

TÔNG CTCP BƯU CHÍNH VIETTEL (VTP) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND88.300

Giá mục tiêu

VND106.200

Tỷ suất cổ tức

1,86%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Công nghiệp

Ngày 10/05/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:4 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 11,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ EPS 2021-22 giảm 19,1-20,3%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	116.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	80.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	22.728tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	6.672
Free float (%)	28
P/E trượt (x)	17,5
P/B hiện tại (x)	5,55

Cơ cấu sở hữu

Viettel Group	68.1%
Khác	31.9%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiên Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Thoát khỏi khó khăn

- Quý 1/2021, VTP ghi nhận lợi nhuận ròng tăng 41,3% sv quý trước và 12,0% svck, đạt 109 tỷ đồng sau khi thoát khỏi đáy trong Quý 4/2020.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2021-22 tăng trưởng 15,4-16,2% svck nhờ doanh thu chuyển phát tăng trưởng tốt và biên LNG được cải thiện.
- Duy trì đánh giá Khả quan, tuy nhiên giảm giá mục tiêu 18,8% xuống 106.200 đồng/cp do điều chỉnh EPS 2021-22 xuống 19,1-20,3%.

Tăng trưởng giảm tốc năm 2020 do giảm giá dịch vụ để duy trì thị phần

Trong năm 2020, thị trường chuyển phát Việt Nam ghi nhận sự mở rộng mạnh mẽ của các doanh nghiệp với hàng loạt chính sách để giành thị phần kéo theo sự giảm giá dịch vụ chuyển phát. Trong bối cảnh cạnh tranh mạnh, VTP phải giảm giá dịch vụ chuyển phát khoảng 13,1% svck để duy trì thị phần, dẫn tới mức giảm 2 điểm % biên LNG chuyển phát so với cùng kỳ. Đây là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng LN ròng giảm tốc xuống 0,8% svck trong năm 2020.

VTP sẽ lấy lại đà tăng trưởng sau khi thoát khỏi đáy năm 2020

Dự báo của chúng tôi dựa trên: (1) sản lượng chuyển phát sẽ tăng theo mức chung của ngành 11,8-11,9% trong năm 2021-22 nhờ thị phần vững chắc và vị thế dẫn đầu trong thị trường chuyển phát Việt Nam, (2) giá dịch vụ trung bình sẽ ổn định do mô hình “cash-burn-to-grow” không còn được ưa chuộng và phí chuyển phát của VTP hiện chỉ gồm những dịch vụ cơ bản với mức giá bằng với thị trường chung và khó giảm thêm sau khi VTP đã loại bỏ hầu hết các phụ phí trong chính sách mới và (3) biên LNG chuyển phát của VTP sẽ được cải thiện nhờ các cải tiến công nghệ được vận hành toàn quốc. Kết quả Q1/21 phục hồi bước đầu minh chứng cho tác động tích cực từ những cải tiến công nghệ này, thứ đã giúp biên LNG chuyển phát tăng 4,19 điểm % sv quý trước. Đây là yếu tố chính giúp LN ròng quý 1/21 tăng 41,3% sv quý trước và 12,0% svck.

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng VTP tăng 15,4-16,2% năm 2021-22

Tăng trưởng 2021-22 chủ yếu đến từ (1) doanh thu chuyển phát 2021-22 tăng 11,8-11,9% svck, (2) biên LNG chuyển phát có thể được cải thiện nhẹ lên 10,5%/10,6% năm 2021-22 nhờ công nghệ tiên tiến được triển khai toàn quốc và (3) CPBH& CPQLDN sẽ được tối ưu nhờ tận dụng các điểm bán viễn thông.

Rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá

Rủi ro giảm giá gồm: (1) dịch bệnh kéo dài kéo theo đóng cửa biên giới các quốc gia làm giảm sản lượng chuyển phát quốc tế, và (2) giá dịch vụ trung bình thấp hơn dự kiến do cạnh tranh khốc liệt kéo dài. Tiềm năng tăng giá: (1) sản lượng và giá bán cao hơn dự kiến và (2) thông tin từ chuyển sản và trả cổ tức.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.812	17.234	19.081	21.129
Tăng trưởng DT thuần	58,7%	120,6%	10,7%	10,7%
Biên lợi nhuận gộp	9,9%	4,1%	4,2%	4,3%
Biên EBITDA	7,5%	3,5%	3,6%	3,7%
LN ròng (tỷ)	380	383	442	514
Tăng trưởng LN ròng	36,2%	0,8%	15,4%	16,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	41,8%	(3,9%)	15,5%	16,3%
EPS cơ bản	6.376	4.615	5.325	6.190
EPS điều chỉnh	5.464	3.955	4.564	5.305
BVPS	16.236	14.553	17.705	21.633
ROAE	46,2%	35,2%	33,0%	31,5%

Nguồn: VND RESEARCH

THOÁT KHỎI KHÓ KHĂN

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 106.200 đồng/cp

Giá cổ phiếu VTP giảm 25,8% kể từ tháng 1/2021 - T4/2021 do tăng trưởng LN ròng năm 2020 giảm tốc nhưng chúng tôi cho rằng yếu tố tiêu cực này hầu như đã được phản ánh vào giá cổ phiếu và hoạt động kinh doanh của VTP sẽ cải thiện trong các quý tới do (1) sản lượng chuyển phát của VTP có thể tăng trưởng theo tốc độ tăng trưởng toàn ngành đạt 11,8%-11,9% svck trong năm 2021-2022, (2) giá dịch vụ chuyển phát trung bình sẽ duy trì ổn định và (3) biên LNG dịch vụ chuyển phát của VTP sẽ được nâng cao nhờ việc triển khai cải tiến công nghệ trên toàn quốc giúp giảm chi phí nhân công.

Chúng tôi kỳ vọng VTP sẽ trở lại tăng trưởng với dự phóng LN ròng tăng 15,4%-16,2% svck năm 2021-2022. Bên cạnh đó, kế hoạch niêm yết trên HSX và chia cổ tức cũng là chất xúc tác ngắn hạn cho VTP trong năm 2021. Do đó, chúng tôi đưa ra đánh giá Khả quan cho cổ phiếu VTP với giá mục tiêu dựa trên định giá DCF (WACC: 8,78%) đạt 106.200 đồng/cp (thấp hơn 18,8% giá mục tiêu trước đây của chúng tôi do phản ánh việc điều chỉnh giảm EPS năm 2021-2022 khoảng 19,1%-20,3%)

Hình 1: Giả định trong mô hình định giá

Giả định	Giá trị
Beta	0,60
Phân bù rủi ro thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí VCSH	9,6%
Chi phí vay nợ	6,9%
Thuế suất TNDN	20,0%
WACC	8,8%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá trị cổ phiếu (Đơn vị: tỷ đồng)

Phương pháp DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của FCFF	4.182
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	5.531
Giá trị doanh nghiệp	9.713
Trừ: tổng nợ	1.213
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	-
Cộng: tiền và tương đương tiền	322
Giá trị VCSH	8.822
Số lượng CPLH	83.047.926
Giá trị cổ phiếu (đồng)	106.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Mô hình DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	633	725	808	845	873	895	974	1.057	1.142	1.231
Trừ: thuế	112	130	144	150	154	156	170	185	200	217
EBIAT	521	595	664	695	719	739	804	872	942	1.015
Cộng: chi phí khấu hao	63	64	67	69	71	71	72	73	74	74
Trừ: CAPEX	-70	-78	-77	-77	-74	-76	-77	-77	-76	-74
Trừ: tăng vốn lưu động	116	-101	-102	-100	-106	-104	-101	-95	-105	-97
Giá trị hiện tại của FCFF	580	405	429	419	400	381	387	394	392	396

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cổ phiếu VTP được giao dịch với P/E 2021 vào khoảng 16,6 lần và thấp hơn 13,1% sv trung bình các công ty cùng ngành. Với tiềm năng tăng 22,1% bao gồm cả tỷ suất cổ tức, chúng tôi cho rằng mức độ rủi ro – lợi nhuận của cổ phiếu này khá hấp dẫn để tích lũy.

Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) đại dịch toàn cầu kéo dài hoặc khủng hoảng sẽ dẫn đến việc đóng cửa biên giới ở các quốc gia, điều này sẽ làm giảm sản lượng bưu kiện quốc tế và (2) giá dịch vụ trung bình thấp hơn dự phóng do cạnh tranh khốc liệt kéo dài hơn so với dự kiến.

Tiềm năng tăng giá gồm: (1) sản lượng và giá vận chuyển cao hơn dự kiến, và (2) thông tin mới về kế hoạch niêm yết HSX và kế hoạch chi trả cổ tức.

Hình 4: So sánh với các công ty cùng ngành (Đơn vị: tỷ đồng)

Tên công ty	Mã công ty	Vốn hóa (US\$ m)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		EV/EBITDA	
				2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
Các công ty chuyển phát nhanh và hậu cần bên thứ ba													
Triple I Logisti	III TB	147	1,5	25,3	20,0	3,3	3,0	13,7	15,7	1,8	2,2	32,8	25,5
United Parcel-B	UPS US	197.693	-26,2	19,8	19,0	16,3	10,3	166,2	72,5	2,0	2,1	13,9	13,5
Cj Logistics	000120 KS	3.419	108,9	20,6	19,4	1,1	1,1	5,5	5,4	0,0	0,0	9,4	8,9
Kerry Logistics	636 HK	5.431	14,1	19,9	18,4	1,4	1,3	6,0	6,3	1,8	1,9	10,4	10,1
Yto Express Gr-A	600233 CH	5.749	5,5	19,2	17,3	2,1	1,9	10,7	10,8	1,4	1,7	9,9	8,6
Sto Express Co-A	002468 CH	2.034	-30,3	25,2	23,1	1,3	1,3	4,8	5,2	1,0	1,5	11,9	9,2
Trung bình				21,4	19,2	5,5	3,9	47,9	25,0	1,4	1,6	16,6	14,5
Các công ty bưu chính													
Royal Mail	RMG LN	6.894	-15,4	10,1	10,2	0,8	0,8	8,9	9,7	2,0	3,3	4,9	4,9
Deutsche Post-Rg	DPW GR	73.306	4,9	15,0	14,7	3,9	3,5	26,2	23,7	3,2	3,4	7,3	7,2
Bpost Sa	BPOST BB	2.128	NA	9,0	8,7	2,1	1,8	28,1	24,1	4,5	4,8	4,1	4,0
Singapore Post	SPOST SP	1.273	737,5	27,1	20,5	1,2	1,2	4,7	6,1	2,6	3,4	13,0	11,2
Trung bình				15,3	13,5	2,0	1,8	17,0	15,9	3,1	3,7	7,3	6,8
Trung bình toàn ngành				19,1	17,1	3,4	2,6	27,5	18,0	2,0	2,4	11,8	10,3
Viettel Post Jsc	VTP VN	295	12,5	16,6	14,3	5,0	4,1	33,0	31,5	1,7	1,7	8,5	7,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Tăng trưởng giảm tốc trong năm 2020 do giảm giá dịch vụ duy trì thị phần

Hình 5: Tổng quan KQKD 2020 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2020	2019	% svck	So với dự phóng của chúng tôi	Nhận xét
Doanh thu	17.234	7.812	120,6%	110,6%	
Thương mại	10.617	1.634	550,0%	130,0%	VTP nhận 262.000 điểm bán từ Viettel Telecom kể từ tháng 2/2020.
Dịch vụ chuyển phát	6.617	6.178	7,1%	89,3%	Trong năm 2020, sản lượng chuyển phát của VTP ước tính tăng 23,3% svck, nhưng do cạnh tranh khốc liệt, VTP phải giảm phí dịch vụ trung bình ước tính 13,1% svck để duy trì thị phần.
Lợi nhuận gộp	699	775	-9,9%	74,0%	
Biên LNG	4,05%	9,92%	-5,87 điểm%	-2,00 điểm%	
Biên LNG thương mại	0,22%	1,15%	-0,94 điểm%	-0,30 điểm%	Biên LNG thương mại giảm 0,93 điểm% do thay đổi trong chính sách bán hàng của Viettel Telecom
Biên LNG chuyển phát	10,25%	12,25%	-2,02 điểm%	-1,95 điểm%	Biên LNG chuyển phát giảm 2,00 điểm% do tác động từ giảm phí dịch vụ
Doanh thu tài chính	99	94	5,0%	91,6%	
Chi phí tài chính	54	49	10,6%	83,7%	
Chi phí bán hàng	22	49	-55,7%	36,9%	Chi phí bán hàng và chi phí QLDN giảm 55,7%/13,1% svck do công nghệ cải tiến
Chi phí QLDN	248	285	-13,1%	73,0%	giúp cắt giảm chi phí nhân công và tận dụng các điểm bán viễn thông.
LNTT	480	477	0,6%	84,3%	
LN ròng	383	380	0,8%	84,4%	Mặc dù lợi nhuận gộp giảm 9,9% svck, nỗ lực cắt giảm chi phí đã giúp LN ròng của Viettel tăng 0,8% svck, hoàn thành 84,5% dự phóng của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Thị trường chuyển phát 2020 chứng kiến sự cạnh tranh khốc liệt

Trong năm 2020, thị trường chuyển phát của Việt Nam đã chứng kiến sự mở rộng mạnh mẽ của các doanh nghiệp chuyển phát như:

- Best Inc Việt Nam đã đầu tư 8 triệu USD để xây dựng trung tâm phân loại tự động tại thành phố Hồ Chí Minh, nhằm thiết lập mạng lưới chuyển phát trên toàn quốc với công suất 150.000 bưu kiện/ngày và sẽ tăng gấp đôi trong vòng 3 năm.
- Bưu điện Việt Nam (VNPost) đã tăng thêm hai trung tâm vận chuyển trong khu vực và tám trung tâm vận chuyển tại các tỉnh trọng điểm.

- J&T Express, Best Express là những doanh nghiệp khuấy động thị trường bằng cách đưa mô hình nhượng quyền vào thị trường chuyển phát với lợi thế mở rộng nhanh chóng với chi phí thấp hơn.

Nhiều chiến lược khác nhau để giành thị phần đã được triển khai và khiến phí dịch vụ chuyển phát trung bình giảm. Theo Bộ Thông tin và Truyền thông (MIC), tăng trưởng doanh thu chuyển phát của Việt Nam đã giảm xuống còn 2% svck mặc dù khối lượng chuyển phát vẫn tăng ở mức hai con số vào năm 2020.

Tăng trưởng của VTP giảm tốc trong năm 2020

Để đáp ứng nhu cầu giao hàng ngày càng tăng trong năm 2020, VTP đã nâng tổng diện tích kho bãi lên 100.000m², gấp đôi so với năm 2019, giúp sản lượng giao hàng của VTP tăng trưởng ước tính đạt 23,3% svck, tương đương với mức tăng trưởng của giá trị thị trường bán lẻ trực tuyến. Tuy nhiên, trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt, VTP đã phải giảm giá dịch vụ chuyển phát bình quân 13,1% svck để duy trì thị phần. Điều này khiến doanh thu dịch vụ chuyển phát của VTP chỉ tăng 7,1% svck lên 6.617 tỷ đồng. Với doanh thu bán hàng tăng 550% svck lên 10.617 tỷ đồng nhờ 262.000 điểm bán nhận từ Viettel Telecom kể từ tháng 2/2020, DT thuần của VTP đã tăng 120,6% svck lên 17.234 tỷ đồng trong năm 2020.

LNG của VTP giảm 9,9% svck, chủ yếu do tỷ suất LNG của dịch vụ chuyển phát giảm 2,0 điểm % svck do tác động của giá dịch vụ chuyển phát trung bình giảm 13,1% svck. Tuy nhiên, nhờ cải tiến công nghệ giúp cắt giảm chi phí nhân công và tận dụng các điểm bán hàng viễn thông, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của VTP lần lượt giảm 55,7%/13,1% svck, giúp LN ròng của VTP tăng nhẹ 0,8% svck đạt 383 tỷ đồng, hoàn thành 84,5% dự báo cho 2020 của chúng tôi.

VTP sẽ lấy lại tăng trưởng sau khi thoát khỏi đáy năm 2020

Giá trị thị trường chuyển phát của Việt Nam dự báo tăng 11,8-11,9% trong năm 2021-2022

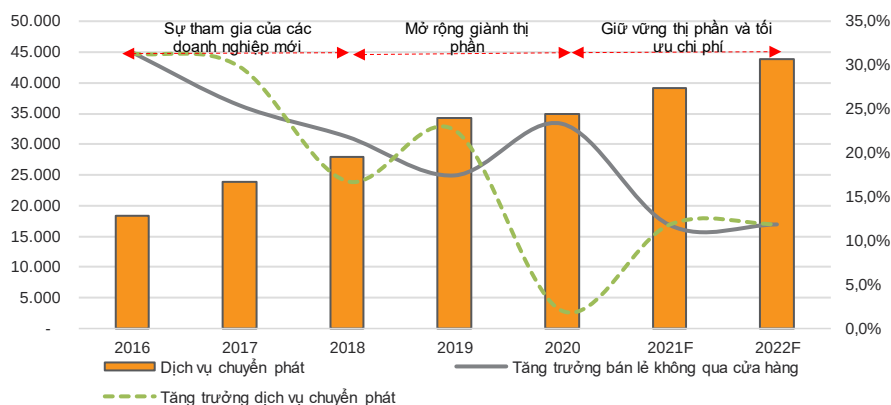
Theo quan điểm của chúng tôi, từ năm 2016-20, thị trường chuyển phát Việt Nam đã trải qua 2 giai đoạn chính:

- Trong giai đoạn 2016-2018, thị trường chứng kiến sự gia nhập của số lượng lớn các doanh nghiệp chuyển phát mới trong và ngoài nước. Theo Sách Trắng CNTT, tổng số doanh nghiệp trong ngành đã tăng từ 248 trong năm 2016 lên 410 doanh nghiệp trong năm 2018. Đây là giai đoạn doanh nghiệp mới tìm hiểu thị trường và thiết lập nền tảng cho sự phát triển sau này. Tăng trưởng kép giá trị thị trường vẫn ở mức cao đạt 26% trong giai đoạn này.
- Trong giai đoạn 2019-2020, số lượng doanh nghiệp mới gia nhập ngành giảm đáng kể với tổng số doanh nghiệp duy trì ổn định đạt mức trên 400 doanh nghiệp. Trong giai đoạn này các doanh nghiệp bắt đầu tăng cường mở rộng công suất, giảm giá dịch vụ để tăng thị phần. Điều này khiến tổng giá trị thị trường tăng trưởng thấp hơn nhiều so với sản lượng. Trong năm 2020, mặc dù tổng giá trị thị trường bán hàng không qua cửa hàng (đại diện cho sản lượng chuyển phát) tăng 23,3% svck, giá trị thị trường chuyển phát chỉ tăng 2,0% svck do giá dịch vụ trung bình ngành giảm.

Sau giai đoạn cạnh tranh gay gắt trong năm 2020 chúng tôi cho rằng thị trường sẽ bước vào giai đoạn mới từ năm 2021. Bức tranh toàn ngành mới với tổng số doanh nghiệp giảm dần do thiếu nguồn lực tài chính cùng với giá dịch vụ trung bình sẽ ổn định khi số lượng doanh nghiệp mới ngày càng giảm và mô hình “cash-burning-to grow” hiện không còn được ưa chuộng. Giờ đây các doanh nghiệp sẽ tập trung vào việc duy trì thị phần và tối ưu hóa chi phí cùng với việc mở rộng sang các lĩnh vực mới để tăng thêm lợi nhuận.

Hai công ty hàng đầu là VNPost và VTP với lợi thế về cơ sở hạ tầng rộng khắp cả nước, theo sau là những công ty chuyển phát hình thành từ năm 2016-2018 đã vượt qua cạnh tranh và còn tồn tại đến nay. Chúng tôi tin rằng giá trị thị trường chuyển phát sẽ tăng trưởng 11,8-11,9% trong giai đoạn 2021-2022, tương đương với mức tăng trưởng của giá trị thị trường bán lẻ trực tuyến theo Euromonitor ước tính trong giai đoạn 2021-2022.

Hình 6: Giá dịch vụ chuyển phát kỳ vọng ổn định, giá trị thị trường chuyển phát sẽ tăng trưởng theo tăng trưởng của giá trị bán lẻ trực tuyến năm 2021-22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROMONITOR, MIC

VTP sẽ lấy lại tăng trưởng sau khi thoát khỏi đáy năm 2020

Chúng tôi tin rằng KQKD của VTP sẽ tăng trưởng ở mức cao trong những năm tới sau khi chạm đáy vào năm 2020 bởi những yếu tố sau:

- Sản lượng chuyển phát của VTP có thể tăng 11,8-11,9% bằng với tốc độ tăng trưởng toàn ngành trong năm 2021-2022 do VTP có thị phần vững chắc và nắm vị trí dẫn đầu trong thị trường chuyển phát của Việt Nam.
- Sau khi giảm giá dịch vụ trung bình xuống 13,1% trong năm 2020, chúng tôi tin rằng giá sẽ tiếp tục ổn định trong giai đoạn 2021-2022 do (1) số lượng doanh nghiệp mới đang giảm và mô hình “cash- burning-to-grow” hiện không được ưa chuộng và (2) phí giao hàng của VTP hiện chỉ bao gồm phí giao hàng cơ bản tương đương với toàn ngành do đó khó có thể giảm phí hơn nữa (VTP đã loại bỏ hầu hết các khoản phụ phí chuyển phát trong chính sách mới, ví dụ như VTP không còn tính phí 1% giá trị hàng hóa khi chuyển phát COD như trước đây. Chúng tôi ước tính điều này đã làm giảm 10% giá dịch vụ trung bình của VTP trong năm 2020).
- Biên LNG dịch vụ chuyển phát của VTP sẽ được cải thiện trong những năm tới khi các công nghệ mới được triển khai trên toàn quốc. Cụ thể, trong tháng 1/2021, VTP đã đưa vào hoạt động Trung tâm logistics miền Nam với công suất xử lý 42.000 bưu kiện/giờ với hệ thống phân loại tự động trọng tải tối đa 50kg, nhờ đó chi phí nhân công giảm 60% và thời gian tập kết hàng hóa giảm từ 6 giờ xuống còn 2 giờ. VTP sẽ khai trương hai trung tâm logistics mới tại Đà Nẵng và Cần Thơ trong năm 2021 và đặt mục tiêu khai trương 17 trung tâm logistics mới cho đến hết năm 2025. Nhờ năng lực công nghệ hiện đại, chi phí đầu tư trung tâm logistics của VTP thấp hơn ít nhất 40% so với đối thủ cạnh tranh. VTP cũng đang phối hợp chặt chẽ với Tập đoàn Viettel để có quỹ đất 4ha cho mỗi trung tâm logistics. Mặc dù một trung tâm logistics được đưa vào hoạt động trong năm 2020, giá dịch vụ trung bình giảm mạnh đã làm lu mờ tác động tích cực từ cải tiến công nghệ. Tuy nhiên, do giá đã ổn định trở lại và công nghệ sẽ được triển khai trên toàn quốc, chúng tôi tin rằng biên LNG dịch vụ chuyển phát của VTP sẽ được cải thiện trong năm 2021-2022.

KQKD Q1/2021 bước vào giai đoạn phục hồi khẳng định tác động tích cực của tiến bộ công nghệ

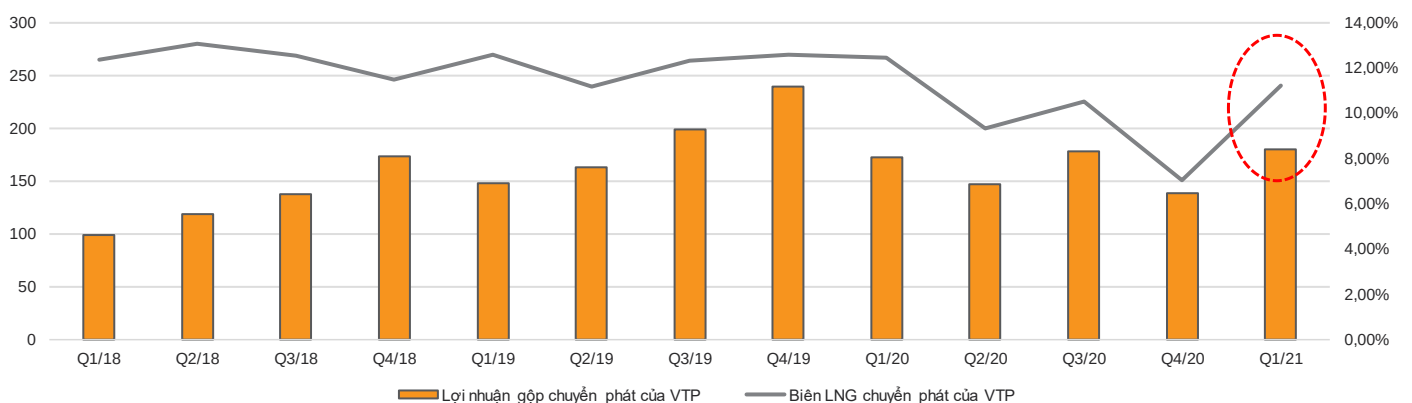
Hình 7: Tổng quan KQKD Q1/21 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Q1/21	Q1/20	% svck	Nhận xét
Doanh thu	5.158	2.460	109,7%	
Thương mại	3.550	1.076	230,0%	
Chuyển phát	1.608	1.384	16,2%	Tăng trưởng cao trong Quý 1/21 do sản lượng vận chuyển ước tính tăng trưởng 18% svck.
Lợi nhuận gộp	193	180	7,0%	
Biên LNG	3,73%	7,32%	-3,58 điểm%	
Biên LNG thương mại	0,33%	0,68%	-0,35 điểm%	
Biên LNG chuyển phát	11,24%	12,47%	-1,23 điểm%	do tác động từ việc giảm phí dịch vụ trung bình trên cùng kỳ. Tuy nhiên, biên LNG chuyển phát trong Q1/21 tăng 4,19 điểm % so với quý trước do cải tiến công nghệ giúp cắt giảm chi phí nhân công.
Doanh thu tài chính	23	26	-9,3%	
Chi phí tài chính	12	16	-22,8%	
Chi phí bán hàng	14	7	107,4%	
Chi phí QLDN	54	62	-12,3%	
LNTT	136	121	11,9%	
LN ròng	109	97	12,0%	LN ròng Q1/21 tăng trưởng 41,3% so với quý trước và 12% svck mặc dù quý 4 hàng năm là thời gian cao điểm của hoạt động chuyển phát.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Doanh thu Q1/21 của VTP tăng vọt 109,7% svck đạt 5.158 tỷ đồng, trong đó doanh thu hoạt động thương mại tăng mạnh 230,0% svck và doanh thu dịch vụ vận chuyển tăng 16,2% svck nhờ sản lượng ước tính tăng 18% svck. LN gộp tăng nhẹ 7,0% svck do biên LNG mảng dịch vụ chuyển phát giảm 1,23 điểm % svck do giá bán bình quân giảm svck (giá vận chuyển của VTP không giảm trong Q1/20). Tuy nhiên, biên LNG dịch vụ vận chuyển tăng 4,19 điểm % sv quý trước nhờ cải tiến công nghệ giúp giảm chi phí nhân công. Sau khi chi phí tài chính và chi phí quản lý (SG&A) lần lượt giảm 22,8% và 12,3% svck, LN ròng Q1/21 tăng 12,0% svck đạt 109 tỷ đồng.

Hình 8: Biên LNG chuyển phát của VTP phục hồi trong Q1/21 và sẽ tiếp tục cải thiện nhờ cải tiến công nghệ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Biên LNG mảng dịch vụ chuyển phát dần phục hồi so với quý trước nhờ tối ưu hóa chi phí bằng các công nghệ mới và sẽ tiếp tục được cải thiện trong bối cảnh các công nghệ trên đang được triển khai trên toàn quốc.

Chúng tôi dự báo LN ròng tăng 15,4 - 16,2% trong giai đoạn 2021 - 2022

Hình 9: Dự phóng KQKD của VTP 2021-22 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2019	2020	2021F	2022F	Nhận xét
Tăng trưởng doanh thu	58,7%	120,6%	10,7%	10,7%	
Thương mại	182,2%	550,0%	10,0%	10,0%	
Chuyển phát	42,2%	7,1%	11,8%	11,9%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu chuyển phát của VTP tăng cùng với mức tăng trưởng toàn ngành, trong đó giá dịch vụ trung bình sẽ ổn định và sản lượng vận chuyển có thể tăng 11,8% - 11,9% trong năm 2021-22.
Doanh thu	7.813	17.237	19.081	21.129	
Thương mại	1.634	10.618	11.680	12.848	
Chuyển phát	6.178	6.619	7.401	8.281	
GVHB	7.036	16.536	18.278	20.225	
Lợi nhuận gộp	775	701	803	904	
Biên lợi nhuận gộp	9,9%	4,1%	4,2%	4,3%	
Biên LNG thương mại	1,1%	0,2%	0,2%	0,2%	
Biên LNG chuyển phát	12,2%	10,2%	10,5%	10,6%	Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng biên LNG chuyển phát sẽ tăng nhẹ trong năm 2021-22 nhờ cải tiến về công nghệ.
Doanh thu tài chính	94	99	124	150	
Chi phí tài chính	49	54	79	81	
Chi phí bán hàng	49	22	24	27	Chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng và chi phí QLDN tiếp tục giảm nhờ cải tiến công nghệ và việc tận dụng các điểm bán viễn thông.
Chi phí QLDN	285	248	277	310	
LNTT	477	480	554	644	
LN ròng	380	383	442	514	
Biên LN ròng	4,9%	2,2%	2,3%	2,4%	
Tăng trưởng LN ròng	36,2%	0,8%	15,4%	16,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Dự phóng của chúng tôi dựa trên các yếu tố sau:

- Tăng trưởng doanh thu mảng thương mại dự báo chững lại còn 10%/năm trong giai đoạn 2021 - 2022 sau khi đạt mức cao trong năm 2020. BLNG mảng thương mại trong giai đoạn này dự báo sẽ tương đương năm 2020.
- Doanh thu mảng dịch vụ chuyển phát sẽ tăng tương đương mức toàn ngành nhờ sự sôi động của thị trường thương mại điện tử. Chúng tôi thận trọng đưa ra dự phóng biên LNG mảng dịch vụ chuyển phát sẽ cải thiện nhẹ đạt 10,5%/10,6% trong 2021/2022 nhờ các cải tiến về công nghệ.
- Chúng tôi dự báo chi phí bán hàng và chi phí quản lý sẽ tiếp tục giảm nhờ công nghệ dần phát triển và tận dụng tốt các điểm giao nhận viễn thông.

Hình 10: Thay đổi trong dự phóng (Đơn vị: tỷ đồng)

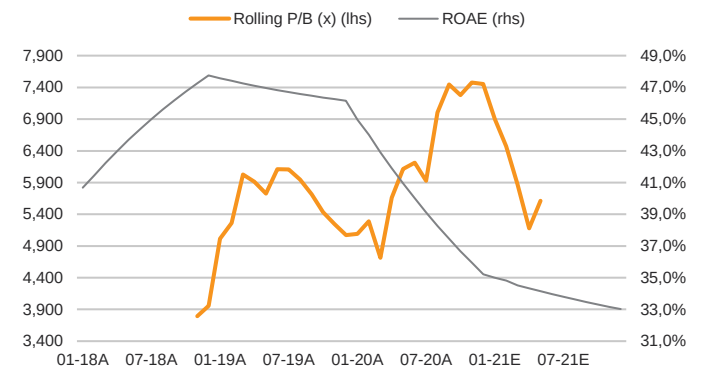
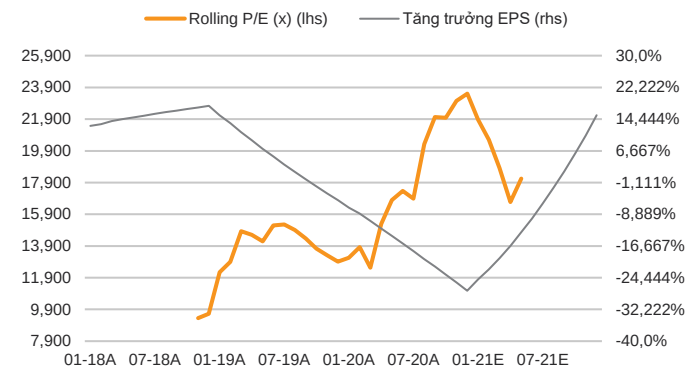
	2020	2021F			2022F		
		Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi
Doanh thu	17.237	17.857	19.081	6,9%	20.156	21.129	4,8%
Thương mại	10.618	8.984	11.680	30,0%	9.883	12.848	30,0%
Chuyển phát	6.619	8.873	7.401	-16,6%	10.274	8.281	-19,4%
Lợi nhuận gộp	701	1.129	803	-28,9%	1.311	904	-31,1%
Thương mại	23	45	25	-43,9%	49	28	-43,9%
Chuyển phát	678	1.084	778	-28,3%	1.261	876	-30,5%
Doanh thu tài chính	99	134	124	-7,5%	163	150	-7,9%
Chi phí tài chính	54	82	79	-3,5%	94	81	-13,9%
Chi phí bán hàng	22	70	24	-65,5%	81	27	-66,7%
Chi phí QLDN	248	404	277	-31,4%	465	310	-33,4%
LN ròng	383	547	442	-19,1%	645	514	-20,3%
EPS (VND)	4.615	6.586	5.325	-19,1%	7.768	6.190	-20,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Kế hoạch niêm yết trên sàn HSX và kế hoạch chi trả cổ tức là những yếu tố tích cực trong thời gian tới

Tại ĐHCĐ năm 2021 của VTP được tổ chức vào ngày 24/04/2021, kế hoạch niêm yết trên sàn HSX đã được thông qua. VTP dự kiến sẽ hoàn thành việc niêm yết vào cuối năm 2021 hoặc đầu năm 2022. Phương án chi trả cổ tức cũng được thông qua trong đó VTP dự kiến chia cổ tức 15% bằng tiền mặt và 24,7% bằng cổ phiếu. Chúng tôi tin rằng đây là những yếu tố hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu trong năm 2021.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	17.234	19.081	21.129
Giá vốn hàng bán	(16.536)	(18.278)	(20.225)
Chi phí quản lý DN	(248)	(277)	(310)
Chi phí bán hàng	(22)	(24)	(27)
LN hoạt động thuần	429	502	567
EBITDA thuần	503	565	631
Chi phí khấu hao	(74)	(63)	(64)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	429	502	567
Thu nhập lãi	99	124	150
Chi phí tài chính	(54)	(79)	(81)
Thu nhập ròng khác	6	7	8
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	480	554	644
Thuế	(97)	(112)	(130)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	383	442	514
Thu nhập trên vốn	383	442	514
Cổ tức phổ thông	(125)	(125)	(125)
LN giữ lại	259	318	389

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	288	322	360
Đầu tư ngắn hạn	1.572	2.011	2.309
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.352	1.248	1.396
Hàng tồn kho	606	678	757
Các tài sản ngắn hạn khác	119	132	148
Tổng tài sản ngắn hạn	3.937	4.391	4.970
Tài sản cố định	377	391	413
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	74	83	92
Tổng tài sản	4.388	4.864	5.476
Vay & nợ ngắn hạn	1.088	1.213	1.357
Phải trả người bán	369	381	426
Nợ ngắn hạn khác	1.715	1.799	1.897
Tổng nợ ngắn hạn	3.172	3.394	3.679
Vay & nợ dài hạn	7	0	0
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	830	830	830
LN giữ lại	350	612	939
Vốn chủ sở hữu	1.209	1.470	1.797
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	4.388	4.864	5.476

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	480	554	644
Khấu hao	74	63	64
Thuế đã nộp	(110)	(112)	(130)
Các khoản điều chỉnh khác	(161)	(180)	(213)
Thay đổi VLD	(380)	116	(101)
LC tiền thuần HĐKD	(98)	441	264
Đầu tư TSCĐ	(51)	(70)	(78)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	14	0	0
Các khoản khác	(116)	(315)	(147)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	(16)	(18)
LC tiền từ HĐĐT	(154)	(400)	(244)
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	281	118	143
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(88)	(125)	(125)
LC tiền thuần HĐTC	192	(7)	19
Tiền & tương đương tiền đầu kì	347	288	322
LC tiền thuần trong năm	(59)	34	38
Tiền & tương đương tiền cuối kì	288	322	360

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	2,2%	2,3%	2,4%
Vòng quay TS	4,43	4,12	4,09
ROAA	9,9%	9,6%	9,9%
Đòn bẩy tài chính	3,58	3,45	3,17
ROAE	35,2%	33,0%	31,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	17,4	17,3	17,5
Số ngày nắm giữ HTK	13,4	13,5	13,7
Số ngày phải trả tiền bán	8,2	7,6	7,7
Vòng quay TSCĐ	47,91	49,72	52,53
ROIC	16,6%	16,5%	16,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,3	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,1	1,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,7	0,7
Vòng quay tiền	22,7	23,2	23,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	120,6%	10,7%	10,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(2,8%)	16,9%	13,0%
Tăng trưởng LN ròng	0,8%	15,4%	16,2%
Tăng trưởng EPS	(27,6%)	15,4%	16,2%

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>