

TỔNG CTCP BƯU CHÍNH VIETTEL (UPCOM – VTP)

Triển vọng tích cực sau dịch

Doanh thu mảng hoạt động chính phục hồi mạnh mẽ trong Q1/2022

- Dịch bệnh Covid bùng phát trong nửa cuối năm 2021 khiến hoạt động chuyển phát và logistic của VTP bị ảnh hưởng nặng nề, dẫn tới hiệu quả hoạt động của VTP chạm đáy lịch sử trong Q3/2021. Cụ thể, biên LNG mảng CCDV giảm xuống 4,3% trong Q3/2021 và dần hồi phục lên 5,6% trong Q4/2021, nhưng vẫn ở mức rất thấp so với biên lợi nhuận gộp trung bình trên 10% quá khứ.
- KQKD dẫn cho thấy dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ trong Q1/2021, bất chấp diễn biến lây lan rộng khắp của chủng Covid mới tại các tỉnh thành đặc biệt là các tỉnh phía Bắc, doanh thu mảng hoạt động chính của VTP vẫn cho thấy mức tăng trưởng cao +39,1% đạt 2.237 tỷ đồng – mức tăng mạnh nhất sau hơn 2 năm hoạt động kém hiệu quả.
- Dưới tác động đồng thời từ giá nhiên liệu tăng, và hiệu quả chuyển phát giảm do dịch khiến biên LNG mảng CCDV chỉ đạt 7,3% so với 11,2% cùng kỳ. Đây là nguyên nhân khiến LNST Q1/2022 của VTP chỉ đạt 103 tỷ đồng -4,8% y/y hoàn thành 26,4% dự báo cả năm của chúng tôi.

Triển vọng vững chắc sau khi dịch được kiểm soát

- Những gì khó khăn nhất đối với VTP dẫn đi qua, mảng kinh doanh chính sẽ hồi phục mạnh trong năm 2022 sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Chúng tôi ước tính, trong năm 2022 doanh thu mảng cung cấp dịch vụ đạt 8.711 tỷ đồng (tăng 21,3% y/y) trong đó doanh thu chuyển phát đạt 6.901 tỷ đồng (tăng 24,8% y/y) và doanh thu logistics đạt 1.810 tỷ đồng (tăng 35% y/y). LNST cổ đông công ty mẹ đạt 390 tỷ đồng, tăng 31,3% y/y, tương ứng với EPS 2022 là 3.763 đồng.
- Kế hoạch đầu tư lớn nhằm mở rộng dịch vụ cung cấp các dịch vụ logistic bao gồm sản phẩm hoàn tất đơn hàng – fulfillment, bên cạnh việc tục củng cố dư địa tăng trưởng thì còn giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp chung cho VTP. Năm 2022 VTP có kế hoạch đầu tư 1.200 tỷ đồng đầu tư vào trung tâm chia chọn tự động, xe tải hạng nhẹ và nâng cấp hệ thống phần mềm.
- Kế hoạch chuyển sàn dự kiến được thực hiện trong Q3/2022, và là một động lực mạnh mẽ cho giá cổ phiếu trong thời gian tới. Khi chuyển sang HSX, VTP đạt được tiêu chí đầu tư của một số quỹ trước đây không mua được trên sàn upcom.

Quan điểm và định giá

Sau hai năm gặp khó từ diễn biến chi phí tăng cao bào mòn biên lợi nhuận mà nguyên nhân là do dịch bệnh bùng phát, kết quả LNST của VTP đã không tăng trưởng và thậm chí giảm sâu trong 2 năm qua. Chúng tôi cho rằng, những gì khó khăn nhất đối với VTP đã qua sau khi Covid được kiểm soát, triển vọng kinh doanh của VTP sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022, đặc biệt là từ nửa cuối năm nhờ nền thấp của cùng kỳ.

Bên cạnh đó, VTP có dư địa tăng trưởng lớn trong dài hạn nhờ hưởng lợi trực tiếp từ triển vọng của ngành bưu chính và từ kế hoạch đầu tư mở rộng sang lĩnh vực logistic. Trong ngắn hạn, kế hoạch chuyển sàn niêm yết sang HOSE sẽ là động lực tốt cho giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF để xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu VTP, chúng tôi áp dụng giả định WACC là 10,7%, exit EV/EBITDA là 7,8 lần và đưa ra giá mục tiêu cho VTP ở mức 83.600 đồng/cp, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 23,8% từ thị giá hiện tại. Ở mức giá này, P/E mục tiêu cho năm 2022 là 22,2 lần thấp hơn so P/E trung bình 3 năm qua ở mức 24,8 lần.

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hiện tại (VND):

Giá mục tiêu (VND):

83.600

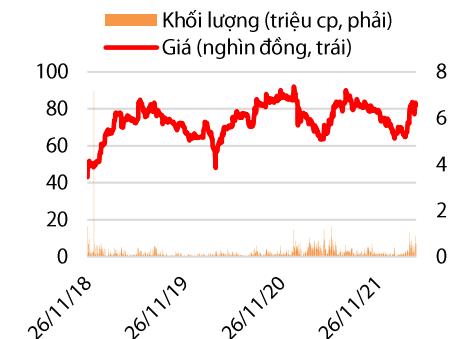
LN nhuận kỳ vọng:

23,8%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Logistic
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.990
SLCPĐLH (triệu cp)	104
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	366
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đ)	27
SH NĐTNN còn lại (%)	28,0%
BĐ giá 52 tuần (đồng)	64.000 - 90.100

Biểu đồ giá



Cổ đông lớn (%)

Viettel	60,81
Japan Asia MB Capital	4,9
Vietnam Holding	1,63
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	22,1

Hiếu Nguyễn

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1295

hieu.nm@vds.com.vn

KQKD kém khả quan trong năm 2021 chủ yếu do ảnh hưởng từ dịch bệnh Covid ở nửa cuối năm

Lũy kế cả năm 2021, VTP đạt 21.452 tỷ đồng doanh thu, tăng trưởng 24,5% y/y nhờ mảng thương mại tăng trưởng mạnh (+34,1%/y) do nhận chuyển nhượng, trực tiếp quản lý 300.000 cửa hàng Viettel Telecom (cung cấp các dịch vụ ngoài bưu chính như bán thẻ cào điện thoại, văn phòng phẩm...) từ cuối Q1/2021 và bắt đầu hợp nhất vào doanh thu thương mại từ Q2/2021. Tuy nhiên lợi nhuận sau thuế 2021 giảm mạnh 22,8% y/y đạt 296 tỷ đồng - chủ yếu do ảnh hưởng dịch bệnh trong nửa cuối 2021.

Cụ thể nguyên nhân khiến LNST suy giảm mạnh trong năm 2021 là do mảng cung cấp dịch vụ (CCDV) mảng đóng góp lợi nhuận chủ yếu (chiếm trên 96% tổng LNG năm 2020) có biên lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh trong nửa sau năm 2021. Biên lợi nhuận gộp mảng này đã giảm từ 10,9% từ nửa đầu năm xuống 5,0% nửa cuối năm 2021. Đáng chú ý, biên LNG đã tạo đáy lịch sử trong Q3/2021 đạt 4,3% và dần hồi phục lên 5,6% trong Q4/2021 nhưng vẫn ở mức rất thấp so với biên lợi nhuận gộp trung bình trên 10% quá khứ.

Đi vào chi tiết, mảng CCDV với hai hoạt động chính là chuyển phát và logistics, đã chịu ảnh hưởng nặng nề bởi các biện pháp phong tỏa của nhiều địa phương trên cả nước, khiến hoạt động kinh doanh bị ngưng trệ trong Q3/2021. Chỉ có hoạt động vận chuyển hàng hóa qua sân TMĐT Vò Sò được đẩy mạnh trong thời gian này với mục tiêu chính là hỗ trợ thực phẩm cho người dân. Do vận chuyển qua sân Voso có biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với mảng chuyển phát truyền thống, cùng với đó chi phí nhân sự tăng cao do phát sinh chi phí xét nghiệm, khử khuẩn phòng ngừa dịch đã dẫn tới hiệu quả hoạt động của VTP chậm đáy lịch sử trong Q3/2021. Sang Q4/2021, về cơ bản hoạt động chuyển phát đã phục hồi tích cực ngay khi yêu cầu giãn cách được gỡ bỏ tại các thành phố lớn, tuy nhiên dịch bệnh vẫn còn bùng phát tại một số tỉnh thành khiến hoạt động chuyển phát chưa thể phục hồi hoàn toàn, đồng thời việc phát sinh chi phí xét nghiệm định kỳ cho đội ngũ shipper để đảm bảo an toàn theo quy định của một số địa phương và tình trạng thiếu hụt lao động sau dịch khiến chi phí thuê ngoài, chi phí G&A tăng lên đáng kể trong Q4/2021 (hình 2) và đây là nguyên nhân dẫn đến hiệu quả hoạt động hồi phục chậm trong Q4/2021.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh năm 2021 của VTP (tỷ đồng)

	2H2021	2H2020	%svck	2021	2020	%svck
Doanh thu	11.072	10.438	6,1%	21.452	17.234	24,5%
Bán hàng	7.259	6.765	7,3%	14.244	10.617	34,2%
CCDV (chuyển phát + logistics)	3.813	3.671	3,9%	7.208	6.617	8,9%
Lợi nhuận gộp	247	339	-27,1%	600	699	-14,1%
Biên gộp	2,2%	3,2%	-31,3%	2,8%	4,1%	-31,0%
Bán hàng	55	17	223,5%	58	22	164,8%
Biên gộp	0,8%	0,3%	166,7%	0,4%	0,2%	97,4%
CCDV (chuyển phát + logistics)	192	327	-41,3%	542	677	-19,9%
Biên gộp	5,0%	8,9%	-43,8%	7,5%	10,2%	-26,5%
EBIT	77	200	-61,5%	881	968	-9,0%
LNST	82	184	-55,4%	296	383	-22,8%

Nguồn: VTP, CTCK Rong Viet

Triển vọng vững chắc sau khi dịch bệnh được kiểm soát
Cập nhật KQKD Q1/2022 – doanh thu mảng hoạt động chính hồi phục mạnh mẽ

KQKD của VTP dẫn cho thấy dấu hiệu phục hồi tích cực trở lại trong Q1/2022, mặc dù thời gian này biến thể Omicron đang lây lan rộng khắp trên các tỉnh thành cả nước, đặc biệt là các tỉnh thành phía Bắc. Q1/2022, doanh thu toàn tổng Công ty +11,9% y/y, trong đó doanh thu cung cấp dịch vụ (mảng kinh doanh cốt lõi) đạt 2.237 tỷ đồng +39,1% y/y - mức tăng trưởng mạnh mẽ nhất sau hơn 2 năm hoạt động kém hiệu quả. Tuy nhiên, dưới tác động đồng thời từ giá nhiên liệu tăng và hiệu quả chuyển phát giảm do sự lan rộng của biến thể Covid mới là nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận gộp mảng CCDV chỉ đạt 7,3% so với 11,2% cùng kỳ (nhưng đã phục hồi từ 4,3% Q3/2021 và 5,6% Q4/2021). Biên lợi nhuận gộp giảm khiến lợi nhuận sau thuế của VTP chỉ đạt 103 tỷ đồng, giảm 4,8% y/y và hoàn thành 25,8% dự báo cả năm của chúng tôi. Chúng tôi lưu ý, do yếu tố mùa vụ hoạt động kinh doanh một năm của VTP có xu hướng tăng cao ở các quý cuối năm. Như vậy, trong điều kiện dịch Covid được kiểm soát tốt trong phần còn lại của năm sẽ giúp biên lợi nhuận gộp mảng CCDV tiếp tục cải thiện đáng kể, qua đó LNST của VTP duy trì đà tăng trưởng cao trong nửa cuối năm.

Bảng 2: Kết quả kinh doanh Q1/2022 của VTP (tỷ đồng)

	Q1/2022	Q1/2021	%svck
Doanh thu	5.772	5.158	11,9%
Bán hàng	3.535	3.550	-0,4%
CCDV (chuyển phát + logistics)	2.237	1.608	39,1%
Lợi nhuận gộp	183	193	-5,0%
Biên gộp	3,2%	3,7%	
Bán hàng	19	12	61,9%
Biên gộp	0,5%	0,3%	
CCDV (chuyển phát + logistics)	164	181	-9,3%
Biên gộp	7,3%	11,2%	
EBIT	117	124	-6,0%
LNST	103	109	-4,8%

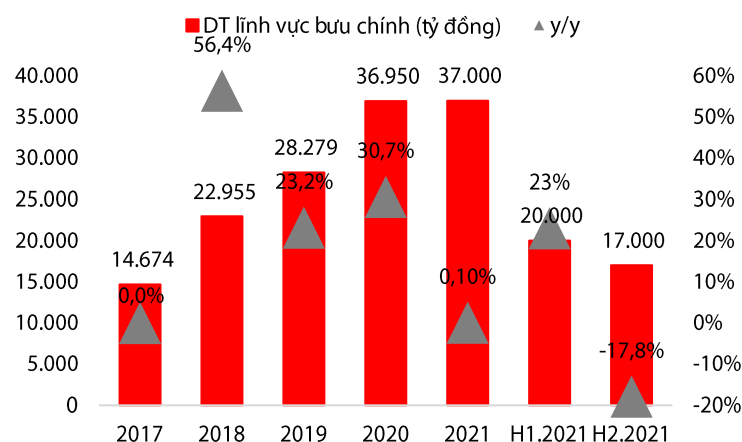
Nguồn: VTP, CTCK Rông Việt

Kỳ vọng KQKD dần phục hồi sau dịch

Quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng với miếng bánh thị trường mở rộng

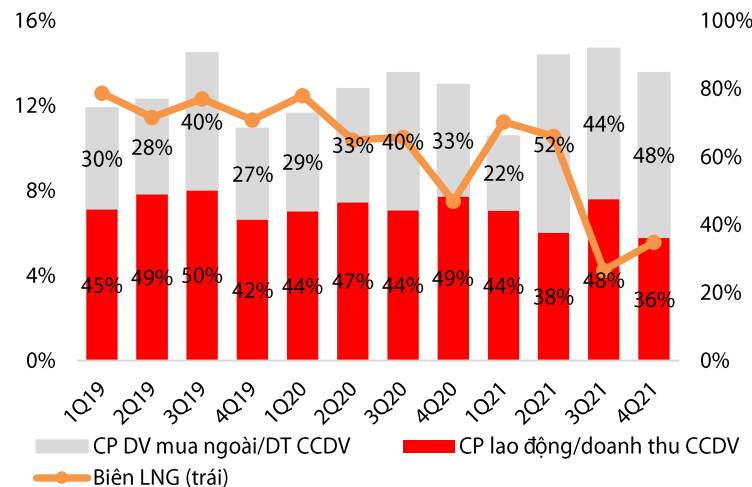
Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, doanh thu từ dịch vụ bưu chính trong cả năm 2021 đạt 37.000 tỷ đồng, tăng trưởng +0,1% y/y, mức tăng trưởng chủ yếu đến từ nửa đầu 2021 với doanh thu đạt 20.000 tỷ đồng (tăng +23% y/y) trong khi ghi nhận giảm -17,8% trong nửa cuối 2021. Theo tính toán của VTP, sản lượng chuyển phát của 7 doanh nghiệp lớn nhất ngành đã tăng trưởng âm trong năm 2021, tuy nhiên VTP vẫn có mức tăng trưởng dương +1,68%. Từ chuỗi sự kiện trên chúng tôi ngẫm hiểu rằng (1) giãn cách xã hội đã ảnh hưởng tới hoạt động vận chuyển toàn ngành trong nửa cuối năm (2) VTP đang dần chiếm thêm thị phần từ đối thủ. Do đó, khi nền kinh tế mở cửa trở lại, hoạt động “cốt lõi” của VTP được kỳ vọng sẽ quay lại quỹ đạo tăng trưởng. Theo Vụ Bưu chính, Bộ TT&TT, mục tiêu cơ bản đến năm 2025, tổng doanh thu dịch vụ bưu chính đạt 6 - 8 tỷ USD từ mức 1,6 tỷ USD của năm 2021, tương đương với tốc độ tăng trưởng trên 30%/năm. Trong đó tốc độ tăng trưởng trung bình của dịch vụ bưu chính phục vụ thương mại điện tử (TMĐT) tối thiểu 30%/năm. Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể duy trì mức tăng trưởng tương đương với ngành trong 3 năm tới. Thậm chí mức tăng trưởng có thể cao hơn khi ban lãnh đạo thể hiện quan điểm sẵn sàng chấp nhận cạnh tranh với những yêu cầu khắt khe về KPI và giá tại các sàn TMĐT để giành thêm thị phần cùng với việc ký kết hợp đồng lao động để tăng năng lực của đội ngũ giao hàng - nâng cao chất lượng nhằm có thêm đơn hàng từ thị trường đầy tiềm năng này.

Hình 1: Doanh thu lĩnh vực bưu chính của Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ thông tin và truyền thông

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



Nguồn: VTP, CTCK Rông Việt

Biên lợi nhuận hồi phục đi cùng với tiết giảm chi phí

Chi phí lao động và dịch vụ mua ngoài là 2 chi phí chiếm trọng số lớn nhất trong cơ cấu chi phí của VTP và thông thường dao động từ 70% - 80% tổng giá vốn của VTP. Trong năm 2021, bất chấp số lượng nhân sự có sụt giảm ở nhiều bưu cục/Hub thuộc khu vực cách ly, phong tỏa nhưng VTP vẫn chịu chi phí nhân sự cao do đáp ứng yêu cầu 3 tại chỗ, chi phí xét nghiệm covid, tăng lương cho nhân viên giao hàng trong thời gian phong tỏa. Kết quả là biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát của VTP suy giảm đáng kể trong nửa cuối năm 2021 từ mức trung bình 10% - 11% về mức 4% - 5%. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng sẽ cải thiện dần trở lại trong 2022 khi không còn các chi phí “bất thường” như 2021.

Ngoài biên gộp hồi phục, chúng tôi cũng kỳ vọng việc chuyển đổi 10.000 của hàng Viettel telecom sang làm chuyển phát bưu chính với mục tiêu mở rộng hệ thống bưu cục tuyến huyện sẽ giúp chi phí cho mỗi đơn hàng của VTP giảm trong bối cảnh công ty chấp nhận giảm giá dịch vụ để cạnh tranh với những đối thủ khác. Hiện VTP đang tập trung mở rộng hệ thống bưu cục tuyến huyện với mục tiêu mỗi huyện sẽ có ít nhất 1 nhà kho nhằm rút ngắn thời gian giao hàng, mục tiêu đưa hàng tới trạm cuối nhanh nhất.

Trong năm 2022, chúng tôi thấy rõ sự phục hồi trong KQKD của VTP, đặc biệt KQKD sẽ tăng trưởng mạnh mẽ ở nửa cuối năm nhờ nền KQKD thấp của cùng kỳ. Chúng tôi ước tính, trong năm 2022 VTP sẽ đạt 23.238 tỷ đồng doanh thu +8,5% y/y với tăng trưởng được đóng góp từ mảng cung cấp dịch vụ với doanh thu +21,3% y/y đạt 8.711 tỷ đồng trong đó doanh thu chuyển phát +24,8% y/y và doanh thu logistics +35% y/y lần lượt đạt 6.901 tỷ đồng và 1.810 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế cả năm đạt 399 tỷ đồng tăng trưởng 37,2% so với cùng kỳ nhưng thấp hơn 24,9% so với lợi nhuận kế hoạch của VTP.

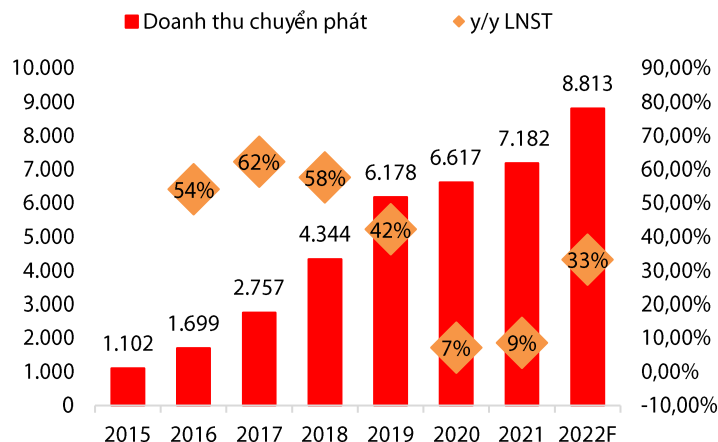
Tiềm năng tăng trưởng vững chắc nhờ mở rộng dịch vụ logistics

Như đã đề cập trước đó, dư địa tăng trưởng của ngành còn rất lớn, cùng với việc không có rào cản gia nhập đã dẫn đến sự tham gia của một số doanh nghiệp chuyển phát có vốn đầu tư nước ngoài đặc biệt là từ Trung Quốc, hay các doanh nghiệp chuyển phát tư nhân năng động mới gia nhập trong nước. Do đó áp lực cạnh tranh gia tăng là điều không thể tránh khỏi.

Theo chia sẻ của BLD, để có thể bảo vệ và chiếm lĩnh thị phần trong ngành mà miếng bánh thị trường ngày càng phình to đồng thời áp lực cạnh tranh ngày càng lớn, các doanh nghiệp chuyển phát sẽ không thể chỉ dừng lại trong việc mở rộng hệ thống mạng lưới bưu cục/hub theo cách truyền thống mà bắt buộc phải đầu tư mở rộng cơ sở hạ tầng logistic, cải tiến công nghệ nhằm giảm thiểu chi phí và thời gian giao hàng một cách tối ưu nhất. Ở đó hai chi phí có trọng số lớn nhất là chi phí lao động và dịch vụ mua ngoài cần được cắt giảm và chia khóa đóng vai trò quyết định để cắt giảm hai chi phí này là ở khâu chia chọn, vận tải và tiến bộ công nghệ.

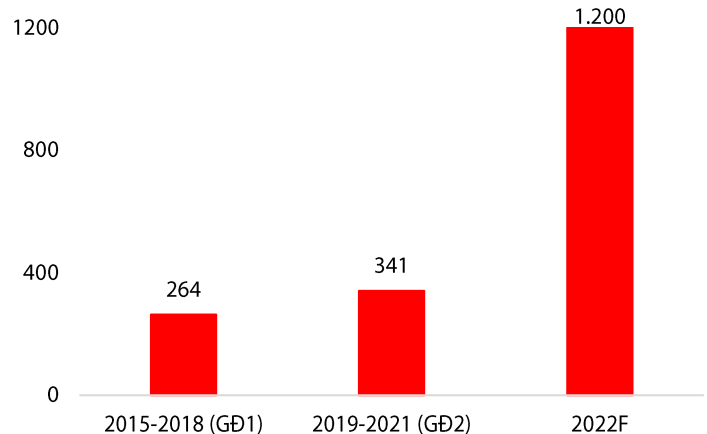
Trải qua 2 giai đoạn đầu tư (1) 2015-2018 mở rộng hệ thống bưu cục, phương tiện vận tải và (2) 2019-2021 đẩy mạnh đầu tư công nghệ, trung tâm chia chọn. VTP đã trở thành doanh nghiệp hàng đầu mảng giao hàng chặng cuối (last-mile) khi sở hữu nhiều lợi thế ở cả tiềm lực tài chính lẫn hệ thống hỗ trợ. Trong năm 2021, VTP đã tiếp nhận 300.000 điểm bán hàng của Viettel Telecom, hiện VTP đã chọn ra 10.000 điểm làm chuyển phát bưu chính, điều này đưa VTP trở thành doanh nghiệp có số điểm phủ sóng hàng đầu cả nước.

Hình 3: Doanh thu cung cấp dịch vụ của VTP (tỷ đồng)



Nguồn: VTP, CTCK Rồng Việt

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



Nguồn: Fiinpro, VTP, CTCK Rồng Việt

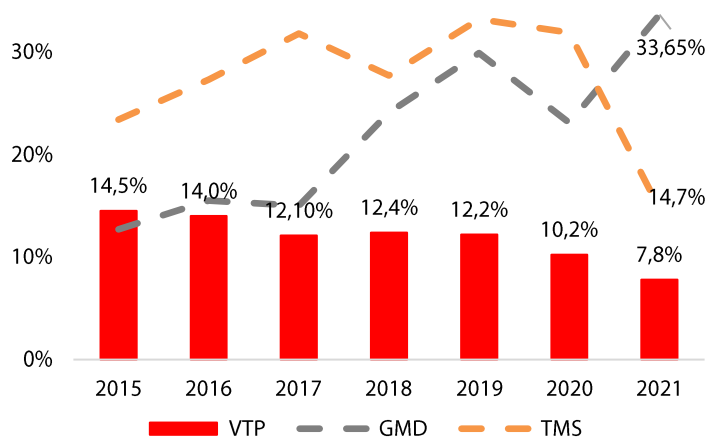
VTP hiện sở hữu thế mạnh với hạ tầng rộng khắp nhưng chưa tạo ra lợi thế cạnh tranh nổi bật so với đối thủ. Do đó, VTP có kế hoạch đầu tư lớn trong giai đoạn 2022-2025 vào việc mở rộng hạ tầng logistic như các trung tâm logistics thông minh, nhà kho, phát triển ứng dụng công

nghe nhằm tạo lợi thế cạnh tranh nổi bật hơn trong hoạt động chuyển phát. VTP dự kiến đầu tư 3.400 – 3.500 tỷ đồng, đầu tư 17 trung tâm logistic theo trục kéo dài cả nước từ Lạng Sơn đến An Giang, nguồn vốn đầu tư 50% VCSH và 50% vốn vay. VTP kỳ vọng sau khi hoàn thành, các trung tâm sẽ tối ưu chi phí và rút ngắn 30% thời gian vận chuyển.

Trước đó, VTP đã công bố đầu tư 2 trung tâm điều phối tại Đà Nẵng và Cần Thơ với công suất thiết kế lần lượt là 48.000 và 45.000 bưu kiện/giờ, dự kiến 2 trung tâm này sẽ đi vào hoạt động vào cuối Q2/2022. Ngoài ra VTP tiếp tục đưa vào vận hành thêm 1 trung tâm logistic thông minh rộng 2,5 ha tại Long Biên (Hà Nội) trong năm 2022, BLĐ cho biết đây sẽ là trung tâm logistic thông minh nhất tại Việt Nam cho đến thời điểm này. Dự kiến tổng mức đầu tư mở 3 trung tâm chia chọn và cải tiến công nghệ khoảng 1.200 tỷ đồng. Sau đó, VTP tiếp tục đẩy mạnh đầu tư thêm 14 kho bãi và hệ thống chia chọn.

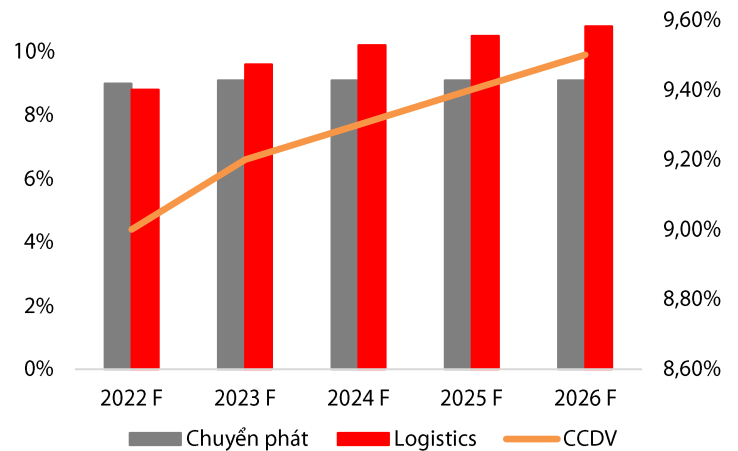
Chúng tôi kỳ vọng chiến lược đẩy mạnh đầu tư mở rộng cung cấp các dịch vụ logistic bao gồm sản phẩm hoàn tất đơn hàng – fulfillment (quản lý kho, xử lý đơn hàng, vận chuyển) sẽ tiếp tục củng cố dư địa tăng trưởng của VTP trong tương lai, trong đó mảng logistics sẽ dẫn dắt đà tăng trưởng.

Hình 5: Biên LNG mảng logistics của một số doanh nghiệp



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp mảng cốt lõi của VTP



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Thông qua bức tranh tỷ suất lợi nhuận gộp mảng logistics, cụ thể là mảng kho vận (vận tải, đóng gói, lưu kho) – một phần trong dịch vụ logistic của GMD và TMS cho thấy biên lợi nhuận mảng này cao hơn ít nhất 2 lần so với biên lợi nhuận hiện tại của VTP. Ở TMS biên LNG mảng logistic giảm một nửa trong năm 2021 là do diễn biến giá cước vận tải tăng mạnh nên TMS đã chủ động giảm giá mảng kho vận cho khách hàng, đặc biệt là khách hàng lớn như các siêu thị chuỗi bán lẻ để thu hút và giữ chân khách hàng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng với chiến lược đẩy mạnh phát triển sang cung cấp dịch vụ logistic như dịch vụ kho vận, sản phẩm hoàn tất đơn hàng – fulfillment, bên cạnh việc đóng góp động lực tăng trưởng mới thì còn giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp chung cho VTP.

Ngoài ra, nhìn từ thị trường Trung Quốc, chúng tôi thấy rằng thị trường chuyển phát tại quốc gia này có mức tăng trưởng cao với tốc độ trung bình khoảng 28%/năm (theo số liệu của JP Morgan) trong giai đoạn từ 2016 – 2020. Đi cùng với sự tăng trưởng của ngành, có sự thay đổi trong thị phần chuyển phát giữa các doanh nghiệp. Cụ thể, doanh nghiệp phụ thuộc vào dịch vụ bưu chính truyền thống và không có những thay đổi trong mô hình kinh doanh sẽ bị mất thị phần mà đại diện là SF và STO. Trong khi những doanh nghiệp có những cải tiến trong mô hình kinh doanh, hướng đến sự hợp tác, tích hợp kinh doanh kho bãi vào dịch vụ chuyển phát nhanh và đẩy mạnh ứng dụng công nghệ nhằm cắt giảm tối đa các chi phí sẽ dành thêm thị phần (đại diện là ZTO và Yunda). Chúng tôi cho rằng với chiến lược cải tiến mô hình kinh doanh bằng việc đẩy mạnh đầu tư các trung tâm chia chọn, cải tiến công nghệ và tăng cường hợp tác với nhiều doanh nghiệp giúp sản lượng hàng hóa chuyển phát của VTP tiếp tục tăng trưởng mạnh trong những năm tới.

Chúng tôi ước tính, biên lợi nhuận gộp mảng cung cấp dịch vụ sẽ cải thiện lên 9% trong năm 2022 từ 7,8% trong năm 2021 nhờ biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát hồi phục. Kể từ 2022 trở đi, biên lợi nhuận gộp mảng cung cấp dịch vụ sẽ tiếp tục cải thiện dần qua từng năm và tăng lên 9,5% trong năm 2026 từ 9% của năm 2022 nhờ mảng logistic tăng trưởng mạnh. Cụ thể, doanh thu mảng logistic đạt 4.963 tỷ trong năm 2026 từ 1.652 tỷ trong năm 2021, tương ứng với mức tăng trưởng kép hàng năm là 24,6%/năm.

Chuyển sàn niêm yết và chi trả cổ tức bằng cổ phiếu để tăng vốn điều lệ

ĐHCG đã thông qua kế hoạch chuyển sàn niêm yết sang HSX trong năm 2021 hoặc năm 2022, tuy nhiên năm 2021 VTP chưa thực hiện chuyển sàn do đó việc chuyển sàn sẽ được thực hiện trong năm 2022 này. Hiện VTP có kế hoạch nộp hồ sơ chuyển sàn niêm yết vào tháng 5/2022 và chính thức lên sàn HSX trong Q3/2022. Phương thức tính giá chuyển sàn sẽ được VTP công bố sau, bên cạnh đó VTP dự kiến tăng 9,33% vốn điều lệ thông qua chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trong năm 2022. Chúng tôi cho rằng, thông tin chuyển sàn sẽ là một động lực mạnh mẽ cho giá cổ phiếu trong thời gian tới, bởi khi chuyển sang sàn HSX, VTP đạt được tiêu chí đầu tư của một số quỹ trước đây không mua được trên sàn upcom sẽ có cơ hội mua vào.

Dự phóng & định giá

Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của VTP lần lượt là 23.238 tỷ đồng (+8,5% y/y) và 390 tỷ đồng (+31,6% y/y) tương ứng với EPS 2022F là 3.763 đồng/cp. Các giả định gồm:

- Mạng thương mại tăng trưởng chậm lại sau 2 năm đóng góp tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu toàn công ty, doanh thu mạng này sẽ tăng +2% y/y trong năm 2022 đạt 14.526 tỷ đồng.
- Mạng cung cấp dịch vụ đạt tăng trưởng 21,3% lên 8.711 tỷ đồng với động lực đến từ 2 dịch vụ là chuyển phát và logistic.
 - Với dịch vụ chuyển phát, số lượng bưu phẩm sẽ tăng mạnh từ mức nền thấp trong năm 2021 và tăng 30% trong năm 2022. Do mức độ cạnh tranh trong ngành vẫn rất cao nên chúng tôi cho rằng giá dịch vụ chuyển phát tiếp tục giảm -4% trong năm 2022 và khiến biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát đạt 9% trong năm 2022, thấp hơn mức 12% trước dịch.
 - Với dịch vụ logistic, VTP đã triển khai chương trình cho thuê kho hàng miễn phí để thu hút khách hàng năm 2021. Chúng tôi ước tính mảng này sẽ tăng trưởng 35% trong năm 2022 và tiếp tục tăng trưởng cao hơn trong những năm sau đó.
- Biên lợi nhuận gộp mảng cung cấp dịch vụ đạt 9% trong năm 2022. Về xa hơn, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng cung cấp dịch vụ sẽ cải thiện dần qua từng năm nhờ chiến lược đầu tư mới và đạt 9,5% trong năm 2026.

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF để xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu VTP, chúng tôi áp dụng giả định WACC là 10,7%, exit EV/EBITDA là 7,8 lần và đưa ra giá mục tiêu chúng tôi đưa ra cho VTP ở mức 83.600 đồng/cp, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 23,8% từ thị giá hiện tại, tại mức giá này tương đương với P/E mục tiêu cho năm 2022 là 22,2 lần thấp hơn so P/E trung bình 3 năm qua ở mức 24,8 lần.

Bên cạnh đó, nhìn diễn biến định giá và mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của một số doanh nghiệp trong ngành chuyển phát tại một số nước trong khu vực có thị trường chuyển phát phát triển hơn. Có thể thấy rằng các doanh nghiệp trong ngành chuyển phát được giao dịch tại mức P/E tương đối cao, giao động trong khoảng [20-40] lần, cùng với đó là mức tăng trưởng LNST cũng khá cao trên 25%/năm thời điểm trước dịch. Với diễn biến phục hồi mạnh mẽ ở KQKD trong năm 2022 và câu chuyện chuyển sàn niêm yết trong khi có triển vọng tăng trưởng cao trong những năm tới, chúng tôi cho rằng VTP phù hợp giao dịch với P/E cho năm 2022 là 22,2 lần.

Bảng 3: Diễn biến định giá và mức tăng trưởng LNST của một số doanh nghiệp chuyển phát

Công ty	Quốc gia	Chỉ số	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
ZTO	Trung Quốc	P/E	52,6	31,3	24,7	25,2	32,0	35,9	22,0	17,2	14,1
		LNST y/y	47,4	64,5	38,7	29,5	-24,0	10,3	-80,3	27,6	23,9
YTO	Trung Quốc	P/E	126,5	35,0	25,8	17,8	23,0	20,9	20,2	16,4	13,3
		LNST y/y	91,2	5,2	32,0	-12,4	5,9	19,1	-78,4	23,2	23,7
Yunda	Trung Quốc	P/E	45,5	42,3	33,5	24,7	24,2	33,8	20,1	15,4	12,4
		LNST y/y	120,9	35,0	69,8	-1,9	-46,9	5,1	-77,4	28,1	28,4
STO	Trung Quốc	P/E	39,6	20,6	20,4	16,5	19,8	417,1	39,6	26,6	11,5
		LNST y/y	65,0	17,9	37,7	-31,3	-97,4	na	-106,7	41,1	117,0
SAP	Indonesia	P/E	na	na	na	na	39,1	29,8	na	na	na
		LNST y/y	91,8	-2089,5	-67,1	na	-20,7	42,8	na	na	na
GD	Malaysia	P/E	58,0	69,0	87,2	81,2	54,6	85,7	37,0	30,8	na
		LNST y/y	21,7	6,9	-35,8	37,4	-31,3	29,4	-75,3	9,7	na
Pos	Malaysia	P/E	13,9	27,8	38,5	13,9	na	na	na	na	na
		LNST y/y	-50,3	33,2	10,9	na	13,6	-9,0	-96,0	-71,3	na

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rống Việt

Rủi ro đầu tư

Giá nhiên liệu tăng cao. Trong cuộc họp ĐHCĐ thường niên 2022 ban lãnh đạo cho biết công ty sẽ không tăng giá dịch vụ chuyển phát nhằm hỗ trợ khách hàng và gia tăng thị phần bất chấp đà tăng giá xăng. Giá nhiên liệu hiện chiếm khoảng 3% tổng chi phí nguyên vật liệu của VTP, tuy nhiên giá nhiên liệu tăng sẽ ảnh hưởng đến chi phí thuê ngoài chiếm khoảng 40% tổng chi phí của DBC. Do đó, nếu giá xăng tiếp tục tăng sẽ khiến biên lợi nhuận của VTP chưa thể phục hồi về thời điểm trước dịch.

Áp lực cạnh tranh từ đối thủ. Ngành chuyển phát với ít rào cản gia nhập dẫn tới áp lực cạnh tranh cao, nổi bật là diễn biến cạnh tranh về giá giữa các hãng chuyển điều này có thể khiến tỷ suất lợi nhuận của VTP bị ảnh hưởng trong tương lai.

Trì hoãn đầu tư mở rộng mạng logistic. Chúng tôi đánh giá cao việc đầu tư mở rộng mạng logistic nhằm đem đến triển vọng tăng trưởng và hỗ trợ cho mạng chuyển phát của VTP. Tuy nhiên việc đầu tư bị trì hoãn hoặc chậm tiến độ sẽ ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng cho VTP trong thời gian tới.

Đơn vị: Tỷ đồng

KQ HKD	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E
Doanh thu thuần	7.812	17.234	21.423	23.238
Giá vốn	7.036	16.536	20.789	22.397
Lãi gộp	775	699	634	840
Chi phí bán hàng	49	22	39	46
Chi phí quản lý	285	248	274	325
Thu nhập từ HĐTC	94	99	94	95
Chi phí tài chính	49	54	48	76
Lợi nhuận khác	-9	6	4	0
Lãi/lỗ từ LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	477	480	372	488
Thuế TNDN	97	97	75	98
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	380	383	297	390
EBIT	441	429	322	469
EBITDA	498	503	410	527

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E
Tăng trưởng				(%)
Doanh thu	58,7%	120,6%	24,3%	8,5%
Lợi nhuận HĐKD	35,7%	0,9%	-18,4%	28,4%
EBIT	39,2%	-2,8%	-25,1%	45,7%
Lợi nhuận sau thuế	36,2%	0,8%	-22,6%	31,6%
Tổng tài sản	19,7%	29,3%	24,0%	18,2%
Vốn chủ sở hữu	42,6%	24,9%	9,8%	21,4%
Khả năng sinh lợi				(%)
LN gộp / Doanh thu	9,9%	4,1%	3,0%	3,6%
EBITDA/ Doanh thu	6,4%	2,9%	1,9%	2,3%
EBIT/ Doanh thu	5,7%	2,5%	1,5%	2,0%
LNST/ Doanh thu	4,9%	2,2%	1,4%	1,7%
ROA	11,2%	8,7%	5,4%	6,1%
ROE	44,9%	34,9%	24,1%	20,7%
Hiệu quả hoạt động				(lần)
Vòng quay kh. phải thu	7,3	12,7	9,7	9,9
Vòng quay HTK	147,6	27,3	55,7	56,8
Vòng quay kh. phải trả	4,4	8,0	7,1	7,1
Khả năng thanh toán				(lần)
Hiện hành	1,2	1,2	1,2	1,2
Nhanh	1,2	1,1	1,1	1,1
Cấu trúc tài chính				(%)
Tổng nợ/ Vốn CSH	84,2%	90,6%	87,9%	102,1%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	84,2%	90,0%	87,9%	62,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,6%	0,0%	40,0%

Đơn vị: Tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E
Tiền	347	288	331	374
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.276	1.572	1.901	1.557
Các khoản phải thu	1.073	1.352	2.208	2.337
Tồn kho	48	606	373	394
Tài sản ngắn hạn khác	114	119	143	143
Tài sản cố định hữu hình	302	342	289	1.427
Tài sản cố định vô hình	41	34	41	39
Đầu tư tài chính dài hạn	84	0	41	41
Tài sản dài hạn khác	110	74	116	122
TỔNG TÀI SẢN	3.394	4.388	5.443	6.434
Tiền hàng phải trả và ứng trước	1.595	2.072	2.940	3.168
Vay và nợ ngắn hạn	815	1.088	1.166	1.000
Vay và nợ dài hạn	0	7	0	645
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	1	1
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	16	12	9	10
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	2.426	3.179	4.116	4.823
Vốn đầu tư của CSH	618	853	1.058	1.058
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	344	350	267	551
Khoản thu nhập khác	1	2	-2	-2
Quỹ đầu tư phát triển	5	5	5	5
Nguồn vốn chủ sở hữu	968	1.209	1.327	1.611
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG VỐN	3.394	4.388	5.443	6.434
Bảng dòng tiền	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E
LNTT	477	480	372	488
Khấu hao	52	74	87	58
Các điều chỉnh	(29)	(50)	3	-
Thay đổi vốn lưu động	(522)	(602)	23	(21)
Tiền thuần từ HĐKD	(22)	(98)	485	526
Thay đổi TSCĐ	(169)	(56)	(92)	(116)
Thay đổi các khoản đầu tư khác	(259)	(97)	(317)	-
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	-	-	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	(428)	(154)	(409)	(116)
Nhận/trả lại vốn góp	182	234	205	-
Vay mới/trả nợ vay	415	281	71	478
Cổ tức, lợi nhuận đã trả	(211)	(322)	(338)	(107)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	387	192	(62)	371
Tiền đầu năm	411	347	317	333
Tiền thuần trong kỳ	(64)	(59)	14	781
Tiền thuần cuối kỳ	347	289	333	374

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

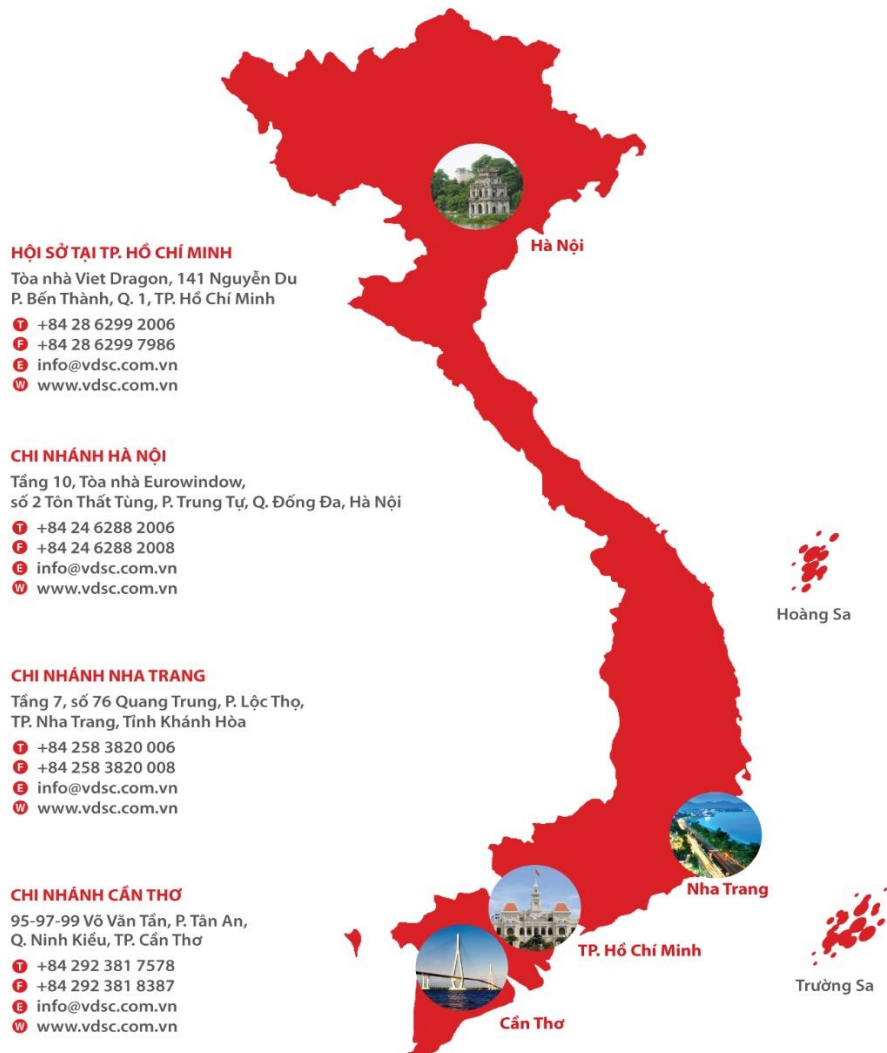
Trần Hà Xuân Vũ
Trưởng phòng
 vu.thx@vdsc.com.vn
 + 84 28 62992006 (1512)

Nguyễn Huy Phương
Phó phòng
 phuong.nh@vdsc.com.vn
 + 84 28 62992006 (1241)

Nguyễn Đại Hiệp
Chuyên viên cao cấp
 hiep.nd@vdsc.com.vn
 + 84 28 62992006 (1331)

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

Nguyễn Minh Hiếu
Chuyên viên
 hieu.nm@vdsc.com.vn
 + 84 28 62992006 (1295)



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 Viet Securities 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 Viet Securities 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 Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2022.**