

## TỔNG CTCP BƯU CHÍNH VIETTEL (VTP) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND106.000	<b>Giá mục tiêu</b> VND130.700	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 1,4%	<b>Khuyến nghị</b> KHẢ QUAN	<b>Ngành</b> Công nghiệp
-------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------	--------------------------------	-----------------------------

Ngày 13/10/2020

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

Consensus\*: Mua:5 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 14,9%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	111.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	60.705
GTGDĐQ 3 tháng (tr VND)	8,822tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	8.803
Free float (%)	28
P/E trượt (x)	14,5
P/B hiện tại (x)	6,70

### Cơ cấu sở hữu

Viettel Group	68,1%
Khác	31,9%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyen Tien Dung**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

## Cơ hội từ thương vụ thoái vốn của Viettel

- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng đạt tăng trưởng kép 19,3% trong giai đoạn 2020-22 nhờ nỗ lực giành thị phần của VTP trên thị trường chuyển phát.
- Cơ hội trong ngắn hạn từ thương vụ thoái 6% vốn của Viettel tại VTP.
- Đánh giá KHẢ QUAN với giá mục tiêu 130.700 đồng/cp.

### Khả năng chiếm lĩnh thị phần trong thị trường tăng trưởng hai con số

Chúng tôi kỳ vọng giá trị thị trường ngành chuyển phát Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng kép 11,4% giai đoạn 2020–2022 nhờ sự sôi động của thị trường thương mại điện tử. Dựa trên năng lực công nghệ cạnh tranh so với đối thủ và mạng lưới cơ sở hạ tầng rộng khắp toàn quốc, chúng tôi tin rằng VTP có thể đạt mức tăng trưởng kép 18,5% trong mảng chuyển phát giai đoạn 2020-2022.

### Lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng vững chắc trong năm 2020-2022

Chúng tôi kỳ vọng LN năm 2020 của VTP sẽ tăng 19,4% svck trên cơ sở doanh thu sẽ tăng 99,4% svck, trong đó mảng dịch vụ chuyển phát tăng 20% svck và doanh số mảng thương mại tăng 400% svck. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng kép LN ròng giai đoạn 2020-2022 sẽ đạt mức 19,3% nhờ mức tăng trưởng kép 18,5% của doanh thu chuyển phát giai đoạn 2020-2022 và mức cải thiện biên lợi nhuận gộp 0,11 điểm phần trăm trong kỳ.

### Tập đoàn Viettel sẽ thoái 6% vốn tại VTP vào tháng 11/2020

Việc thoái 6% vốn (tương đương 4,98 triệu cổ phiếu) tại VTP sẽ được thực hiện thông qua hình thức đấu giá công khai tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) vào tháng 11/2020 với giá khởi điểm 104.800 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá việc thoái vốn là một cơ hội ngắn hạn đối với cổ phiếu, cùng với khả năng được nhìn nhận lại giá trị khi VTP đang bắt đầu chuyển mình thành một công ty công nghệ logistics.

### Đánh giá Khả Quan với giá mục tiêu 130.700 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra đánh giá KHẢ QUAN cho cổ phiếu VTP với giá mục tiêu 130.700 đồng/cp tương đương với tiềm năng tăng giá 24,7% (bao gồm cả tỷ suất cổ tức). Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương của: (1) định giá dựa trên mô hình DCF trong 10 năm và (2) định giá dựa trên P/E mục tiêu của năm 2020 là 19,3x. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) đại dịch toàn cầu kéo dài hơn dự kiến hoặc khủng hoảng khác bên ngoài lãnh thổ dẫn đến việc đóng cửa biên giới ở các quốc gia, điều này sẽ làm giảm khối lượng bưu kiện quốc tế và (2) sự tham gia của các nền tảng thương mại điện tử có năng lực tài chính mạnh và phát triển thành công hệ thống phân phối của riêng mình.

Tổng quan tài chính (VND)	12-18A	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.922	7.812	15.582	17.857
Tăng trưởng DT thuần	22,1%	58,7%	99,5%	14,6%
Biên lợi nhuận gộp	11,1%	9,9%	6,1%	6,3%
Biên EBITDA	8,5%	7,5%	4,5%	4,8%
LN ròng (tỷ)	279	380	454	547
Tăng trưởng LN ròng	64,1%	36,2%	19,4%	20,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	60,3%	41,8%	21,6%	20,2%
EPS cơ bản	7.854	7.528	6.731	6.586
EPS điều chỉnh	6.745	6.451	5.769	5.644
BVPS	16.410	16.236	15.389	19.694
ROAE	47,8%	46,2%	40,4%	37,5%

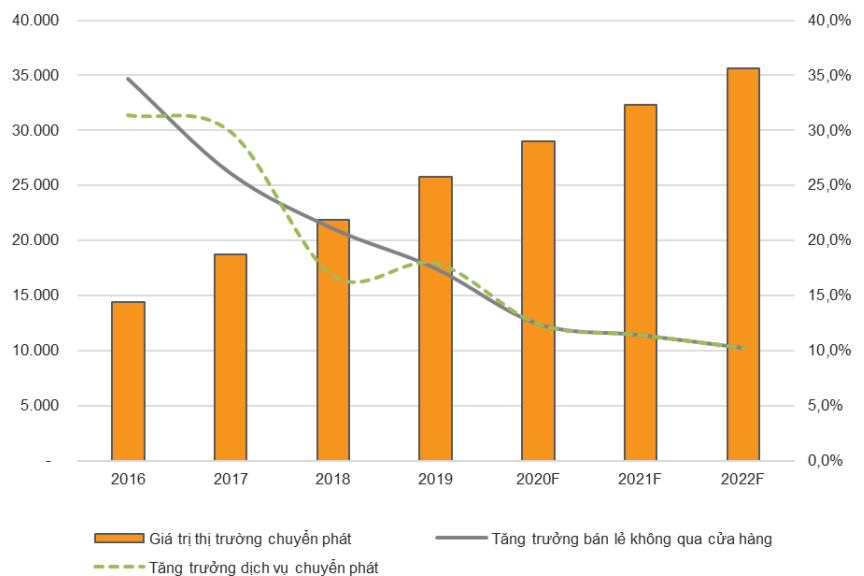
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## CƠ HỘI TỪ THỊ TRƯỜNG TĂNG TRƯỞNG HAI CHỮ SỐ

**Chúng tôi kỳ vọng giá trị thị trường ngành dịch vụ chuyển phát tăng 11,4%/năm trong giai đoạn 2020-2022**

Mối quan hệ cộng sinh giữa dịch vụ chuyển phát và bán lẻ không qua cửa hàng là không thể phủ nhận, trong đó chuyển phát là bước cuối cùng để hoàn tất quy trình bán lẻ không qua cửa hàng. Theo Euromonitor, tổng giá trị bán lẻ không qua cửa hàng tăng trưởng mạnh mẽ, đạt mức 24,9%/năm trong giai đoạn 2016 – 2019 nhờ sự bùng nổ của thương mại điện tử, tuy nhiên tăng trưởng có thể chậm lại trong giai đoạn 2020 – 2022 và đạt 11,4% do đà tăng trưởng đã giảm dần trong các năm gần đây. Với độ tương quan cao với tăng trưởng ngành bán lẻ không qua cửa hàng, giá trị thị trường ngành chuyển phát của Việt Nam đạt tăng trưởng kép 24,0% trong giai đoạn 2016 – 2019 (theo số liệu của Tổng cục Thống kê Việt Nam – GSO). Dựa trên dự báo của Euromonitor và mối tương quan giữa tăng trưởng ngành chuyển phát và ngành bán lẻ không qua cửa hàng, chúng tôi dự phóng giá trị thị trường chuyển phát sẽ đạt mức tăng trưởng kép 11,4% giai đoạn 2020-2022 với động lực chính tiếp tục đến từ tăng trưởng của thương mại điện tử.

**Hình 1: Giá trị thị trường dịch vụ chuyển phát được dự phóng sẽ đạt CAGR 11,4% trong giai đoạn 2020-2022 (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROMONITOR, TỔNG CỤC THỐNG KẾ

## Lợi thế cạnh tranh của VTP được tăng cường nhờ kế thừa những thế mạnh sẵn có của Tập đoàn Viettel

Là một trong bốn trụ cột trong kế hoạch phát triển của Tập đoàn Viettel giai đoạn 2021- 2025, VTP đang nhận được sự hỗ trợ toàn diện về các công nghệ hiện đại và mạng lưới cơ sở hạ tầng toàn quốc từ tập đoàn Viettel. Đây cũng là những lợi thế cạnh tranh lớn của VTP trong việc chiến lĩnh thị phần ngành chuyển phát trong các năm tới:

- Về công nghệ, VTP nhận được sự hỗ trợ từ nguồn nhân lực công nghệ cao của tập đoàn Viettel, từ đó có thể phát triển các sản phẩm công nghệ cao nhằm giải quyết ba vấn đề: (1) xử lý khối lượng lớn các đơn hàng; (2) rút ngắn tổng thời gian giao hàng khi đây là mối quan tâm lớn nhất của khách hàng trong việc lựa chọn dịch vụ và (3) cung cấp nhiều loại hình dịch vụ và nguồn doanh thu. Với các sản phẩm đã ra mắt, VTP đã cho thấy tiềm lực công nghệ mạnh mẽ, một lợi thế cạnh tranh lớn để giành thị phần trong thị trường chuyển phát.

Hình 2: Phát triển công nghệ giúp VTP nâng cao khả năng cạnh tranh

Các sản phẩm công nghệ	Ngày ra mắt	Công nghệ sử dụng	Nhận xét
Ứng dụng Viettelpost	T6-2018	Cloud-based, AI, Big Data	Cung cấp dịch vụ chuyển phát bưu phẩm cho khách hàng, giúp giảm quá trình đặt hàng từ 240 giây xuống 8 giây.240 seconds to 8 seconds.
Ứng dụng VTSale	T6-2019	Cloud-based	Phần mềm quản lý bán hàng VTSales được phát triển trên công nghệ đám mây, phục vụ cho các cửa hàng trực tuyến vừa và nhỏ, giúp họ quản lý hàng tồn kho, đồng bộ đơn hàng, phương thức thanh toán và chuyển hàng. Ứng dụng cũng góp phần thu hút các khách hàng sử dụng dịch vụ của VTP.
Dây chuyền phân loại hàng hóa tự động	T7-2018	Cross belt	Công suất 30.000 sản phẩm/giờ, là dây chuyền phân loại hàng hóa tự động có công suất lớn nhất Việt Nam, với độ chính xác 99.5%, cao nhất hiện tại. Dây chuyền giúp giảm tổng thời gian vận chuyển từ 4-6 giờ. VTP hiện tại đang vận hành 6 dây chuyền trên toàn quốc.
Voso.vn	T7-2019	Cloud-based, AI, Big Data	Sàn thương mại điện tử chuyên dụng cho nông sản, một thị trường còn nhiều tiềm năng nhưng chưa được khai phá.
MyGo	T7-2020	Cloud-based, AI, Big Data	Hoàn thiện hệ sinh thái của VTP với các phương thức vận chuyển chặng cuối.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

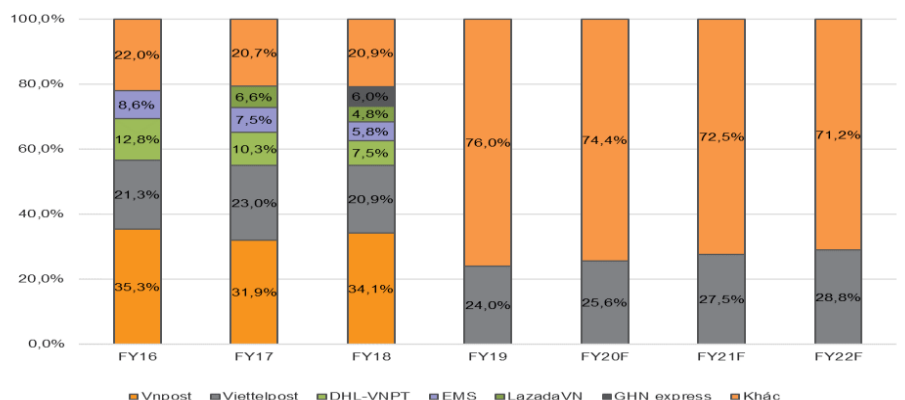
- Sau khi nhận chuyển nhượng 823 cửa hàng viễn thông từ Viettel Telecom trong năm 2019, VTP hiện đang sở hữu 1.825 bưu cục và 6.000 điểm giao nhận. Hiện tại, VTP có cơ sở hạ tầng bưu chính lớn thứ hai Việt Nam sau VNPost, doanh nghiệp sở hữu khoảng 11.235 bưu cục và điểm giao nhận. Ngoài triển vọng nhận thêm cơ sở hạ tầng các năm sắp tới, VTP có thể tận dụng hệ thống hạ tầng rộng lớn sẵn có của Viettel để bán chéo dịch vụ của mình. Ngoài thế mạnh về mạng lưới bưu chính phủ rộng đến tận các khu vực hẻo lánh, VTP còn sở hữu công suất vận chuyển lớn với 800 xe tải và 12 toa hàng trong tổng số 22 toa của chuyến tàu 40 giờ Bắc - Nam nhằm cải thiện tốc độ vận chuyển và nâng cao chất lượng nhằm phục vụ tối đa nhu cầu của khách hàng. Đây là những lợi thế rất lớn của VTP so với các đối thủ khác khi các đối thủ có thể phải mất nhiều năm để đạt được cơ sở hạ tầng và công suất như VTP hiện nay.

### Chúng tôi kỳ vọng VTP sẽ tăng trưởng nhanh hơn nhiều so với tốc độ của ngành trong giai đoạn 2020-2022

Theo quan điểm của chúng tôi, đối thủ cạnh tranh đáng quan tâm nhất của VTP là các nền tảng thương mại điện tử với hệ thống giao hàng riêng, có thể kể đến như LazadaVN với tiềm lực tài chính dồi dào cùng chiến lược kinh doanh “cash-burn” để tăng trưởng. Tuy nhiên, mô hình kinh doanh của LazadaVN không hoạt động tốt như các nền tảng khác như Shopee, mô hình bàn giao quá trình vận chuyển cho bên thứ ba. Do đó, thị phần của LazadaVN trong mảng thương mại điện tử dần mất đi, dẫn tới thị phần dịch vụ chuyển phát giảm từ 6,6% trong 2017 xuống 4,8% trong 2018.

Nhờ vào năng lực công nghệ vượt trội và cơ sở hạ tầng bưu chính trên toàn quốc của VTP, chúng tôi tin rằng công ty có khả năng chiếm lĩnh thị phần từ các đối thủ cạnh tranh trong các năm tới. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ dịch vụ chuyển phát của VTP sẽ đạt tăng trưởng kép 18,5% trong giai đoạn 2020-2022, cao hơn 7,1 điểm phần trăm so với tốc độ tăng trưởng kép toàn ngành giai đoạn này, từ đó tăng thị phần từ 24,0% năm 2019 lên 28,8% trong 2022.

Hình 3: Thị phần của VTP tăng lên 28,8% trong năm 2022, dựa trên dự phóng của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MIC, BÁO CÁO CÔNG TY

**LỢI NHUẬN GIAI ĐOẠN 2020-22 KỲ VỌNG TĂNG TRƯỞNG VỮNG CHẮC**  
**KQKD 6T20 chịu ảnh hưởng bởi đại dịch**

Hình 1: KQKD 6T20

Đơn vị: tỷ đồng	2Q20	2Q19	%svck	6T20	6T19	%svck Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>4.339</b>	<b>1.678</b>	<b>158,6%</b>	<b>6.799</b>	<b>3.017</b>	<b>125,3%</b>
Thương mại	2.766	202	1271,1%	3.841	362	960,0% VTP nhận 262.000 điểm bán từ Viettel Telecom trong tháng 2-2020. Tăng trưởng nửa đầu 2020 (11,4% svck) thấp hơn tăng trưởng nửa đầu 2019 (55,2% svck) do Covid-19. Hoạt động chuyển phát trong nước bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội dẫn đến hạn chế di chuyển trong khi hoạt động chuyển phát quốc tế đình trệ do các quốc gia đóng cửa biên giới trong nửa đầu 2020.
Chuyển phát	1.573	1.476	6,6%	2.957	2.655	11,4%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>175</b>	<b>171</b>	<b>2,6%</b>	<b>355</b>	<b>322</b>	<b>10,1%</b>
Biên LN gộp	4,0%	10,2%	-6,1 điểm%	5,2%	10,7%	-5,5 điểm%
Biên LN gộp thương mại	0,4%	0,7%	-0,3 điểm%	0,5%	1,4%	-0,9 điểm%
Biên LN gộp chuyển phát	10,4%	11,5%	-1,1 điểm%	11,4%	12,0%	-0,6 điểm%
CPBH&QLDN	57	70	-18,6%	125	134	-6,7%
Doanh thu tài chính	24	24	3,0%	50	42	18,1%
Chi phí tài chính	14	12	18,8%	30	22	37,3%
<b>LNST</b>	<b>103</b>	<b>88</b>	<b>17,1%</b>	<b>200</b>	<b>165</b>	<b>21,3%</b>
Biên LNST	2,4%	5,2%	-2,9 điểm%	2,9%	5,5%	-2,5 điểm%
EBITDA	161	136	18,9%	317	255	24,5%
Biên EBITDA	3,7%	8,1%	-4,4 điểm%	4,7%	8,4%	-3,8 điểm%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2020 sẽ tăng 19,4% svck với tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn 2020-2022 đạt 19,3%**

Hình 5: KQKD năm 2020-2022 dựa trên dự phóng của chúng tôi (Đơn vị: tỷ đồng)

	2019	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng doanh thu	58,7%	99,4%	14,6%	12,9%
Tăng trưởng DT thương mại	182,2%	400,0%	10,0%	10,0%
Tăng trưởng DT chuyển phát	42,2%	20,0%	19,7%	15,8%
<b>Doanh thu</b>	<b>7.813</b>	<b>15.582</b>	<b>17.857</b>	<b>20.156</b>
Thương mại	1.634	8.168	8.984	9.883
Chuyển phát	6.178	7.414	8.873	10.274
<b>GVHB</b>	<b>7.036</b>	<b>14.638</b>	<b>16.728</b>	<b>18.846</b>
<b>LN gộp</b>	<b>775</b>	<b>943</b>	<b>1.129</b>	<b>1.311</b>
Biên LN gộp	9,9%	6,1%	6,3%	6,5%
Biên LN gộp thương mại	1,1%	0,5%	0,5%	0,5%
Biên LN gộp chuyển phát	12,2%	12,2%	12,2%	12,3%
Doanh thu tài chính	94	108	134	163
Chi phí tài chính	49	65	82	94
Chi phí bán hàng	49	58	70	81
Chi phí QLDN	285	340	404	465
<b>LNTT</b>	<b>477</b>	<b>570</b>	<b>686</b>	<b>810</b>
<b>LNST</b>	<b>380</b>	<b>454</b>	<b>547</b>	<b>645</b>
Biên LNST	4,9%	2,9%	3,1%	3,2%
Tăng trưởng LNST	36,2%	19,4%	20,5%	17,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VTP trong năm 2020 sẽ tăng 99,4% svck và đạt 15.582 tỷ đồng, trong đó doanh thu mảng thương mại có thể tăng 400% svck lên 8.168 tỷ đồng nhờ các điểm bán hàng được nhận từ Viettel Telecom. Bên cạnh đó, doanh thu từ mảng dịch vụ chuyển phát có thể tăng 20% svck lên 7.414 tỷ đồng nhờ (1) nhu cầu về dịch vụ chuyển phát dự kiến sẽ phục hồi vào nửa cuối năm 2020 và (2) công nghệ hiện đại cùng cơ sở hạ tầng bưu

chính rộng khắp cả nước sẽ giúp VTP giành được thị phần từ các đối thủ cạnh tranh. Tỷ suất LN gộp có thể giảm 3,8 điểm % xuống 6,1% do tỷ trọng doanh thu từ mảng thương mại tăng lên với biên LN gộp thấp hơn (0,5%), trong khi tỷ suất LN gộp mảng dịch vụ chuyển phát có thể tương đương cùng kỳ do dịch vụ chuyển phát sẽ phục hồi vào nửa cuối năm 2020. Tổng hợp lại, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VTP năm 2020 tăng 19,4% svck lên 454 tỷ đồng, hoàn thành 91,6% kế hoạch kinh doanh cả năm 2020.

Chúng tôi dự phóng LN ròng giai đoạn 2020-2022 đạt mức tăng trưởng kép 19,3% dựa trên các yếu tố:

- Tăng trưởng doanh thu mảng thương mại dự kiến sẽ chậm lại vào năm 2021-2022 từ mức cơ sở cao trong năm 2020. Tỷ suất LN gộp mảng này trong năm 2021-2022 dự kiến sẽ bằng với năm 2020.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng dịch vụ chuyển phát sẽ đạt mức tăng trưởng kép 18,5% trong giai đoạn 2020-2022 nhờ nỗ lực chiếm lĩnh thị phần trong thị trường dịch vụ chuyển phát của VTP. Tỷ suất LN gộp mảng này được kỳ vọng sẽ tăng 0,11 điểm phần trăm trong giai đoạn này nhờ quy mô tăng.

### **TẬP ĐOÀN VIETTEL SẼ THOÁI 6% VỐN TẠI VTP VÀO THÁNG 11/2020**

Hiện tại, Tập đoàn Viettel đang sở hữu 68,083% vốn điều lệ của VTP. Việc thoái 6% vốn (tương đương 4,98 triệu cổ phần) tại VTP sẽ được thực hiện thông qua hình thức đấu giá công khai tại HNX vào tháng 11/2020 với giá khởi điểm 104.800 đồng/cổ phiếu. Theo Tập đoàn Viettel, lộ trình thoái vốn tiếp theo là giảm tỷ lệ sở hữu của Tập đoàn Viettel tại VTP xuống 51% và sẽ được thực hiện trong giai đoạn tái cơ cấu tiếp theo của Tập đoàn Viettel (2021-2025). Tập đoàn Viettel cũng có kế hoạch niêm yết cổ phiếu VTP trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn 2021-2025.

Chúng tôi cho rằng việc thoái vốn là một cơ hội ngắn hạn đối với cổ phiếu cùng với khả năng được nhìn nhận lại giá trị, đặc biệt khi VTP đang bắt đầu chuyển mình thành một công ty logistics công nghệ cao thay vì là một công ty bưu chính truyền thống, dẫn đến định giá cao hơn nhờ vào bội số so sánh thu nhập cao của các doanh nghiệp công nghệ.

### **ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

Chúng tôi đưa ra đánh giá KHẢ QUAN cho cổ phiếu VTP với giá mục tiêu 130.700 đồng/cp. Chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu VTP bằng cách kết hợp phương pháp DCF và phương pháp P/E dự phóng cho năm 2020. Chúng tôi cho rằng phương pháp DCF là phù hợp để định giá một doanh nghiệp logistics nhờ dòng tiền có thể dự báo được của doanh nghiệp, tuy nhiên phương pháp P/E sẽ phản ánh rõ nét đánh giá của thị trường về doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh Tập đoàn Viettel thoái vốn khỏi VTP vào tháng 11 năm 2020. Do đó, chúng tôi sử dụng tỷ trọng cân bằng để xác định giá trị cổ phiếu VTP.

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF 10 năm để tính giá trị nội tại của VTP là 131.400 đồng/cp, với WACC là 9,54% và tốc độ tăng trưởng cuối kỳ 1%.
- Đối với phương pháp P/E, chúng tôi sử dụng trung bình P/E dự phóng 2020 của các công ty cùng ngành tương ứng là 19,3 lần làm cơ sở cho giá mục tiêu của VTP. Chúng tôi cho rằng P/E mục tiêu trong năm 2020 là 19,3 lần là hợp lý đối với VTP dựa trên các lý do sau: (1) VTP vượt xa các đối thủ cạnh tranh khác với thị phần lớn thứ hai toàn ngành và đang hướng đến trở thành công ty đứng đầu; (2) có công nghệ hiện đại và cơ sở hạ tầng bưu chính trải rộng trên toàn quốc và (3) ROE cao. Áp dụng cho mức EPS dự phóng 2020 là 6.731 đồng/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu của phương pháp P/E là 129.900 đồng/cp.

Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) đại dịch toàn cầu kéo dài hơn dự kiến hoặc khủng hoảng khác bên ngoài lãnh thổ dẫn đến việc đóng cửa biên giới ở các quốc gia, điều này sẽ làm giảm khối lượng bưu kiện quốc tế được vận chuyển và (2) sự tham gia của các nền tảng thương mại điện tử có tiềm lực tài chính mạnh với khả năng xây dựng hệ thống giao hàng riêng sẽ khiến thị trường cạnh tranh khốc liệt.

Hình 2: Mô hình định giá DCF

	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F
EBIT	634	768	903	993	1.078	1.150	1.204	1.343	1.491	1.649
Trừ: thuế	116	139	165	179	194	205	212	237	264	293
EBIAT	519	629	739	814	885	945	992	1.105	1.227	1.356
Cộng: khấu hao	72	81	88	95	103	109	112	115	118	122
Trừ: CAPEX	-103	-125	-120	-133	-143	-137	-126	-131	-136	-139
Trừ: tăng vốn lưu động	32	-59	-54	-60	-60	-64	-55	-57	-53	-63
Dòng tiền công ty (FCFF)	520	526	652	716	785	853	923	1.032	1.156	1.275
Giá trị hiện tại của FCFF	475	438	496	497	498	494	487	498	509	513
Cộng dồn giá trị hiện tại FCFF	4.905									
Giá trị tới hạn (TV)										16.351
Giá trị hiện tại của TV	6.571									
Tổng giá trị doanh nghiệp	11.476									
Trừ: tổng nợ	(978,8)									
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	-									
Trừ: lợi ích cổ đông không kiểm soát	-									
Cộng: tiền và tương đương tiền	416,7									
Giá trị của VCSH	10.914									
Số lượng cổ phiếu lưu hành	83.047.926									
Giá trị cổ phiếu	131.400									

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chi phí vốn

Chi phí vốn	10,49%
Lãi suất phi rủi ro	4,00%
Phân bù rủi ro thị trường	11,00%
Beta	0,59

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: WACC

WACC	9,54%
Chi phí nợ	7,21%
Tỷ lệ nợ/tổng vốn mục tiêu	20,00%
Thuế suất	20,00%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Phương pháp định giá P/E

	Giá trị
LNST 2020F (tỷ đồng)	454
Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân	67.428.781
EPS 2020F (VND)	6.731
P/E mục tiêu (trung bình ngành)	19,3
<b>Giá trị cổ phiếu theo phương pháp P/E</b>	<b>129.900</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Kết quả định giá

Phương pháp	Giá (VND)	Tỷ trọng	Giá trị theo tỷ trọng
Phương pháp DCF	131.400	50%	65.700
Phương pháp P/E	129.900	50%	64.950
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>130.700</b>
Giá hiện tại			106.000
<b>Tiềm năng tăng giá (bao gồm tỷ suất cổ tức)</b>			<b>24,7%</b>

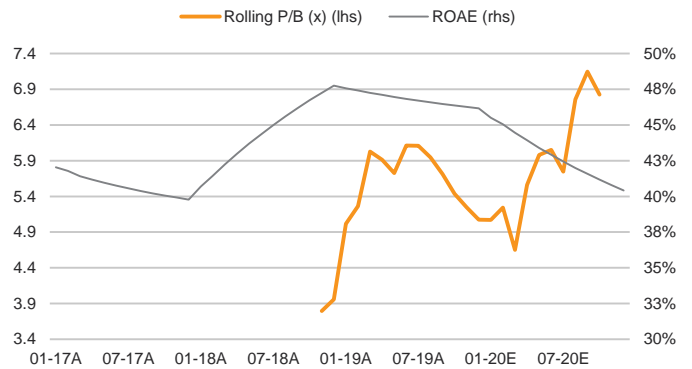
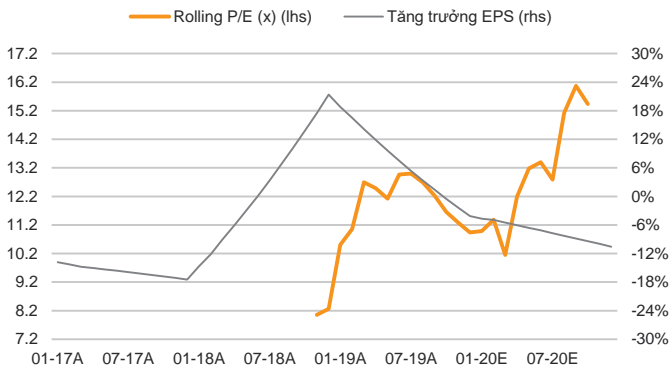
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Mã công ty	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tr USD)	P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA		Tỷ suất cổ tức	
				2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
<b>Các công ty chuyển phát nhanh và hậu cần bên thứ ba</b>													
III TB Equity	TRIPLE I LOGISTICS PCL	Thái Lan	82	23,4	19,6	1,9	1,8	8,6%	9,5%	31,7	31,8	2,1%	2,5%
UPS US Equity	UNITED PARCEL SERVICE	Mỹ	152.282	22,8	21,9	21,6	15,3	118,2%	83,2%	17,8	15,9	2,3%	2,4%
000120 KS Equity	CJ LOGISTICS	Hàn Quốc	3.645	28,5	29,2	1,3	1,3	3,4%	4,3%	12,9	11,5	0,0%	0,0%
636 HK Equity	KERRY LOGISTICS NETWORK	Hongkong	3.512	18,4	17,5	1,0	1,0	6,0%	6,0%	8,8	8,4	2,0%	2,2%
<b>Trung bình</b>				<b>23,3</b>	<b>22,0</b>	<b>6,5</b>	<b>4,9</b>	<b>34,1%</b>	<b>25,8%</b>	<b>17,8</b>	<b>16,9</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,8%</b>
<b>Các công ty bưu chính</b>													
RMG LN Equity	ROYAL MAIL PLC	Anh	3.184	13,4	53,9	0,5	0,5	-1,8%	0,4%	8,7	6,8	2,5%	1,1%
DPW GR Equity	DEUTSCHE POST AG-RECO	Đức	60.284	18,4	16,9	3,3	3,1	16,9%	19,6%	8,9	7,8	2,9%	3,1%
BPOST BB Equity	BPOST SA	Bỉ	1.980	11,8	9,8	2,1	1,9	20,2%	19,8%	4,7	4,5	3,0%	5,8%
SPOST SP Equity	SINGAPORE POST LTD	Singapore	1.141	17,5	16,3	1,0	1,0	5,5%	5,9%	7,7	7,1	3,6%	3,8%
<b>Trung bình</b>				<b>15,3</b>	<b>24,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>10,2%</b>	<b>11,4%</b>	<b>7,5</b>	<b>6,5</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>
<b>Trung bình toàn ngành</b>				<b>19,3</b>	<b>23,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>22,1%</b>	<b>18,6%</b>	<b>12,6</b>	<b>11,7</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>
VTP VN	Viettel Post JSC	Việt Nam	379	15,7	16,1	6,9	5,4	40,4%	37,5%	13,2	11,0	1,4%	1,4%

Nguồn: CIMB RESEARCH, BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HDKD**

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần	7.812	15.582	17.857
Giá vốn hàng bán	(7.036)	(14.638)	(16.728)
Chi phí quản lý DN	(285)	(340)	(404)
Chi phí bán hàng	(49)	(58)	(70)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>441</b>	<b>545</b>	<b>656</b>
EBITDA thuần	498	618	737
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(57)</b>	<b>(72)</b>	<b>(81)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>441</b>	<b>545</b>	<b>656</b>
Thu nhập lãi	94	108	134
Chi phí tài chính	(49)	(65)	(82)
Thu nhập ròng khác	(9)	(19)	(22)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>477</b>	<b>570</b>	<b>686</b>
Thuế	(97)	(116)	(139)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>380</b>	<b>454</b>	<b>547</b>
Thu nhập trên vốn	380	454	547
Cổ tức phổ thông	(89)	(125)	(125)
<b>LN giữ lại</b>	<b>291</b>	<b>329</b>	<b>422</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
Tiền và tương đương tiền	347	417	499
Đầu tư ngắn hạn	1.276	1.658	1.994
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.073	1.195	1.433
Hàng tồn kho	48	57	68
Các tài sản ngắn hạn khác	114	137	164
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.858</b>	<b>3.463</b>	<b>4.157</b>
Tài sản cố định	343	376	423
Tổng đầu tư	84	84	84
Tài sản dài hạn khác	110	131	157
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.394</b>	<b>4.055</b>	<b>4.821</b>
Vay & nợ ngắn hạn	815	979	1.171
Phải trả người bán	209	254	305
Nợ ngắn hạn khác	1.402	1.543	1.710
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.426</b>	<b>2.776</b>	<b>3.185</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	596	830	830
LN giữ lại	344	420	777
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>968</b>	<b>1.278</b>	<b>1.636</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.394</b>	<b>4.055</b>	<b>4.821</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
<b>LN trước thuế</b>	<b>477</b>	<b>570</b>	<b>686</b>
Khấu hao	57	72	81
Thuế đã nộp	(97)	(116)	(139)
Các khoản điều chỉnh khác	(132)	(162)	(199)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(327)</b>	<b>32</b>	<b>(59)</b>
<b>LC tiền thuần HDKD</b>	<b>(22)</b>	<b>396</b>	<b>370</b>
Đầu tư TSCĐ	(203)	(103)	(125)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	(225)	(274)	(202)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	(24)	(29)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(428)</b>	<b>(401)</b>	<b>(355)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	33	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	415	164	192
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(62)	(89)	(125)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>387</b>	<b>74</b>	<b>67</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	411	347	417
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(64)</b>	<b>69</b>	<b>82</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	347	417	499

**Các chỉ số cơ bản**

	12-19A	12-20E	12-21E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	4,9%	2,9%	3,1%
Vòng quay TS	2,51	4,18	4,02
ROAA	12,2%	12,2%	12,3%
Đòn bẩy tài chính	3,78	3,32	3,05
ROAE	46,2%	40,4%	37,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	36,9	20,0	20,9
Số ngày nắm giữ HTK	2,5	1,4	1,5
Số ngày phải trả tiền bán	10,8	6,4	6,7
Vòng quay TSCĐ	27,35	43,37	44,74
ROIC	21,3%	20,1%	19,5%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,2	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,2	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	0,7	0,8
Vòng quay tiền	28,5	15,1	15,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	58,7%	99,5%	14,6%
Tăng trưởng LN từ HDKD	39,2%	23,5%	20,3%
Tăng trưởng LN ròng	36,2%	19,4%	20,5%
Tăng trưởng EPS	(4,1%)	(10,6%)	(2,2%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	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**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	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 - Phó Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên phân tích cao cấp**

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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