



**FLASH NOTE | VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI
(19/05/2021)**

Nguyễn Minh Hiếu – Tư vấn Cá nhân

VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Mảng kinh doanh cốt lõi quay lại đà tăng trưởng sau 6 quý giảm liên tiếp.** Chúng tôi đánh giá việc cải thiện đồng thời ở cả doanh thu (+16.2% y/y) và biên lợi nhuận gộp trong bối cảnh mức giá dịch vụ giảm trên 15% là một tín hiệu rất tích cực đối với VTP.
- ✓ **Dư địa chuyển phát truyền thống còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng.** Chúng tôi nhận thấy VTP đã có những thay đổi cởi mở hơn trong chiến lược cạnh tranh, điều này sẽ giúp VTP gia tăng doanh thu và thị phần chuyển phát trong tương lai.
- ✓ **Kỳ vọng sự bùng nổ mới nhờ mở rộng mảng logistics.** Kế hoạch đầu tư mở rộng cung cấp các dịch vụ Logistic và hợp tác với Tân Cảng kỳ vọng sẽ mang đến sự bùng nổ mới cho VTP.
- ✓ **VTP đặt kế hoạch kinh doanh tăng trưởng cao trong năm 2021.** Chúng tôi cho rằng VTP có nhiều cơ hội hoàn thành kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận (tăng trưởng lần lượt là 24.3% và 29.5% so với cùng kỳ) đã đặt ra trong năm 2021.

Giá mục tiêu: 111,000 đ (+32%)

Giá thị trường: 84,300 đ (19/05/2021)

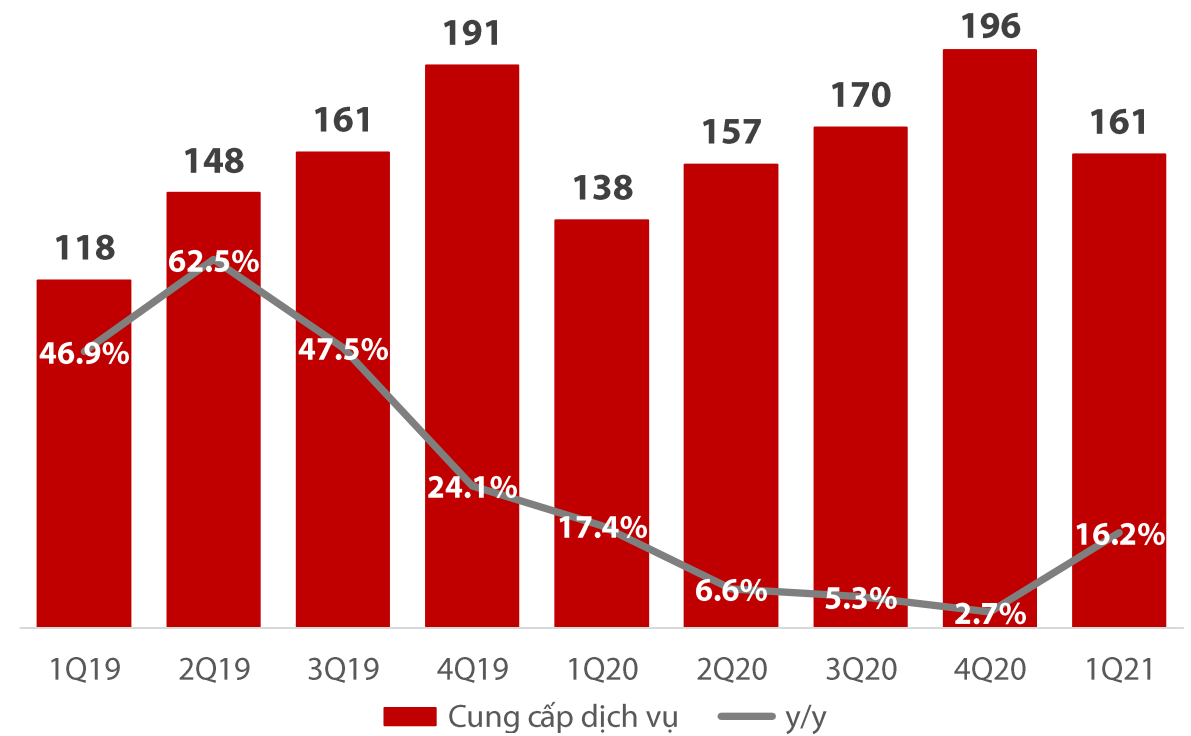
Khuyến nghị: MUA

VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Mảng kinh doanh cốt lõi tăng trưởng trở lại sau 6 quý giảm tốc liên tiếp

Động thái đồng loạt cắt giảm phí chuyển phát khiến KQKD của VTP quý 4/2020 giảm tốc và thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi trong báo cáo trước đó [VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG](#). Tuy nhiên đà tăng trưởng đã quay trở lại trong quý 1/2021, cụ thể doanh thu cốt lõi tăng trưởng 16.2% y/y trong bối cảnh mức giá dịch vụ đã giảm trên 15% y/y. Điều này cho thấy sản lượng hàng hoá chuyển phát vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực trên 30% trong quý 1 này.

Hình 1: Doanh thu cung cấp dịch vụ của VTP (tỷ đồng)



Nguồn: Chứng khoán Rồng Việt

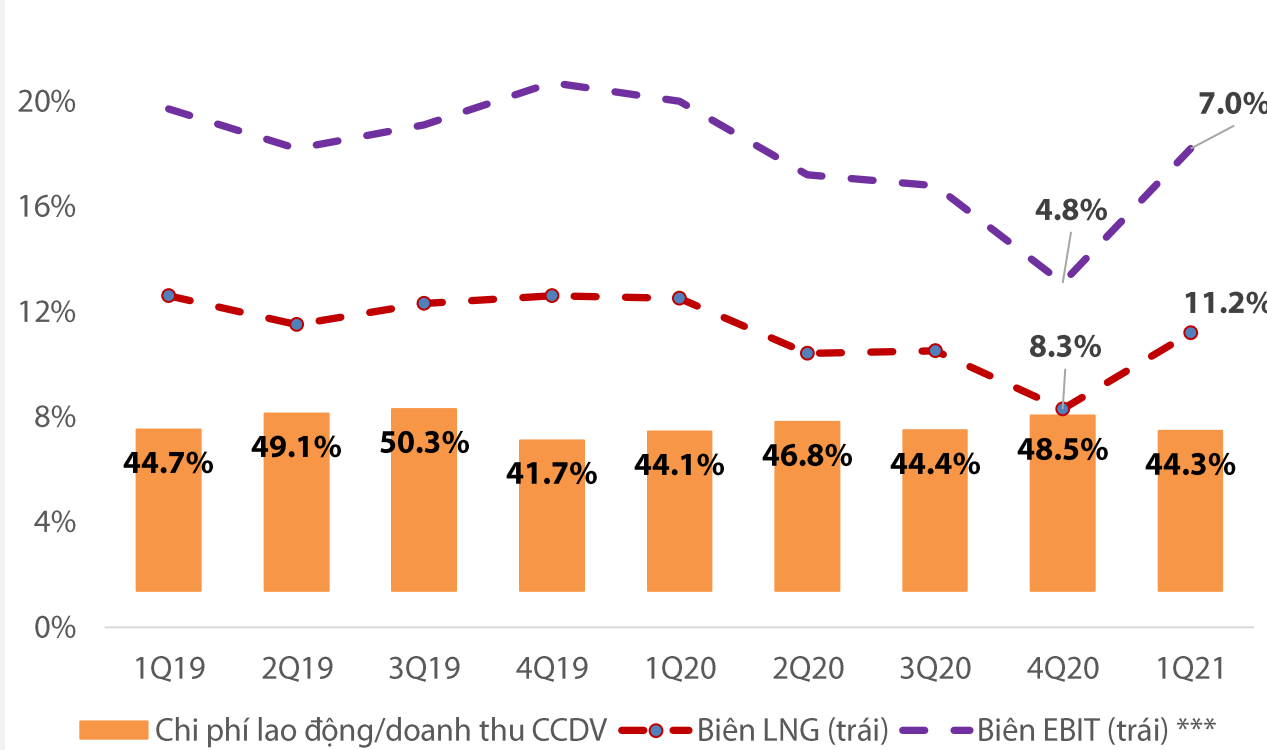
VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Biên lợi nhuận gia tăng mang đến nhiều tích cực

Trong bối cảnh cạnh tranh khiến VTP phải cắt giảm phí dịch vụ từ cuối năm 2020, nhưng biên lợi nhuận của VTP chỉ ảnh hưởng ngắn hạn và sớm tăng trở lại trong quý 1/2021 nhờ khả năng kiểm soát chi phí lao động (chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chi phí) hiệu quả khi không biến động theo tăng trưởng doanh thu.

Chúng tôi cho rằng với chiến lược đẩy mạnh đầu tư hạ tầng logistic, ứng dụng công nghệ hiện đại vào hoạt động chuyển phát, trong khi tiếp tục tối ưu chi phí nhờ tận dụng hệ thống cửa hàng nhận chuyển giao từ Viettel kể từ tháng 5/2021 sẽ giúp VTP có thể tiết giảm được chi phí giữ vững biên lợi nhuận chuyển phát (nếu không nói là nâng cao) trong thời gian tới.

Hình 2: Biên lợi nhuận hoạt động cung cấp dịch vụ của VTP (%)



Nguồn: VTP, Chứng khoán Rồng Việt

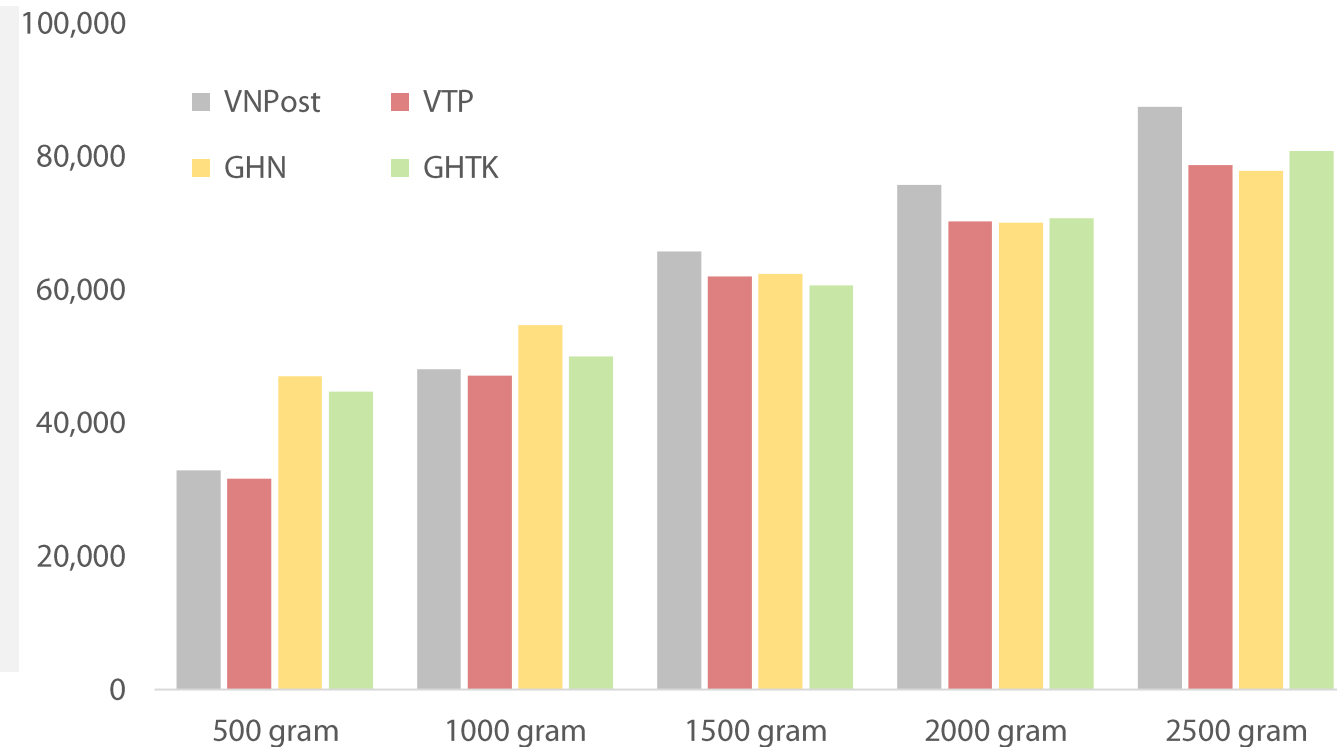
*** Chúng tôi giả định chi phí hoạt động của VTP đến từ mảng cung cấp dịch vụ, mảng bán hàng không phát sinh chi phí do tập đoàn Viettel chịu nhờ tiếp nhận Viettel Solutions.

VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Mảng chuyển phát truyền thống còn nhiều dư địa tăng trưởng

Cho đến thời điểm hiện tại, dư địa tăng trưởng của thị trường e-commerce ở Việt Nam là rất rõ ràng - Google, Temasek, Bain & Company dự báo CAGR trong 5 năm tới là 34%/năm. Trong khi, chúng tôi nhận thấy quan điểm của VTP gần đây đã có những thay đổi mở hơn so với trước. Cụ thể, từ chiến lược không cạnh tranh *bằng đốt tiền & giá* đã chuyển sang kiểm soát chi phí và thực hiện các chiến lược giá trạnh tranh với đối thủ. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh thu và thị phần của VTP tiếp tục mở rộng trong tương lai.

Hình 3: Giá cước liên tỉnh của một số doanh nghiệp chuyển phát (VND)

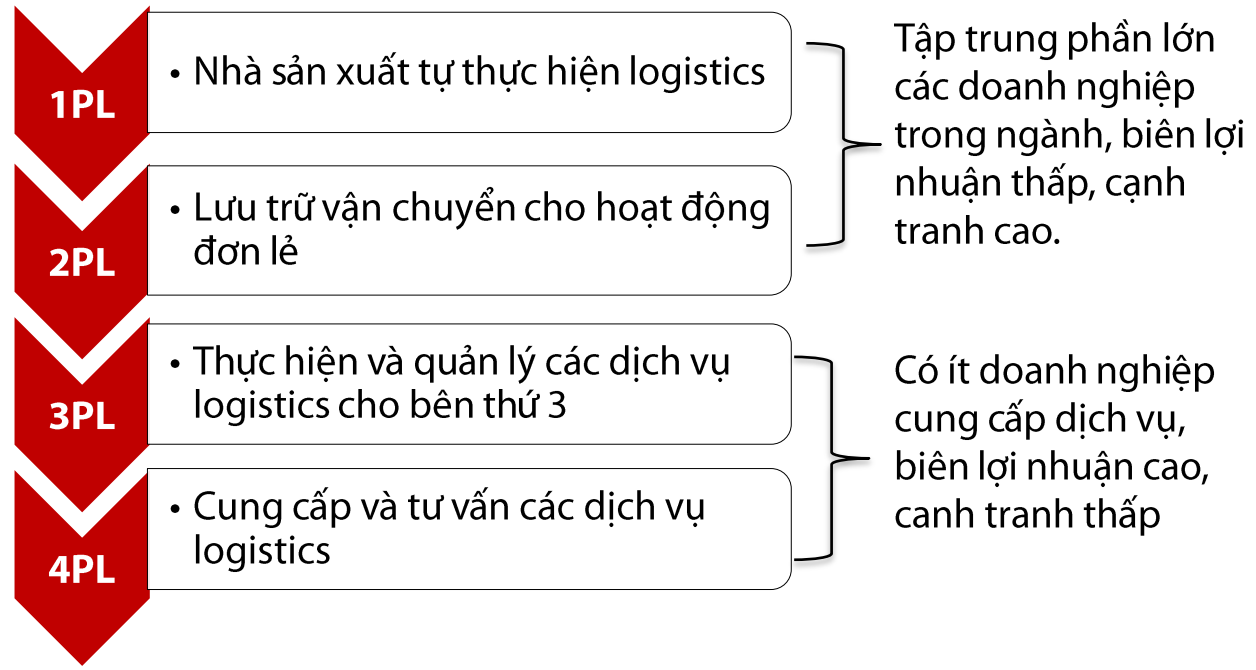


Nguồn: Website các DN, Chứng khoán Rồng Việt

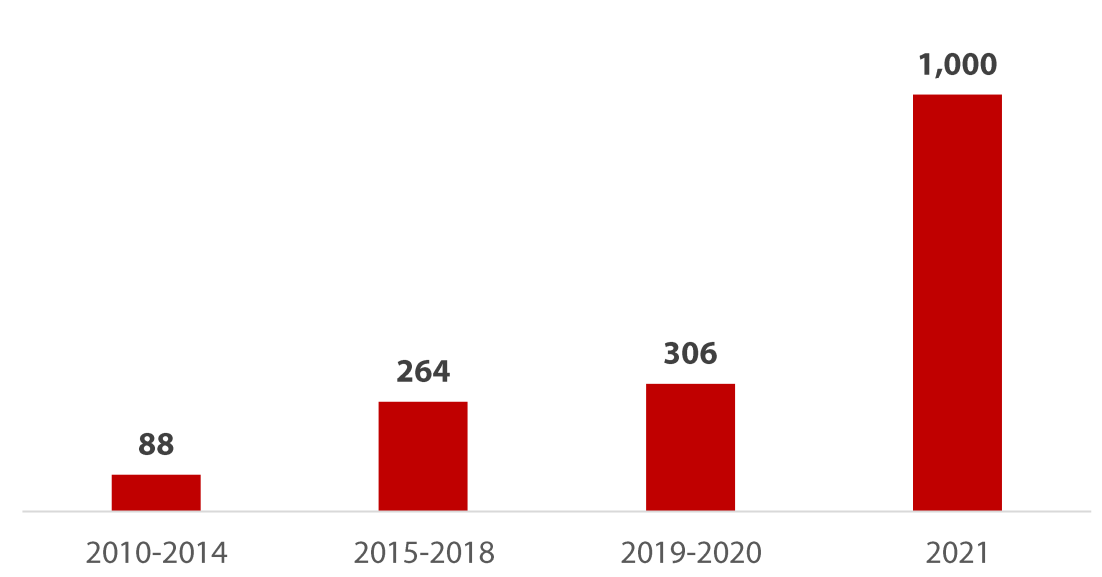
VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Dự địa tăng trưởng được củng cố nhờ mở rộng dịch vụ logistic

Hình 3: Chuỗi giá trị cung ứng dịch vụ logistics



Hình 4: Tổng vốn đầu tư các giai đoạn của VTP (tỷ đồng)



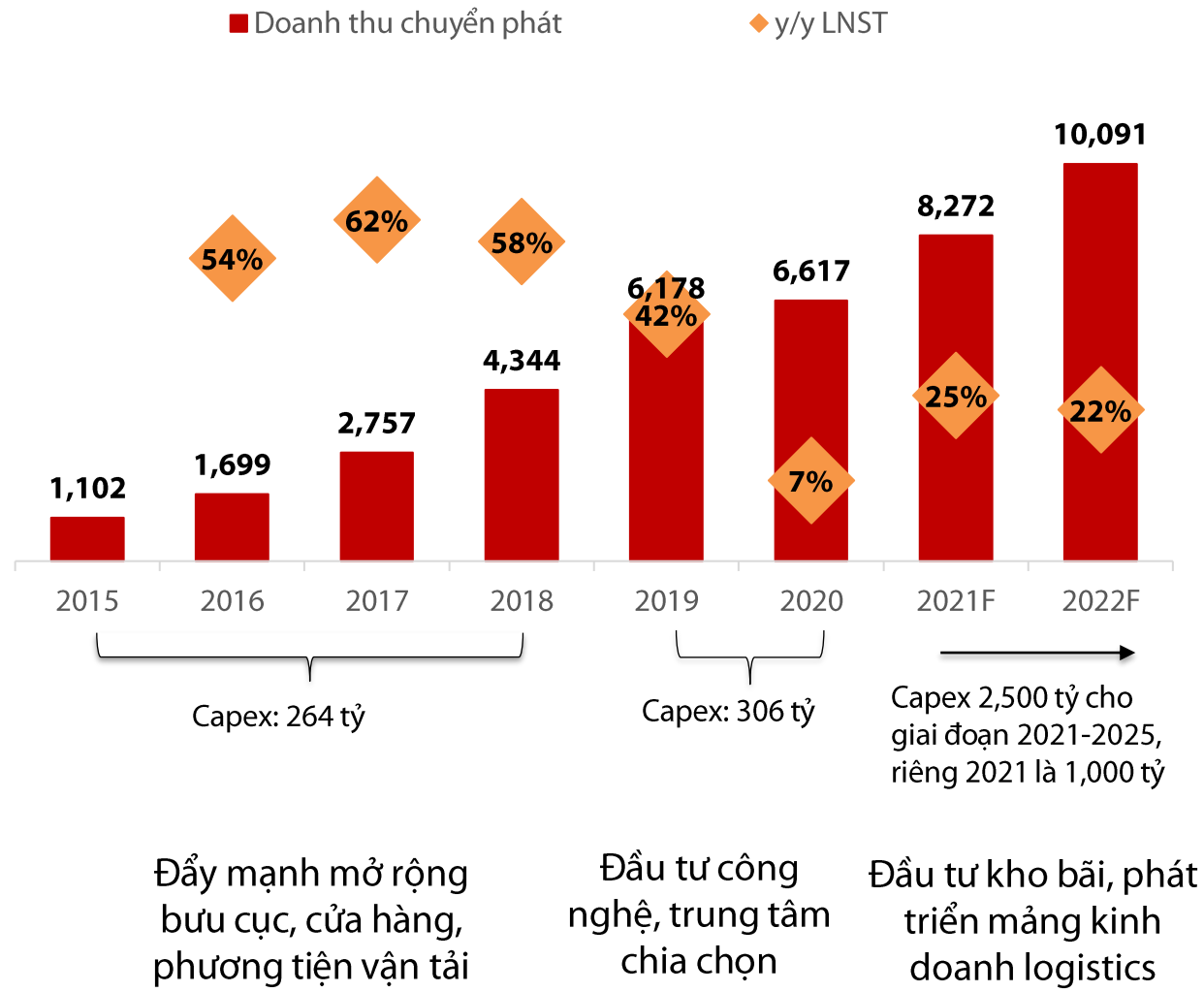
Nguồn: Fiinpro, VTP, Chứng khoán Rồng Việt

Năm 2021, ViettelPost tập trung đầu tư mở rộng cung cấp sâu rộng các dịch vụ logistics cho bên thứ 3 (3PL) và hoàn tất đơn hàng (fulfillment) cho các khách hàng thương mại điện tử và khách hàng của đối tác chiến lược Tân Cảng Sài Gòn – doanh nghiệp sở hữu hệ thống cảng lớn nhất cả nước với tổng mức đầu tư (capex) khoảng 1,000 tỷ đồng, lớn hơn tổng mức đầu tư của cả giai đoạn 11 năm trước cộng lại.

VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Dư địa tăng trưởng được củng cố nhờ mở rộng dịch vụ logistic

Hình 5: Doanh thu cung cấp dịch vụ của VTP (tỷ đồng)



Trải qua 2 giai đoạn đầu tư (1) mở rộng hệ thống bưu cục, phương tiện vận tải và (2) đẩy mạnh đầu tư công nghệ, trung tâm chia chọn. VTP đã trở thành doanh nghiệp dẫn đầu mảng giao hàng chặng cuối (last-mile) khi sở hữu nhiều lợi thế ở cả tiềm lực tài chính lẫn hệ thống hỗ trợ.

Tuy nhiên lợi thế là có nhưng sẽ không bền vững nếu doanh nghiệp không tạo được lợi thế cạnh tranh thực sự nổi bật do hoạt động chuyển phát hiện tại (last-mile) không có nhiều rào cản gia nhập khiến mức độ cạnh tranh ngày càng lớn. Do đó, chúng tôi cho rằng việc đầu tư hạ tầng logistics sẽ giúp VTP giải quyết được vấn đề này.

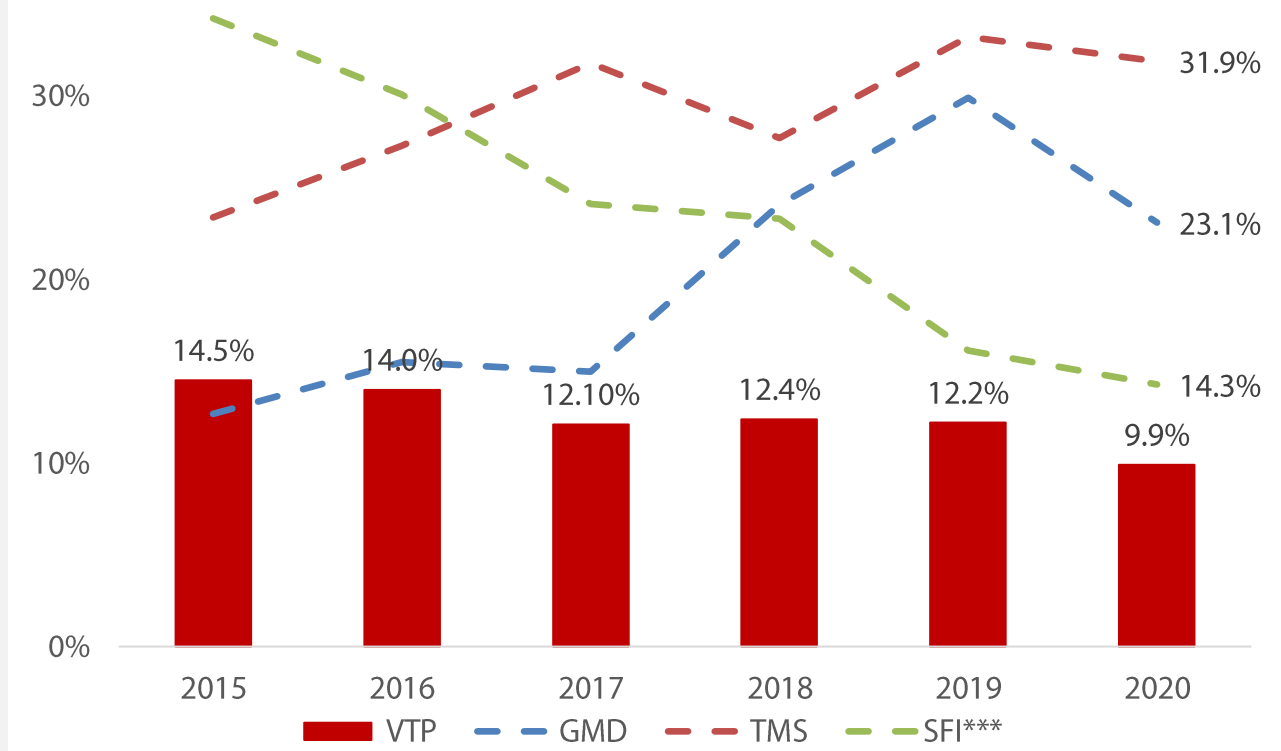
VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Dư địa tăng trưởng được củng cố nhờ mở rộng dịch vụ logistic

Thông qua bức tranh tỷ suất lợi nhuận gộp mảng logistics, cụ thể là mảng kho vận - 1 phần trong dịch vụ 3PL của GMD, TMS và SFI*** cho thấy biên lợi nhuận mảng này cao hơn ít nhất 2 lần so với biên lợi nhuận hiện tại của VTP.

Kể từ quý 2/2021 VTP bắt đầu hợp tác với Tân Cảng Sài Gòn để cung cấp các dịch vụ logistics cho khách hàng của Tân Cảng nhằm mở rộng hoạt động kinh doanh cũng như tận dụng được lợi thế quỹ đất quy mô lớn của Tân Cảng. Lợi thế mà không có doanh nghiệp chuyển phát nào ngoài VTP có được. Do đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của VTP sẽ có nhiều cơ hội mở rộng trong những năm tới.

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp mảng logistics của một số doanh nghiệp cùng ngành



*** SFI không bóc tách biên lợi nhuận từng mảng kinh doanh, trong khi tỷ trọng đóng góp doanh thu logistics giảm dần khiến biên lợi nhuận gộp giảm.

Nguồn: Chứng khoán Rồng Việt tổng hợp

VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Đặt kế hoạch kinh doanh tăng trưởng cao trong năm 2021

Hình 7: Kế hoạch kinh doanh của VTP (tỷ đồng)

	2021F		2020		2019		2018	
	Kế hoạch	Tăng trưởng	Kế hoạch	Thực hiện	Kế hoạch	Thực hiện	Kế hoạch	Thực hiện
Doanh thu	21,420	24.3%	19,232	17,234	7,723	7,812	4,730	4,922
LNTT	na	na	620	480	475	477	340	350
LNST	496	29.5%	496	383	380	380	272	279

Nguồn: VTP, Chứng khoán Rồng Việt tổng hợp

Năm 2020, có nhiều yếu tố cả trong lẫn ngoài tác động khiến VTP lần đầu tiên sau 3 năm niêm yết không hoàn thành kế hoạch kinh doanh đặt ra. Cụ thể bên trong tiếp nhận chuỗi cửa hàng Viettel Solution chưa thể bắt nhịp hoạt động, trong khi bên ngoài là Covid và cuộc chiến giảm giá dịch vụ của các đơn vị mới gia nhập có vốn đầu tư nước ngoài. Năm 2021, VTP đặt mục tiêu với kế hoạch tăng trưởng khả quan, doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng lần lượt là 24.3% và 29.5% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng VTP có nhiều cơ hội để hoàn thành kế hoạch kinh doanh đã đề ra nhờ đà tăng trưởng của hoạt động chuyển phát vẫn duy trì ở 2 con số cùng với toàn ngành, trong khi dịch vụ logistics sẽ có tăng trưởng cao hơn trên 20%.

VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Kế hoạch chuyển sàn và trực tiếp quản lý hệ thống cửa hàng của Viettel

- VTP đã thông qua kế hoạch chuyển sàn niêm yết từ sàn giao dịch UPCOM sang HOSE trong giai đoạn 2021-2022, chúng tôi cho rằng đây là chất xúc tác mạnh cho giá cổ phiếu khi giao dịch được thực hiện. Bên cạnh đó, ĐHCĐ cũng thông qua kế hoạch mức cổ tức gần 40% năm 2020 (được trả vào năm 2021) trong đó 15% bằng tiền mặt và 24,7% bằng cổ phiếu.
- Kể từ tháng 5/2021 VTP chính thức tiếp nhận quyền quản lý chuỗi cửa hàng chuyển giao từ Viettel và sau đó sẽ thực hiện chuyển đổi/loại bỏ các POS kém hiệu quả/trùng lặp với cửa hàng tiếp nhận từ Viettel telecom đồng thời tại các điểm bán đó VTP cũng dùng là điểm tiếp nhận hàng hoá phục vụ nhu cầu chuyển phát của khách hàng, do đó đây sẽ là động lực giúp tỷ suất lợi nhuận của VTP ít nhất cũng giữ được mức ổn định trong bối cảnh sức ép cạnh tranh vẫn còn lớn.
- Chúng tôi cũng lưu ý, kể từ tháng 4/2021 VTP đã thay đổi nhân sự ở vị trí Chủ tịch, ông Nguyễn Thanh Nam – Phó TGD tập đoàn Viettel người tạo được dấu ấn lớn cho thương hiệu Viettel tại thị trường Myanmar bắt đầu giữ chức Chủ tịch mới kể từ tháng 5 này.

VTP: CƠ HỘI MỞ RA KHI BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Dự phóng KQKD năm 2021

Chúng tôi cho rằng VTP sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2021 nhờ đóng góp từ mảng chuyển phát truyền thống và từ động lực tăng trưởng mới ở mảng logistics. Trong đó, mảng logistics sẽ là trọng tâm dẫn dắt tăng trưởng cho VTP trong ít nhất 3 năm tới.

Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng và cho rằng VTP sẽ giao dịch tại mức P/E mục tiêu cho năm 2021F là 19.5x thấp hơn P/E trung bình trong 2 năm qua. Tuy nhiên, chúng tôi cũng sẽ xem xét điều chỉnh giá hiện tại sau khi xem xét kỹ hiệu quả của mảng logistics.

EPS 2021F là 5,698 đồng/cp tương ứng với mức giá kỳ vọng cho năm 2021 là 111,000 đồng/cp.

Hình 16: Dự phóng KQKD của VTP (tỷ đồng)

	2020	2021F	2022F
Doanh thu	17,234	21,012	23,087
<i>y/y</i>	120.6%	21.9%	9.9%
Bán Hàng	10,617	12,740	12,995
<i>y/y</i>	550.0%	20.0%	2.0%
CCDV	6,617	8,272	10,091
<i>y/y</i>	7.1%	25.0%	22.0%
Lợi nhuận gộp	699	948	1,169
<i>margin</i>	4.1%	4.5%	5.1%
Chi phí hoạt động	(269)	(358)	(417)
<i>y/y</i>	-19.3%	32.9%	16.6%
LNST	383	473	600
<i>y/y</i>	0.8%	23.4%	26.9%
EPS (đồng)	4,565	5,698	7,228

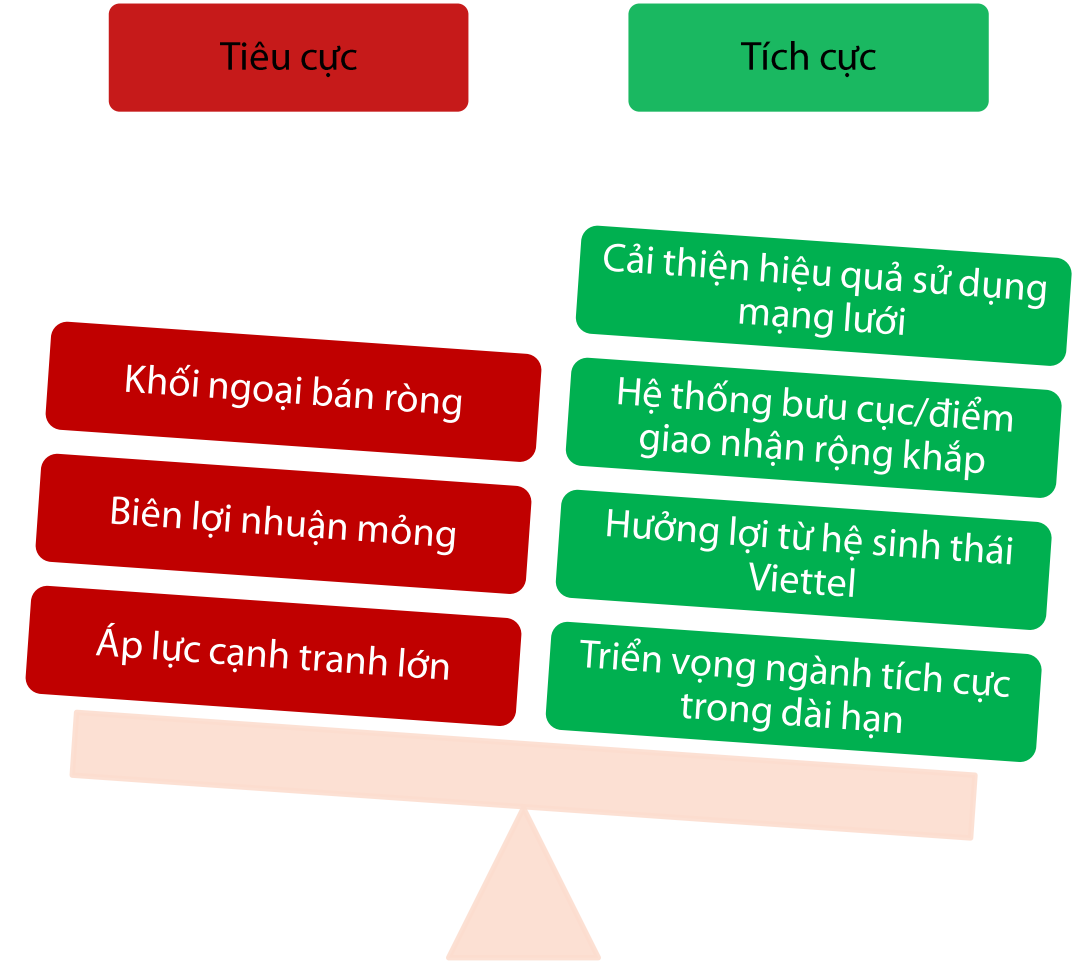
Nguồn: Chứng khoán Rồng Việt

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Ảnh hưởng của Covid khiến mảng kinh doanh cốt lõi của VTP gặp khó trong năm 2020, tuy nhiên chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua và VTP còn rất nhiều việc phải làm trong một ngành trọng điểm đi cùng sự phát triển của nền kinh tế năng động bậc nhất Đông Nam Á.

Chúng tôi cho rằng VTP sẽ trở lại đà tăng trưởng trong năm 2021 nhờ sự hồi phục của mảng chuyển phát truyền thống và có thêm dư địa tăng trưởng từ mảng logistics mới trong khi việc tối ưu điểm bán/bưu cục sẽ giúp biên lợi nhuận của VTP giữ ổn định.

Giá mục tiêu: 111,000 (+32%)
Giá thị trường: 84,300 (19/05/2021)
Khuyến nghị: MUA



PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Hoàng Thạch Lâm
Head of Retail Research
lan.ht@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006 (1336)

Trương Đắc Nguyên
Supervisor
Nguyen.td@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1254)

Nguyễn Quốc Bảo
Executive
bao.nq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1253)

Nguyễn Huy Phương
Executive
phuong.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1241)

Phạm Thu Hà Phương
Executive
phuong1.pth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1372)

Nguyễn Minh Hiếu
Executive
hie.u.nm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1295)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH
Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh
☎ +84 28 6299 2006
☎ +84 28 6299 7986
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ +84 24 6288 2006
☎ +84 24 6288 2008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG
50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ +84 258 3820 006
☎ +84 258 3820 008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CÁN THƠ
95-97-99 V6 Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ
☎ +84 292 381 7578
☎ +84 292 381 8387
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

*Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Việt. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Việt đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Việt, 2019.***