng quan KQKD Q2/22 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Q2/22		Q2/21		% svck		6T22		6T21		sv dự phóng		Bình luận
	Q2/22	Q2/21	% svck	6T22	6T21	% svck	6T22	6T21	% svck	6T21	sv dự phóng	Bình luận	
Doanh thu thuần	5.461	5.193	5,2%	11.232	10.351	8,5%	52,6%						
Thương mại	3.128	3.416	-8,4%	6.663	6.968	-4,4%	51,9%						
Dịch vụ chuyển phát	2.333	1.776	31,3%	4.569	3.382	35,1%	53,8%						Sản lượng chuyển phát Q2/22 của VTP ước tính tăng 18% svck trong khi giá bán trung bình (ASP) tăng 11,2% svck do VTP đã áp dụng biểu phí mới với mức tăng tương đối cho dịch vụ chuyển phát khi chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao.
Lợi nhuận gộp	208	195	6,6%	391	387	0,9%	41,4%						
Biên LNG	3,80%	3,75%	+0,05 điểm%	3,48%	3,74%	-0,26 điểm%							
Biên LNG thương mại	0,59%	0,37%	+0,22 điểm%	0,57%	0,31%	+0,26 điểm%							Biên LNG hoạt động thương mại Q2/22 tăng 0,22 điểm % do thay đổi chính sách bán hàng của Viettel Telecom.
Biên LNG chuyển phát	8,10%	10,25%	-2,15 điểm%	7,72%	10,81%	-3,09 điểm%							Biên LNG hoạt động chuyển phát Q2/22 giảm 2,15 điểm % do tăng chi phí đầu vào (nhiên liệu và nguyên liệu).
Doanh thu tài chính	25	23	10,5%	49	46	7,7%	32,7%						
Chi phí tài chính	15	12	27,2%	27	24	14,6%	35,7%						
Chi phí bán hàng	16	6	181,2%	30	20	52,8%	107,8%						Chi phí bán hàng Q2/22 tăng 181,2% svck do VTP tăng cường các chương trình khuyến mãi.
Chi phí QLDN	81	68	19,1%	133	122	8,7%	48,6%						
LNTT	121	133	-9,1%	250	269	-7,0%	34,6%						
LN ròng	97	106	-9,1%	200	215	-6,9%	34,6%						Thấp hơn so với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2022-23: biên lợi nhuận phục hồi kết hợp cùng doanh thu tăng trưởng vững chắc

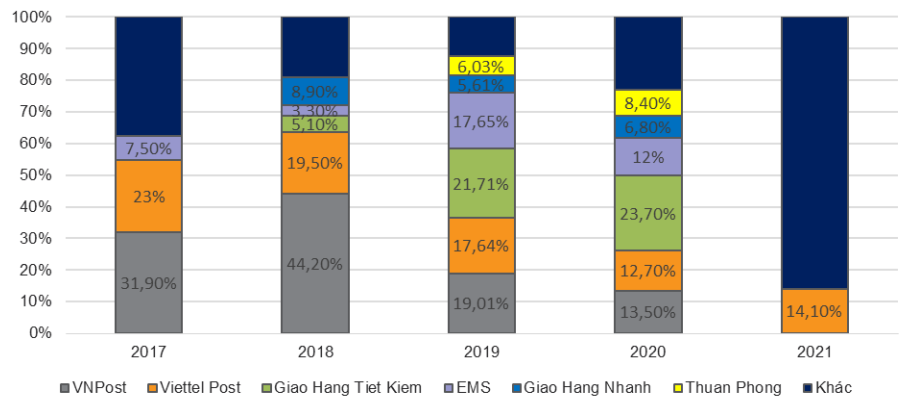
VTP đang dần lấy lại thị phần

Biến động về thị phần của VTP thời gian qua có thể chia thành 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 2017-2020, VTP đã chứng kiến thị phần về sản lượng chuyển phát suy giảm do sự phát triển mạnh của các doanh nghiệp chuyển phát vốn tư nhân như Giao hàng tiết kiệm, Giao hàng nhanh, J&T Express, BEST Express... Các doanh nghiệp này có lợi thế về sức mạnh tài chính, giúp họ mở rộng nhanh chóng hạ tầng chuyển phát cũng như giảm giá dịch vụ để nhanh chóng giành thị phần.

- Tuy nhiên, bước sang 2021, do giãn cách xã hội nghiêm ngặt, nhiều doanh nghiệp chuyển phát phải giảm quy mô hoạt động hay dừng, và trong tình huống khó khăn này, VTP đã tận dụng cơ hội để triển khai những mô hình hoạt động mới, đầu tư vào công nghệ và các trung tâm logistics để cải thiện chất lượng dịch vụ, giúp VTP giành được thị phần lên mức 14,1% trong năm 2021 từ mức 12,7% trong năm 2020. Hơn nữa, bước sang 2022, thị trường tiền tệ toàn cầu bị thắt chặt, gây ra nhiều khó khăn cho các mô hình lấy lợi thế về tài chính để giành thị phần trong thị trường chuyển phát và điều này có lợi cho VTP. Hơn nữa, VTP có kế hoạch đầu tư 8-10 trung tâm chia chọn công nghệ cao để giảm thời gian vận hành và cải thiện chất lượng dịch vụ để tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường. VTP cũng sẽ mở rộng sang thị trường chuyển phát quốc tế bắt đầu bằng việc hợp tác với JD.com trong tháng 5/2022, giúp tăng sản lượng chuyển phát thương mại điện tử giữa Trung Quốc và Việt Nam. Với các yếu tố hỗ trợ từ thị trường và những nỗ lực của VTP, chúng tôi kỳ vọng VTP sẽ duy trì và dần lấy lại thị phần sản lượng chuyển phát trong thời gian tới.

Hình 6: Thị phần sản lượng của thị trường chuyển phát giai đoạn 2017-2021

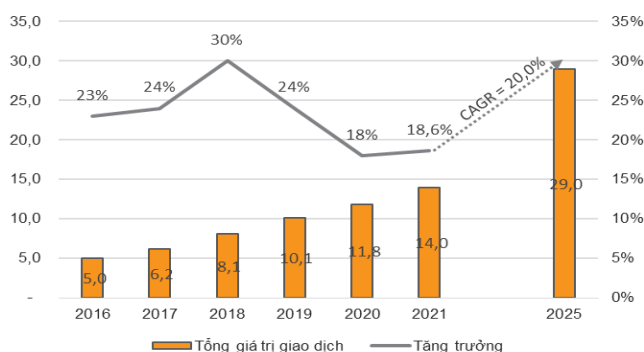


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MOIT, Google & Temasek

Thị trường tăng trưởng 2 chữ số

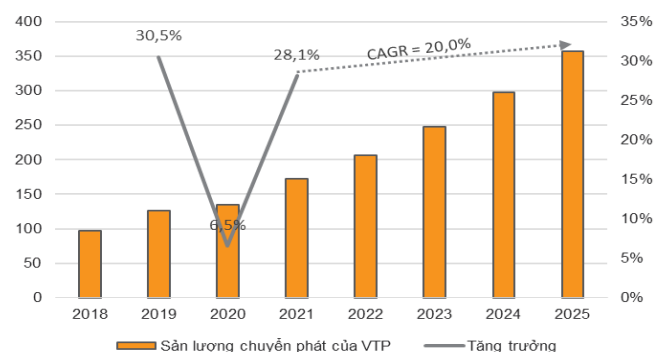
Động lực tăng trưởng của thị trường chuyển phát đến từ sự phát triển sôi động của thương mại điện tử. Theo Bộ Thông tin & Truyền thông (MOIT), giá trị giao dịch thị trường thương mại điện tử đã tăng trưởng kép 22,9% giai đoạn 2016-21 và được dự báo tăng trưởng kép 20,0% giai đoạn 2022-25 nhờ sự phát triển của Thương mại xã hội (Social commerce – nền tảng để hỗ trợ người mua bán trong cộng đồng), yếu tố có thể giúp tăng trải nghiệm mua sắm của khách hàng và tạo xu hướng mới trong lĩnh vực mua sắm trực tuyến trong giai đoạn tới.

Hình 7: Giá trị giao dịch thương mại điện tử 2016-25 (tỷ USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MOIT

Hình 8: Sản lượng vận chuyển VTP có thể tăng trưởng kép 20,0% giai đoạn 2022-25 (triệu)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng của thị trường chuyển phát sẽ có cùng tốc độ với tăng trưởng của thương mại điện tử trong thời gian tới. Kết hợp cùng kỳ vọng VTP có thể duy trì thị phần sản lượng trong thị trường chuyển phát, chúng tôi kỳ vọng sản lượng vận chuyển của VTP tăng trưởng kép 20,0% giai đoạn 2022-25.

Biên lợi nhuận phục hồi nhờ áp lực chi phí giải tỏa cùng giá dịch vụ tăng

Hình 9: Giá dầu Diesel bắt đầu giảm từ tháng 7/2022 (Đơn vị: đồng/lít)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp hoạt động chuyển phát trong nửa đầu 2022 giảm 3,09 điểm % svck xuống 7,72%, chủ yếu do giá nhiên liệu cao, trong đó giá diesel đã tăng 71,4% svck trong giai đoạn này. Tuy nhiên, giá dầu diesel đã đạt đỉnh kể từ tháng 7/2022 và bắt đầu giảm giá nhờ sự bổ sung nguồn cầu từ châu Á và Trung Đông, và điều này sẽ có lợi cho biên LNG của VTP trong nửa sau 2022, đặc biệt khi chi phí nhiên liệu chiếm 40% chi phí hoạt động của VTP. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Diesel có thể tăng trung bình 49,8% svck trong năm 2022 trước khi giảm 20,0% svck trong năm 2023, và điều này sẽ giúp cải thiện biên LN gộp của VTP trong năm 2023.

Hơn nữa, VTP đã áp dụng biểu phí mới với mức tăng tương đối do chi phí đầu vào tăng cao kể từ đầu năm 2022. Chúng tôi cho rằng VTP có thể duy trì chính sách giá này trong giai đoạn tới do:

- Mặc dù giá dầu diesel đã giảm 23% từ đỉnh, mức hiện tại vẫn cao hơn 45,5% so với mức trung bình cả năm 2021. Đây là lý do chính khiến VTP không bị chịu áp lực giảm giá.
- Thị trường tài chính tiền tệ thắt chặt, làm giảm khả năng cạnh tranh về giá của các doanh nghiệp lấy lợi thế về tài chính để mở rộng.

Hình 10: Biểu phí chuyển phát 2021

Trọng lượng (Gram)	Nội tỉnh	Liên tỉnh				
		Đến 100km	Đến 300km	Trên 300km	HN - ĐN HCM - ĐN	HN - HCM
Đến 50	8.000	8.000	8.500	10.000	9.000	9.091
Trên 50 - 100	8.000	11.800	12.500	14.000	13.000	13.300
Trên 100 - 250	10.000	16.500	18.200	23.000	21.500	22.000
Trên 250 - 500	12.500	23.900	25.300	29.900	28.000	28.600
Trên 500 - 1.000	16.000	33.200	34.000	43.700	40.900	41.800
Trên 1.000 - 1.500	19.000	40.000	41.800	56.400	52.800	53.900
Trên 1.500 - 2.000	21.000	48.400	51.700	68.500	64.100	65.500
Mỗi 500gr tiếp theo	1.700	3.500	4.300	8.500	7.100	8.100

Nguồn: Viettelpost

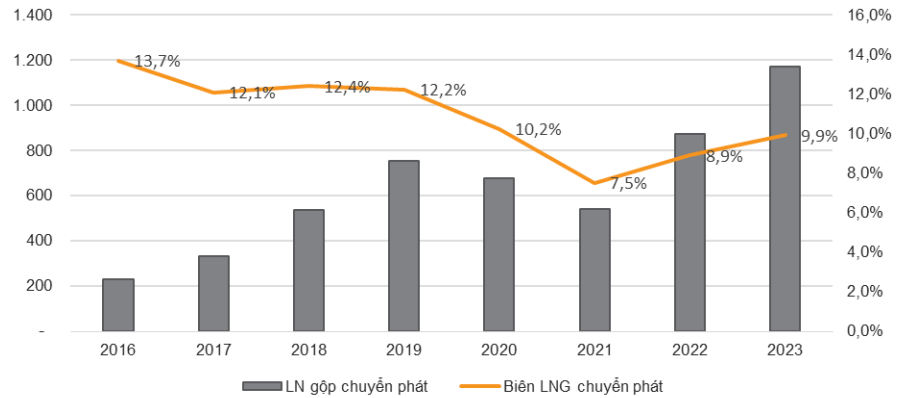
Hình 11: Biểu phí chuyển phát từ 2022

TRỌNG LƯỢNG (Gram)	NỘI TỈNH	NỘI MIỀN	LIÊN MIỀN	Hà Nội <-> Đà Nẵng Hồ Chí Minh <-> Đà Nẵng Hà Nội <-> Hồ Chí Minh
Từ 0 - 50	11,000	11,000	13,000	12,000
Trên 50 - 100	11,000	16,000	18,000	17,000
Trên 100 - 250	13,000	22,000	30,000	28,000
Trên 250 - 500	16,000	31,000	38,000	37,000
Trên 500 - 1,000	21,000	43,000	56,000	53,000
Trên 1,000 - 1,500	25,000	52,000	72,000	68,000
Trên 1,500 - 2,000	27,000	64,000	87,000	83,000
Mỗi 0,5kg tiếp theo đến 30kg	2,000	5,000	12,500	12,000
Chỉ tiêu thời gian	12h - 24h	36h	36h - 48h	36h

Nguồn: Viettelpost

Với việc áp lực chi phí nhiên liệu được giải tỏa và khả năng duy trì mức phí mới, chúng tôi cho rằng biên LN gộp của VTP sẽ bắt đầu phục hồi từ nửa sau 2022, giúp biên LN gộp chuyển phát 2022-23 tăng lên 8,9%/9,9%. Ban lãnh đạo cũng đặt mục tiêu kiểm soát biên LNG mảng chuyển phát tối thiểu ở mức 9,0% trong giai đoạn tới.

Hình 12: Biên LN gộp của VTP sẽ phục hồi kể từ nửa sau 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng LN ròng của VTP tăng 66,5%/40,1% giai đoạn 2022-23 trên cơ sở (1) sản lượng chuyển phát có thể tăng trưởng kép 20,0% giai đoạn 2022-25, (2) giá dịch vụ chuyển phát trung bình có thể tăng 13,6% trong năm 2022 và duy trì ổn định trong năm 2023 do VTP đã áp dụng biểu phí mới kể từ tháng 2/2022, (3) biên LN gộp mảng chuyển phát có thể phục hồi về mức 8,9%/9,9% trong 2022-23, (4) mức nền thấp trong nửa sau 2021 do VTP phải ghi nhận các chi phí phòng bệnh và chi phí vận chuyển tăng do giãn cách xã hội.

Điều chỉnh dự phóng 2022-23

Hình 13: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2022-23

	2021		2022			2023		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	
Doanh thu thuần	21.452	22.003	23.500	6,8%	23.216	25.739	10,9%	
Thương mại	14.244	12.848	13.674	6,4%	13.105	13.948	6,4%	
Chuyển phát	7.208	9.155	9.826	7,3%	10.111	11.791	16,6%	
Lợi nhuận gộp	600	1.002	930	-7,1%	1.093	1.228	12,3%	
Thương mại	58	28	56	100,4%	28	57	100,4%	
Biên LNG	0,41%	0,22%	0,41%	+0.19% pts	0,22%	0,41%	+0.19% pts	
Chuyển phát	542	974	875	-10,2%	1.065	1.171	10,0%	
Biên LNG	7,52%	10,64%	8,90%	-1.7% pts	10,53%	9,93%	-0.6% pts	
Doanh thu tài chính	94	149	127	-14,8%	171	162	-5,5%	
Chi phí tài chính	48	86	68	-20,8%	104	79	-24,2%	
Chi phí bán hàng	39	30	53	77,5%	33	63	92,8%	
Chi phí QLDN	242	296	328	11,1%	326	393	20,4%	
LN Ròng	296	597	493	-17,5%	647	690	6,7%	
EPS (VND)	2.857	5.765	4.757	-17,5%	6.245	6.665	6,7%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

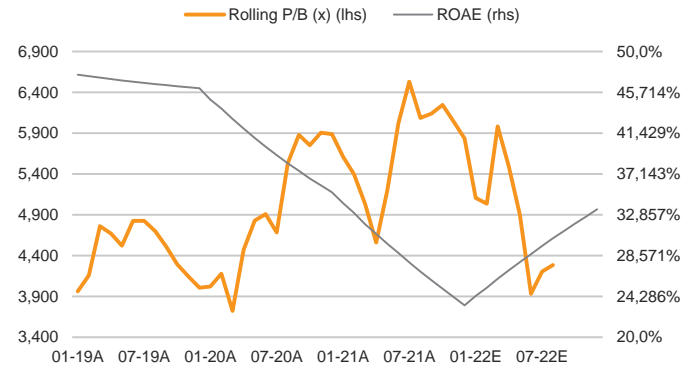
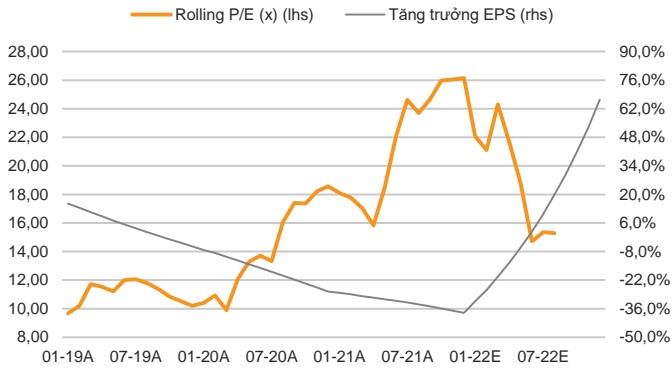
Chúng tôi điều chỉnh dự phóng cho hoạt động kinh doanh của VTP như sau:

- Hoạt động thương mại: chúng tôi tăng doanh thu thương mại 2022-23 thêm 6,4%/6,4% để điều chỉnh phù hợp với kết quả nửa đầu 2022. Chúng tôi cũng tăng biên LN gộp thương mại lên 0,41% trong 2022-23 để phù hợp với chính sách bán hàng của Viettel Telecom.
- Hoạt động chuyển phát: chúng tôi tăng doanh thu chuyển phát 2022-23 thêm 7,3%/16,6% do giá dịch vụ trung bình cao hơn khi VTP áp dụng

biểu phí mới. Chúng tôi giảm biên LNG chuyển phát 2022-23 xuống 1,7 điểm %/0,6 điểm % do chi phí nhiên liệu cao hơn.

- Chúng tôi tăng chi phí bán hàng 2022-23 thêm 77,5%/92,8% do VTP sẽ tăng cường chi phí khuyến mãi để mở rộng hoạt động.
- Tổng hợp lại, chúng tôi giảm EPS dự phóng 2022 xuống 17,5% nhưng tăng EPS dự phóng 2023 thêm 6,7%.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	21.452	23.500	25.739
Giá vốn hàng bán	(20.852)	(22.570)	(24.511)
Chi phí quản lý DN	(242)	(328)	(393)
Chi phí bán hàng	(39)	(53)	(63)
LN hoạt động thuần	319	549	772
EBITDA thuần	407	613	872
Chi phí khấu hao	(89)	(64)	(101)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	319	549	772
Thu nhập lãi	94	127	162
Chi phí tài chính	(48)	(68)	(79)
Thu nhập ròng khác	6	9	10
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	371	617	864
Thuế	(75)	(124)	(174)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	296	493	690
Thu nhập trên vốn	296	493	690
Cổ tức phổ thông	(155)	(155)	(155)
LN giữ lại	141	337	535

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	337	459	551
Đầu tư ngắn hạn	1.902	2.796	3.201
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.189	1.998	2.396
Hàng tồn kho	384	516	612
Các tài sản ngắn hạn khác	143	192	227
Tổng tài sản ngắn hạn	4.955	5.961	6.987
Tài sản cố định	329	516	604
Tổng đầu tư	34	34	34
Tài sản dài hạn khác	116	158	189
Tổng tài sản	5.434	6.669	7.815
Vay & nợ ngắn hạn	1.166	1.566	1.858
Phải trả người bán	441	621	733
Nợ ngắn hạn khác	2.501	2.859	3.136
Tổng nợ ngắn hạn	4.108	5.046	5.727
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	1	1	1
Vốn điều lệ và	1.036	1.036	1.036
LN giữ lại	266	558	1.023
Vốn chủ sở hữu	1.326	1.622	2.087
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5.434	6.669	7.815

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	371	617	864
Khấu hao	89	64	101
Thuế đã nộp	(82)	(124)	(174)
Các khoản điều chỉnh khác	(150)	(168)	(231)
Thay đổi VLB	204	550	(142)
LC tiền thuần HĐKD	431	938	418
Đầu tư TSCĐ	(121)	(248)	(186)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	23	0	0
Các khoản khác	(262)	(767)	(242)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	(45)	(34)
LC tiền từ HĐĐT	(359)	(1.060)	(462)
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	71	400	292
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(123)	(155)	(155)
LC tiền thuần HĐTC	(52)	245	137
Tiền & tương đương tiền đầu kì	317	337	459
LC tiền thuần trong năm	20	122	92
Tiền & tương đương tiền cuối kì	337	459	552

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	1,4%	2,1%	2,7%
Vòng quay TS	4,38	3,88	3,55
ROAA	6,0%	8,1%	9,5%
Đòn bẩy tài chính	3,87	4,11	3,91
ROAE	23,4%	33,4%	37,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	24,1	23,7	26,0
Số ngày nắm giữ HTK	6,7	8,3	9,1
Số ngày phải trả tiền bán	7,7	10,0	10,9
Vòng quay TSCĐ	60,80	55,59	45,93
ROIC	11,9%	15,5%	17,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,2	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,1	1,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,7
Vòng quay tiền	23,1	22,0	24,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	24,5%	9,5%	9,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(25,7%)	72,2%	40,5%
Tăng trưởng LN ròng	(22,8%)	66,5%	40,1%
Tăng trưởng EPS	(38,1%)	66,5%	40,1%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@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>