



FLASH NOTE | VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

(23/12/2020)

Nguyễn Minh Hiếu – Tư vấn Cá nhân

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Mảng kinh doanh cốt lõi (CCDV) của VTP gặp khó bởi tác động của dịch bệnh.** Doanh thu mảng CCDV quý II & III tăng trưởng ở mức thấp, chỉ đạt lần lượt là 6.6% yoy và 5.3% yoy, trong khi đó biên lợi nhuận gộp giảm xuống 10.4% và 10.5% cùng kỳ là 11.5% và 12.3%.
- ✓ **Quý IV, hoạt động kinh doanh của VTP trở lại bình thường do rủi ro từ dịch bệnh đã được hạn chế.** Kỳ vọng doanh thu CCDV sẽ quay trở lại mức tăng trưởng 2 con số trong quý IV và sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong năm sau.
- ✓ **Quản trị chi phí tốt hơn nhờ tối ưu hoá kênh bán hàng.** Tiếp nhận các điểm bán từ tập đoàn Viettel giúp VTP tiết giảm chi phí và sử dụng hiệu quả mạng lưới, tạo động lực cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong thời gian tới.
- ✓ **Mảng logistics là trọng tâm phát triển trong giai đoạn 2021-2025.** VPT ưu tiên tập trung đầu tư mạnh cho lĩnh vực kho với trọng tâm tập trung vào các đơn hàng xử lý nhanh.
- ✓ **Chúng tôi đưa ra mức P/E mục tiêu 2021 của VTP là 20.x và EPS 2021F là 6,441 đồng/cp** tương ứng với mức giá kỳ vọng cho năm 2021 là 128,744 đồng/cp.

Giá mục tiêu: 128,744 đ (+19.5%)

Giá thị trường: 107,700 (22/12/2020)

Khuyến nghị: MUA

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Là một trong 4 doanh nghiệp thống trị thị trường chuyển phát trong nước

Hình 1: Thị trường chuyển phát Việt Nam

Chuyển phát quốc tế	Chuyển phát trong nước			
	Không lưu kho nội tỉnh (nội tỉnh)		Lưu kho nội tỉnh (liên tỉnh)	
Đơn vị tiêu biểu	Đơn vị tiêu biểu	Ứng dụng bổ sung	Đơn vị tiêu biểu	Ứng dụng
DHL	Grab	Xfast 2h (GHTK)	VTP	Viettel Post
FedEx	Ahamove (GHN)	Mygo (VTP)	VNPost	My Vietnam Post
UPS	Lalamove		GHN	GHN Express
TNT	Be		GHTK	GHTK
			J&T Express	J&T Express Vietnam

Nguồn: Chứng khoán Rồng Việt

Thị trường chuyển phát Việt Nam với sự tham gia của rất nhiều doanh nghiệp cả trong và ngoài nước, tuy nhiên thị phần chuyển phát lại tập trung vào một số doanh nghiệp nhất định. Trong đó, thị trường chuyển phát quốc tế nằm trong tay những doanh nghiệp ngoại còn thị trường chuyển phát trong nước mặc dù có rất nhiều doanh nghiệp hoạt động nhưng dưới sự thống trị của 4 doanh nghiệp lớn là VTP, VNPost, GHN và GHTK.

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

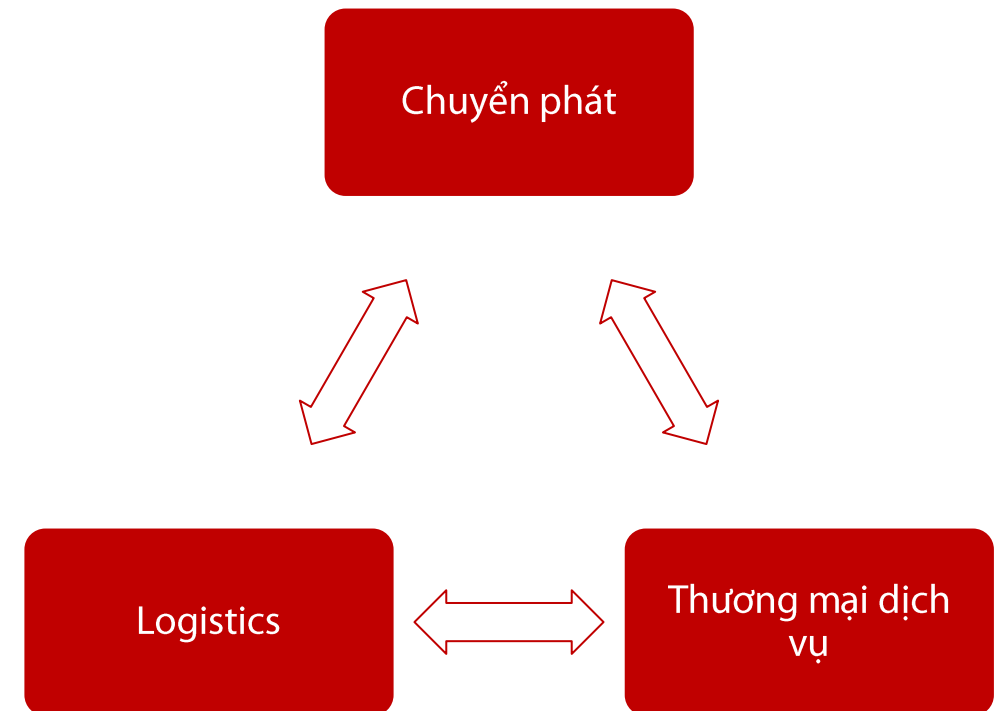
Hoạt động trong 3 mảng kinh doanh

VTP là doanh nghiệp bưu chính lớn thứ 2 của Việt Nam với hoạt động kinh doanh tập trung vào 3 lĩnh vực chính:

- Chuyển phát: chuyển phát truyền thống, giao hàng thu tiền hộ (COD), chuyển phát quốc tế.
- Logistics: vận tải nguyên chuyển, vận tải hàng gom, Freight forwarding, dịch vụ kho, khai báo hải quan...
- Thương mại dịch vụ: vé máy bay, văn phòng phẩm, voso.vn, viettelSale, dịch vụ viễn thông...

Trong đó, mảng kinh doanh cốt lõi đem lại phần lớn lợi nhuận (cung cấp dịch vụ) của VTP đến từ chuyển phát và logistics.

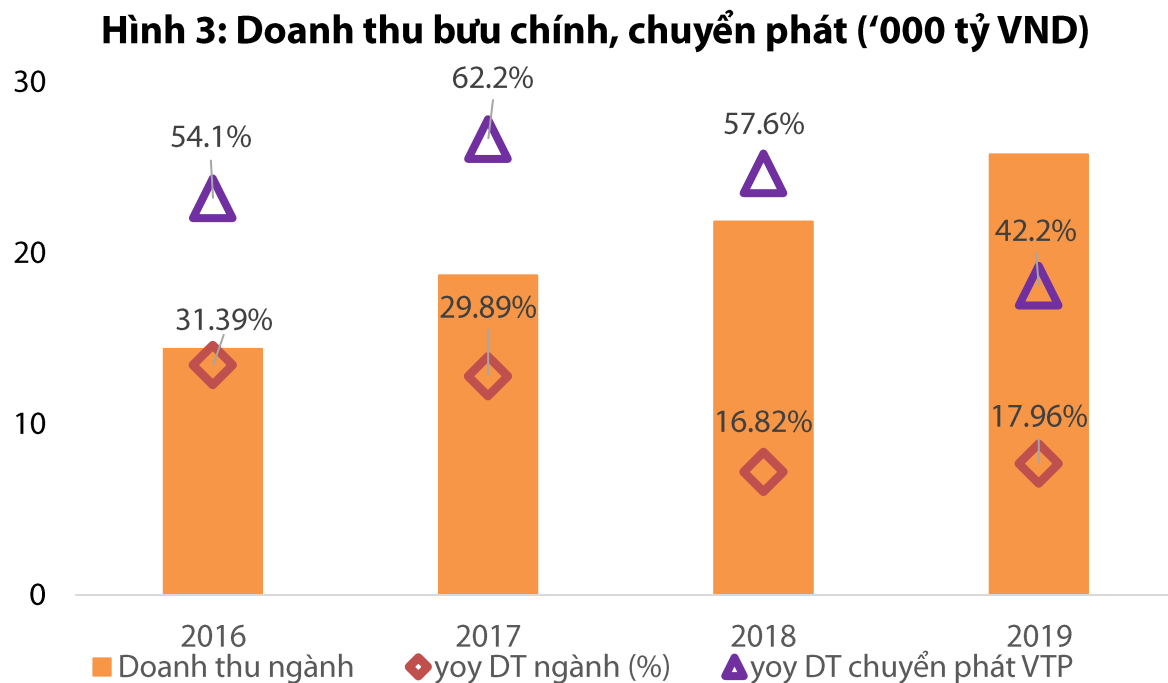
Hình 2: Sản phẩm dịch vụ của VTP



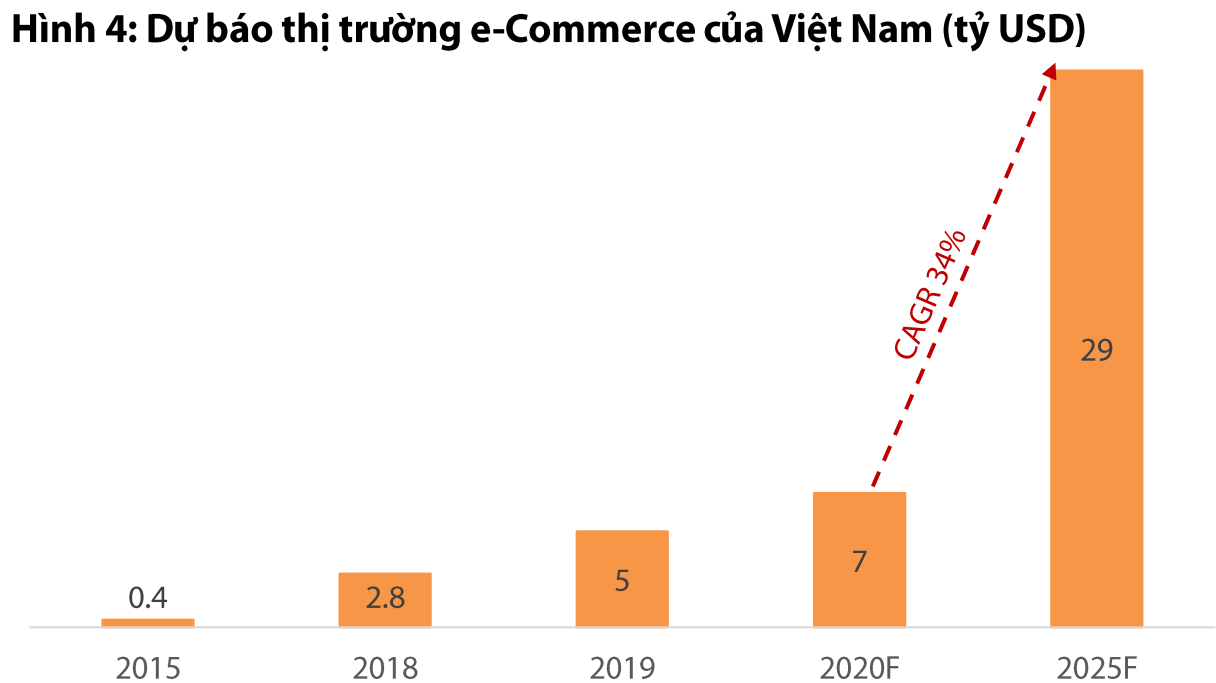
Nguồn: VTP, Chứng khoán Rồng Việt

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Hiệu quả kinh doanh vượt trội và dư địa tăng trưởng của còn rất lớn



Nguồn: TCTK, VTP, Chứng khoán Rồng Việt



Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company

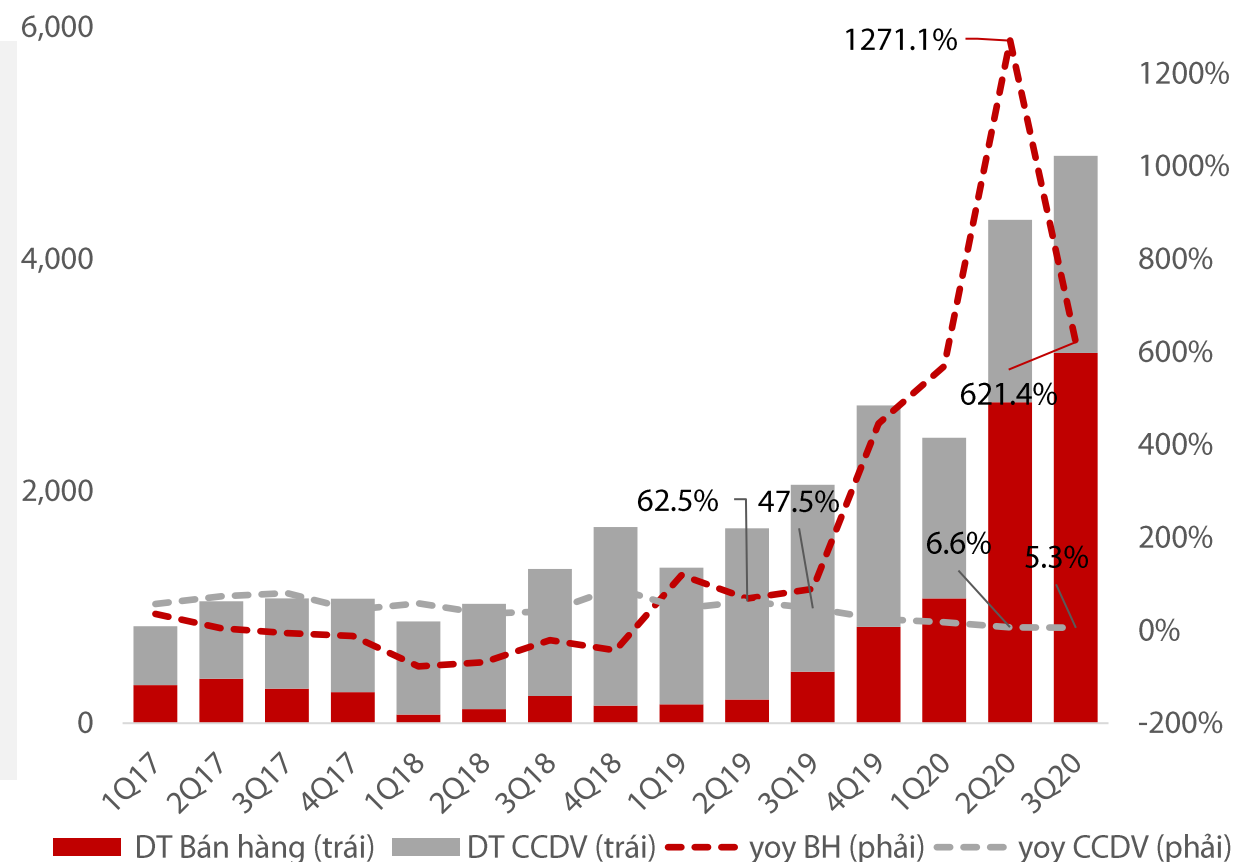
Mức tăng trưởng trên 2 con số, gấp từ 2-5 lần tăng trưởng GDP với dư địa phát triển còn rất lớn đến từ thị trường e-commerce, ngành bưu chính trở thành miếng mồi béo bở thu hút nhiều doanh nghiệp ngoại và các start-up như GHN, GTKG gia nhập thị trường tạo nên cuộc chiến đốt tiền giành thị phần. VTP với quyết sách *không cạnh tranh bằng đốt tiền & giá* vẫn vượt lên tất cả, tăng trưởng doanh thu chuyển phát gấp hơn 2 lần tăng trưởng toàn ngành với thị phần hàng đầu (~31%). Chúng tôi đánh giá VTP là doanh nghiệp sát sườn nhất từ tiềm năng e-commerce cho giai đoạn sau 2020 nhờ hệ sinh thái logistics sẵn có, hệ thống bưu cục rộng khắp và sự hậu thuẫn về công nghệ từ TĐ Viettel.

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Mảng kinh doanh chính tăng trưởng chậm trong ngắn hạn do Covid

- Quý III, doanh thu của VTP tăng 137.8% yoy đạt 4,889 tỷ đồng với đóng góp chính đến từ doanh thu bán thẻ cào, SIM điện thoại với 300,000 điểm bán nhận chuyển giao của Viettel Telecom từ cuối quý I/2020.
- Trong khi đó doanh thu CCDV (mảng đem lại trên 90% lợi nhuận gộp cho đến thời hiện tại) bị ảnh hưởng mạnh bởi Covid và mức điều chỉnh cước phí dịch vụ đầu tháng 8 khiến tăng trưởng doanh thu mảng này chỉ đạt 5.3%, cùng kỳ tăng trưởng 47.5%, đây là mức tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 2017 đến nay.

Hình 5: Doanh thu và tăng trưởng DT từng mảng (tỷ đồng)

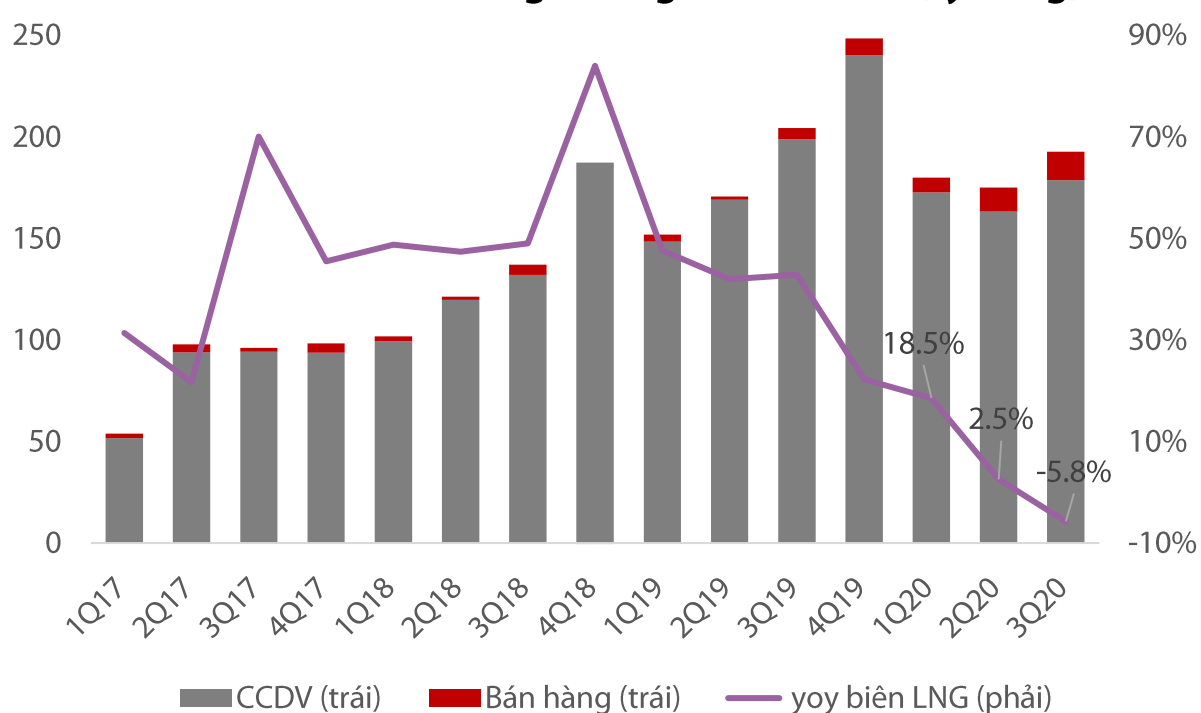


Nguồn: VTP, Rong Việt tổng hợp

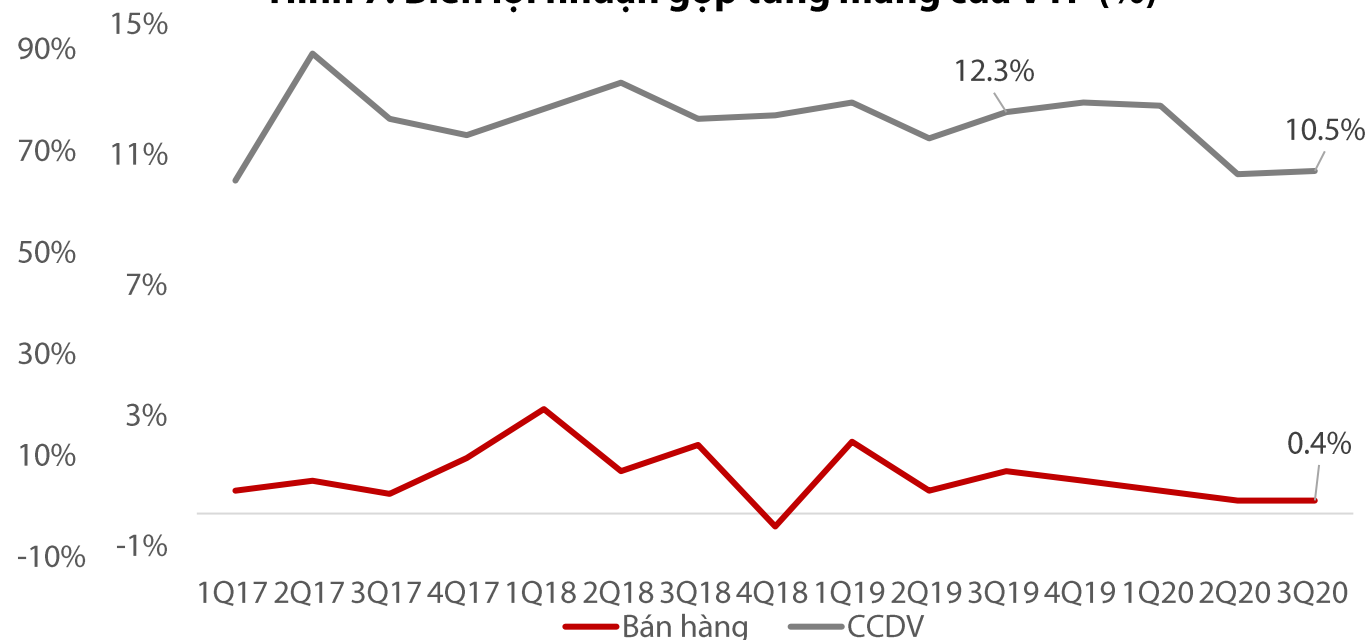
VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Mảng kinh doanh chính tăng trưởng chậm trong ngắn hạn do Covid

Hình 6: LNG và tăng trưởng LNG của VTP (tỷ đồng)



Hình 7: Biên lợi nhuận gộp từng mảng của VTP (%)



Nguồn: VTP, Rong Việt tổng hợp

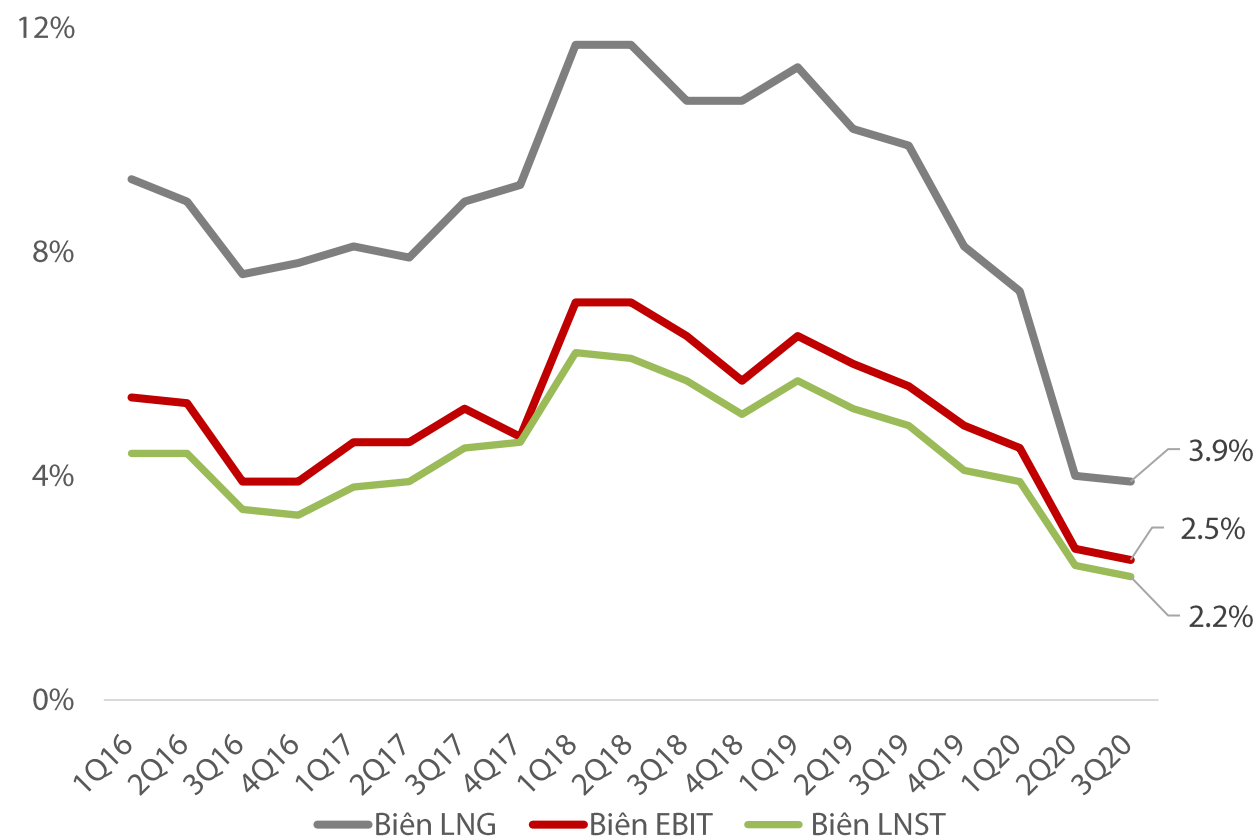
Những biện pháp khống chế dịch Covid thực hiện trên cả nước trong quý II và tiếp tục tái khởi động trong tháng 7 gây ra nhiều khó khăn tới hoạt động kinh doanh của VTP, các gói ưu đãi hỗ trợ khách hàng được triển khai trong thời gian này hay việc giảm giá cước chuyển phát trong tháng 8 đã tác động xấu, khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của VTP giảm rõ rệt. Do đó, tăng trưởng lợi nhuận gộp của VTP đã rơi xuống rất thấp (2.5%) kể từ quý II và lần đầu tiên tăng trưởng âm trong quý III (-5.8% yoy).

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Biên lợi nhuận đồng loạt suy giảm, tuy nhiên có cơ sở để VTP cải thiện tăng trưởng lợi nhuận ngay trong quý IV

- Kể từ quý I năm 2019, tỷ trọng doanh thu mảng bán hàng có biên lợi nhuận gộp thấp tăng mạnh đồng thời chi phí gia tăng do ra mắt 2 ứng dụng mới là Mygo và Voso khiến biên lợi nhuận của VTP đồng loạt suy giảm.
- Chi phí được kiểm soát tốt hơn trong 2 quý gần đây nhờ sử dụng hiệu quả mạng lưới (loại bỏ POS kém hiệu quả/trùng lặp với cửa hàng tiếp nhận từ Viettel telecom) sẽ là động lực chính giúp tỷ suất lợi nhuận cải thiện khi dịch bệnh được kiểm soát.

Hình 8: Biên lợi nhuận của VTP (%)

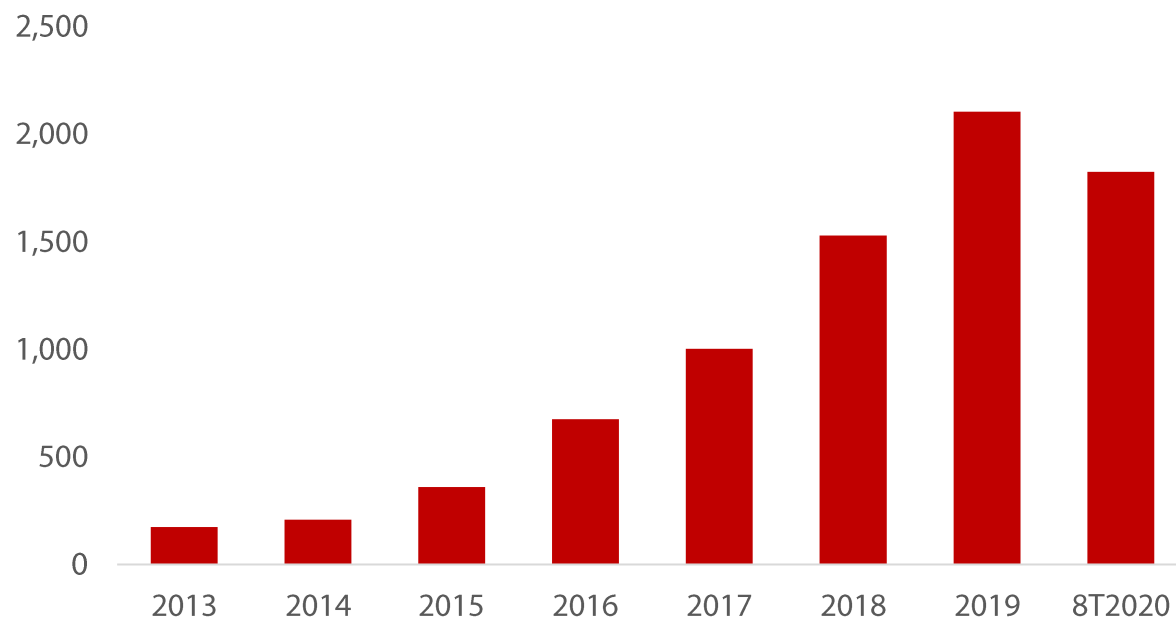


Nguồn: VTP, Rong Việt tổng hợp

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Quản trị chi phí tốt hơn nhờ tối ưu hoá kênh bán hàng

Hình 9: Số bưu cục cửa hàng của VTP qua các năm



Hình 10: chi phí bán hàng và quản lý của VTP



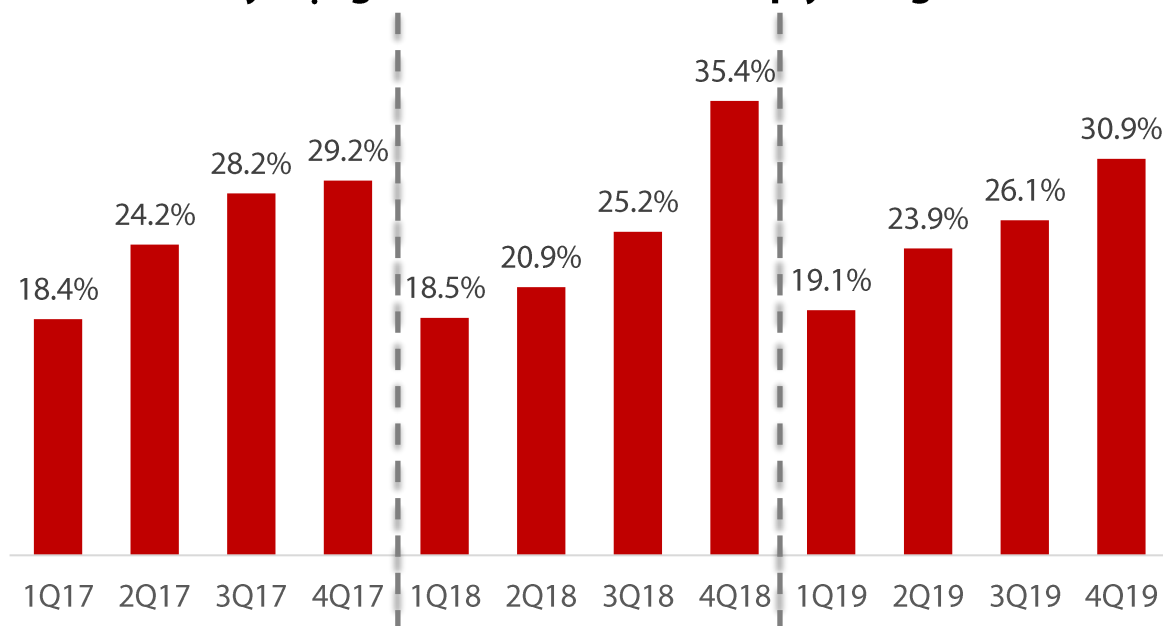
Nguồn: VTP, Rong Việt tổng hợp

Sau khi tiếp nhận 826 điểm bán hàng và cắt bỏ 662 địa điểm có vị trí gần với các điểm tiếp nhận từ Viettel telecom, chi phí bán hàng & quản lý của VTP được tiết giảm đáng kể, bên cạnh đó ban lãnh đạo cho biết doanh thu trên mỗi cửa hàng của VTP đã có những chuyển biến rất tích cực trong tháng 9 sau tháng đầu tiên chuyển đổi. Chúng tôi kỳ vọng chi phí của VTP sẽ tiếp tục được kiểm soát tốt hơn trong thời gian tới, khi Viettel Solutions (công ty chuyên về giải pháp công nghệ) được tập đoàn chuyển giao trong cuối năm 2020.

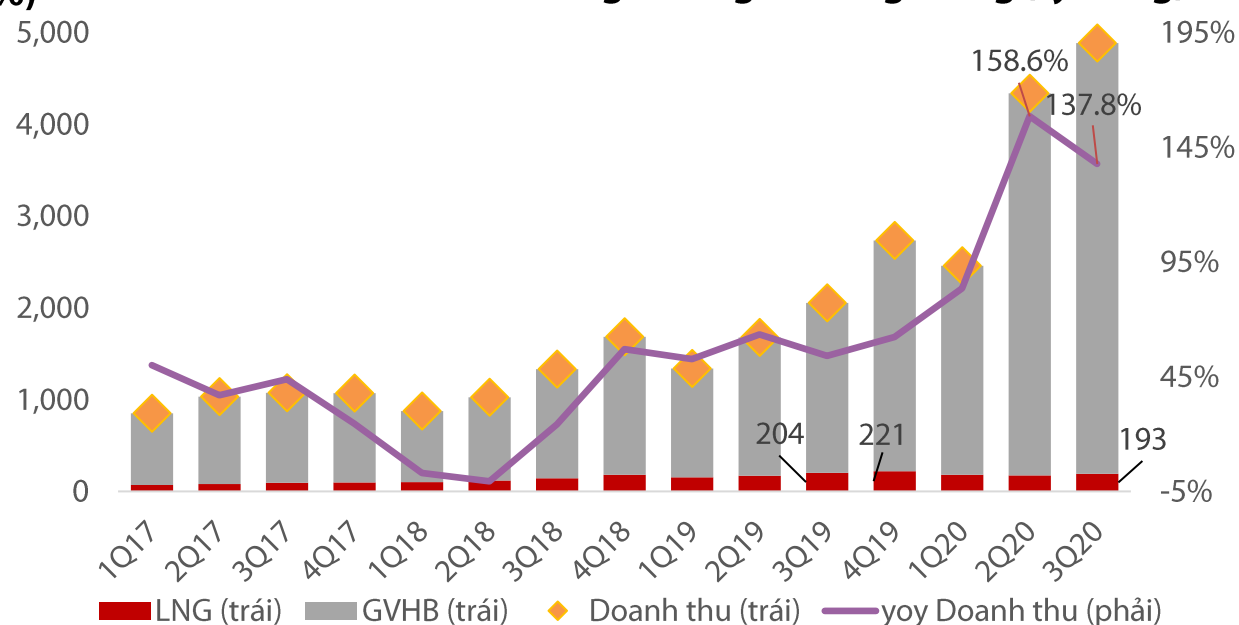
VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Doanh thu CCDV sẽ phục hồi mạnh mẽ sau khi dịch bệnh qua đi

Hình 11: Tỷ trọng doanh thu CCDV mỗi quý trong năm của VTP (%)



Hình 12: Doanh thu và tăng trưởng DT từng mảng (tỷ đồng)

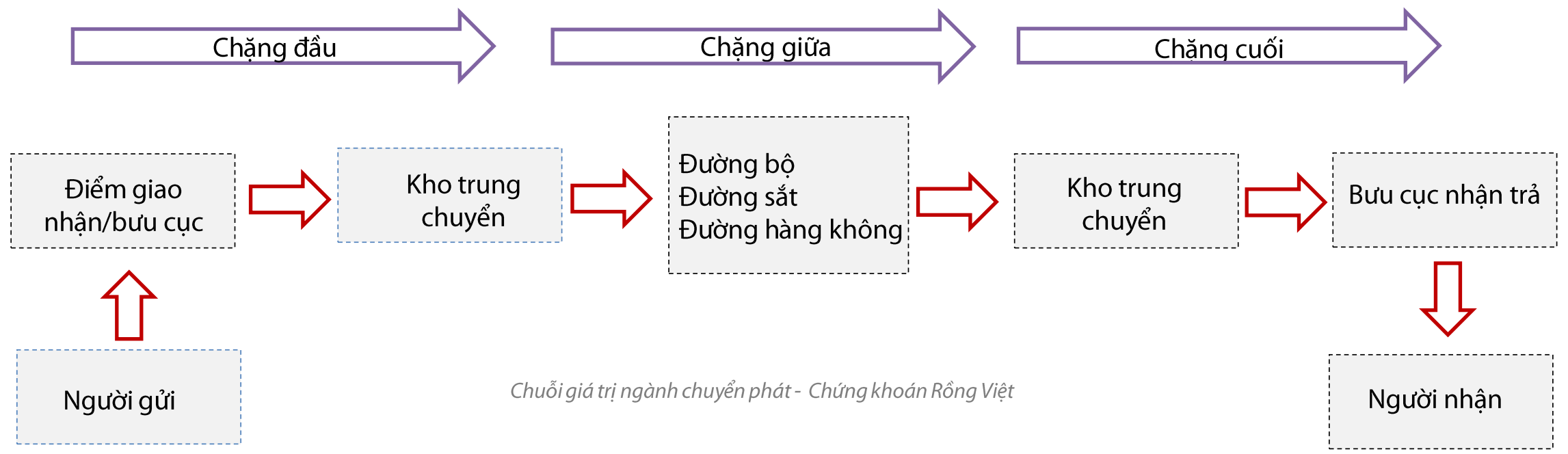


Nguồn: VTP, Rong Việt tổng hợp

Chúng tôi cho rằng doanh thu mảng CCDV sẽ quay trở lại mức tăng trưởng 2 con số ngay trong quý IV do đây là mùa cao điểm và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong KQKD cả năm của VTP. Ngoài ra, doanh thu CCDV sẽ tăng trưởng mạnh hơn cùng với sự cải thiện biên lợi nhuận trong năm 2021 bởi tần suất thực hiện các chương trình nhằm hỗ trợ khách hàng/giữ chân người lao động chắc chắn sẽ giảm đi so với năm 2020. Ngoài ra, tăng trưởng doanh thu còn đến từ doanh thu từ bán sim thẻ vì mảng này sẽ còn tăng trưởng phi mã ít nhất 2 quý nữa, điều này góp phần cải thiện KQKD của VTP trong thời gian tới.

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

VTP có gì để tiếp tục tăng trưởng trong tương lai



Hầu hết các doanh nghiệp chuyển phát hiện nay đều hoạt động theo 3 chặng cơ bản: Chặng đầu tiếp nhận và xử lý đơn hàng, chặng giữa vận chuyển hàng đến các bưu cục/kho gần tới địa điểm giao hàng và chặng cuối là phân phối hàng đến người nhận. Trong đó, sức mạnh của đơn vị chuyển phát được đánh giá thông qua 2 tiêu chí chính đó là (1) sự cạnh tranh trong mức giá và chất lượng dịch vụ và (2) khả năng tiếp cận khách hàng qua độ phủ của hệ thống bưu cục và qua hệ sinh thái công nghệ.

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Hiện tại xếp thứ hai về hệ thống bưu cục và điểm thu nhận nhưng để vươn lên số 1 chỉ là vấn đề thời gian

Hình 13: Số lượng bưu cục/điểm giao nhận của một số doanh nghiệp chuyển phát

	VNPost	VTP	J&T Express	GHN	GHTK	EMS
Bưu cục	2,617	1,825	1,500	600	500	6,000
Điểm giao nhận	8,661	6,000	na	1,500	na	na
Tuyến phát đến hộ gia đình	11,900	4,000	na	na	na	na
Trung tâm khai thác	8	6	32	na	na	4
Hệ thống băng chuyền (sp/h)	18,000	36,000	na	30,000	na	na

Nguồn: VTP, website các doanh nghiệp, Rong Việt tổng hợp

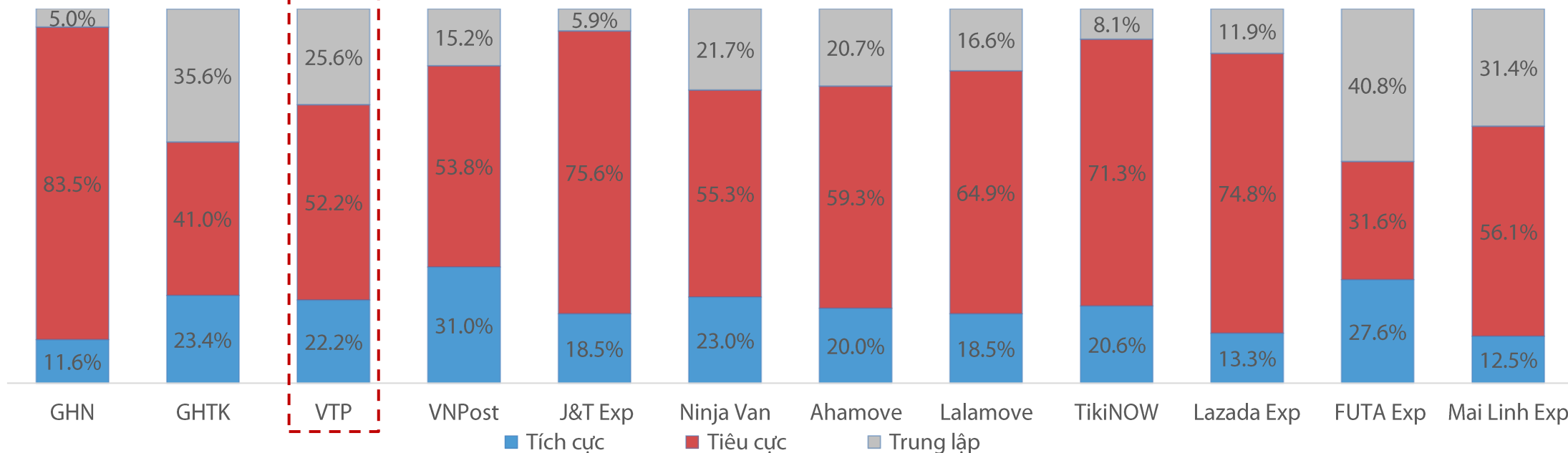
Sở hữu hệ thống mạng lưới bưu cục rộng khắp cả nước, sự cải thiện không ngừng từ việc tận dụng tối đa nguồn lực công nghệ và hệ thống mạng lưới các điểm giao dịch từ tập đoàn Viettel. Cụ thể, với khoảng 300,000 điểm bán/giao dịch của Viettel telecom trong ngắn hạn và xa hơn là toàn bộ các điểm bán của tập đoàn Viettel (ngoại trừ hệ thống Viettel store) giúp VTP có thể dễ dàng mở rộng phát triển mà không có bất kỳ một đơn vị nào trên thị trường có được lợi thế này.

Ngoài ra, việc tiếp nhận và tối ưu các điểm bán bằng việc không chỉ bán các sản phẩm bưu chính mà còn kết hợp bán các sản phẩm của Viettel như viễn thông, giải pháp CNTT và các dịch vụ tài chính số giúp VTP có thể tiết giảm chi phí trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các hãng chuyển phát.

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Khách hàng đánh giá cao dịch vụ của VTP hơn các đối thủ

Hình 3: Sắc thái thảo luận của khách hàng trên internet về các hãng chuyển phát



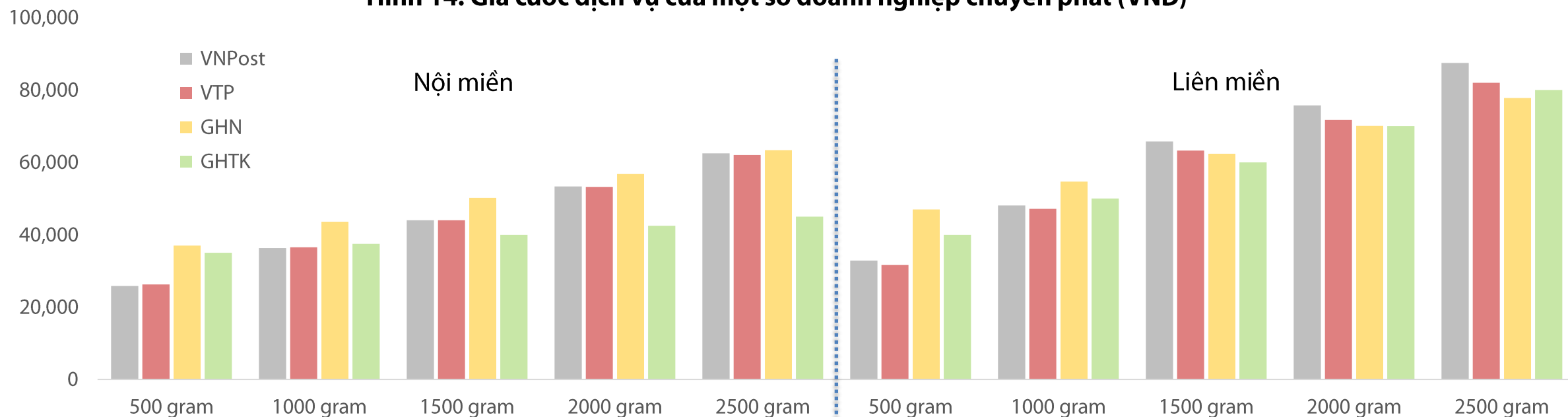
Nguồn: Reputa, Chứng khoán Rồng Việt

Theo thống kê của Reputa đối với 12 đơn vị giao nhận trong Q2/2020, VTP là một trong những doanh nghiệp có ít thảo luận tiêu cực nhất trên internet với phần lớn các thảo luận tiêu cực liên quan đến những phàn nàn về mức giá dịch vụ cao. Trong khi đó 3 đối thủ lớn nhất của VTP là GHN có nhiều phàn nàn về chất lượng hàng hoá nhận được, GHTK thường xảy ra tình trạng từ chối đơn hàng không có lý do và VNPost khá tương đồng với VTP đều là những phàn nàn về mức giá dịch vụ.

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Cước phí dịch vụ khá cạnh tranh sau khi điều chỉnh giá đầu tháng 8

Hình 14: Giá cước dịch vụ của một số doanh nghiệp chuyển phát (VND)



Nguồn: Website các DN, Chứng khoán Rồng Việt

Theo thống kê của chúng tôi đối với mức giá dịch vụ của 4 doanh nghiệp đầu ngành, không có nhiều khác biệt về khả năng vận hành, thời gian giao hàng và hiện tại đang thống trị thị trường chuyển phát liên tỉnh. Thấy rằng, không có nhiều chênh lệch về giá cước của các đơn vị chuyển phát, GHN và GHTK có giá cước cạnh tranh hơn nhưng mức độ không đáng kể so với 2 đơn vị còn lại. Trong đó VTP có lợi thế hơn nhờ sự hậu thuẫn từ tập đoàn mẹ Viettel đối với sự cải thiện không ngừng trong công nghệ về tiếp nhận và xử lý hàng hoá.

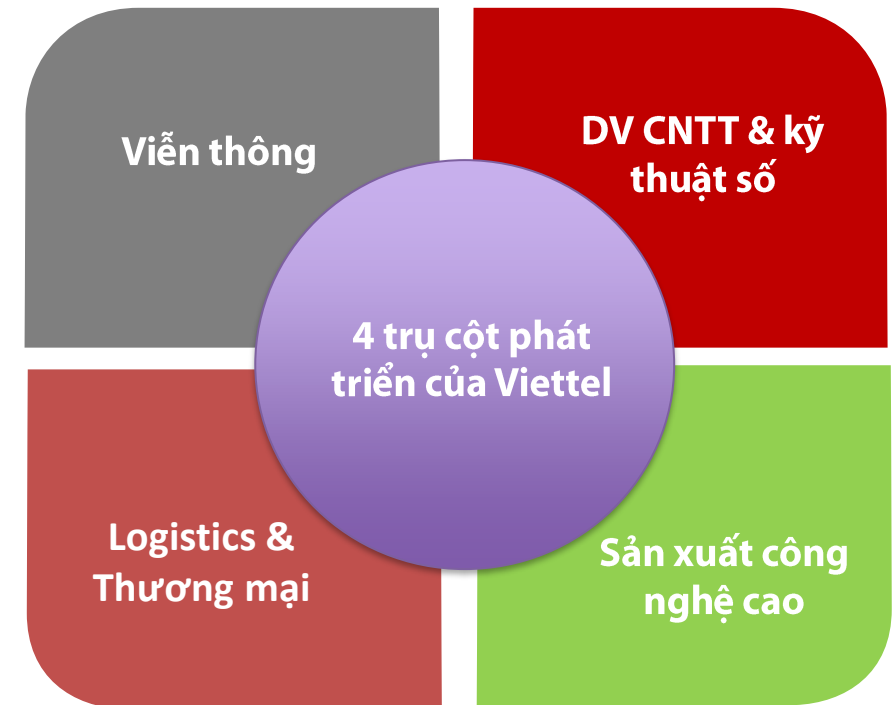
VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Triển vọng dài hạn tích cực do hưởng lợi từ hệ sinh thái tập đoàn Viettel

Là một trong 4 trọng tâm phát triển của tập đoàn Viettel, VTP được hưởng lợi rất lớn nhờ sự hỗ trợ từ tập đoàn mẹ thông qua việc cung cấp các nền tảng công nghệ, hệ thống giao dịch và hệ sinh thái khách hàng.

Trong cấu trúc vận hành của tập đoàn Viettel, VTP trở thành điểm bán/chấp nhận tất cả các dịch vụ/hàng hoá/tài chính số của tập đoàn.

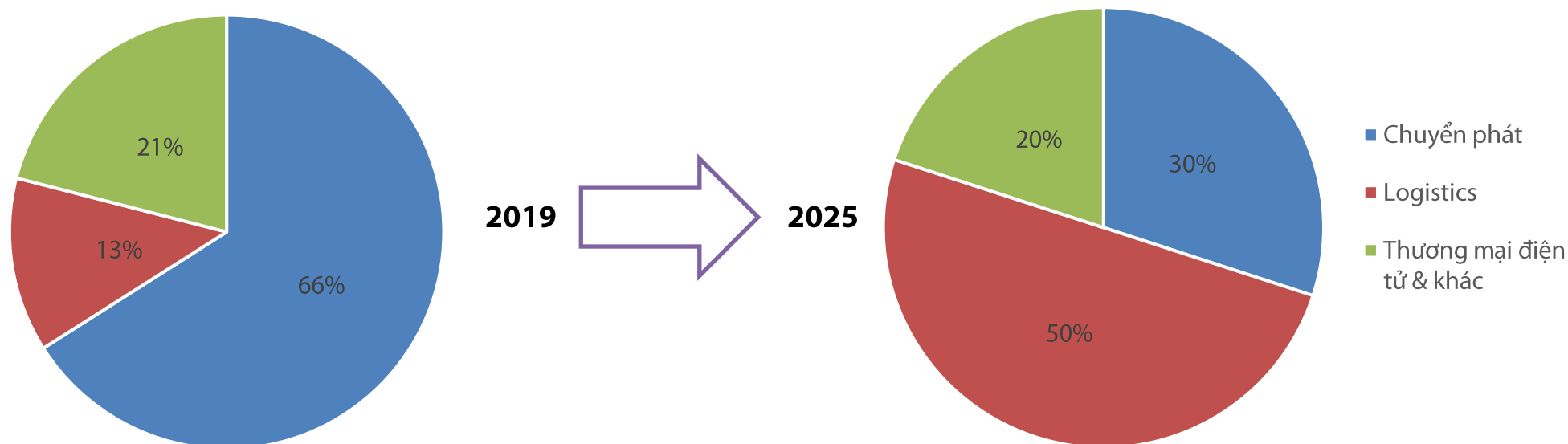
Nguồn thu của VTP trong tương lai không chỉ dừng lại bởi các sản phẩm bưu chính mà còn đến từ các sản phẩm viễn thông, giải pháp công nghệ thông tin và xa hơn là dịch vụ tài chính số.



VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Mảng logistics là trọng tâm phát triển trong giai đoạn 2021 - 2025

Hình 15: Tỷ trọng doanh thu của VTP mảng bưu chính giai đoạn 2019 - 2025



Nguồn: VTP, Rong Việt tổng hợp

Chiến lược phát triển của VTP giai đoạn 2021-2025 là ưu tiên tập trung phát triển dịch vụ kho/fulfillment vào các đơn hàng xử lý nhanh bằng việc đẩy mạnh đầu tư hệ thống kho và công nghệ kho tại hai thị trường lớn là Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh với mục tiêu đưa doanh thu logistics chiếm khoảng 50% doanh thu mảng bưu chính vào năm 2025 từ mức 13% năm 2019. Chúng tôi cho rằng với thế mạnh về công nghệ, sở hữu gần 1,000 kho nhỏ phủ kín tất cả các tỉnh thành với hơn 800 đầu xe các loại sẽ giúp VTP có thể hoàn thành mục tiêu chuyển dịch cơ cấu doanh thu của mình.

VTP: QUAY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Dự phóng KQKD 2021

Covid đã tác động xấu đến KQKD của VTP trong năm 2020, tạo ra dự địa tăng trưởng tốt hơn trong năm 2021. Chúng tôi ước tính:

- VTP sẽ quay lại đà tăng trưởng cao ngày trong quý 4 này, do đây là mùa cao điểm kinh doanh.
- Mảng kinh doanh cốt lõi của VTP sẽ quay lại đà tăng trưởng trong năm tới khi dịch bệnh được kiểm soát.
- Doanh thu/lợi nhuận có khả năng tăng trưởng cao hơn sau khi tiếp nhận Viettel Solutions. Tuy nhiên, doanh nghiệp chưa công bố thông tin trên, chúng tôi sẽ cập nhật mới ngay sau khi có thông tin chính thức.

Chúng tôi đưa ra mức P/E mục tiêu cho VTP năm 2021 là 20.x và EPS 2021F là 6,441 đồng/cp tương ứng với mức giá kỳ vọng cho năm 2021 là 128,744 đồng/cp.

Hình 16: Dự phóng KQKD của VTP

	4Q20	2020F	2021F
Tổng doanh thu (tr.đ)	5,193,203	16,874,772	20,590,815
y/y	89.9%	116.0%	22.0%
<i>Bán hàng</i>	3,025,686	10,056,794	12,068,153
y/y	265.0%	515.7%	20.0%
<i>Cung cấp dịch vụ</i>	2,161,788	6,818,130	8,522,663
y/y	13.2%	10.4%	25.0%
LNST (tr.đ)	136,122	442,806	594,312
y/y	27.5%	16.5%	34.2%
EPS (đồng)		5,065	6,441

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 quý IV.2020 sau khi tình hình dịch bệnh được kiểm soát và những động thái tối ưu điểm bán/bưu cục hay thêm mới trong năm 2020 sẽ tạo tiền đề cho VTP phát triển trong giai đoạn tới.

Giá mục tiêu: 128,744 (+19.5%)

Giá thị trường: 109,000 (22/12/2020)

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)



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.***