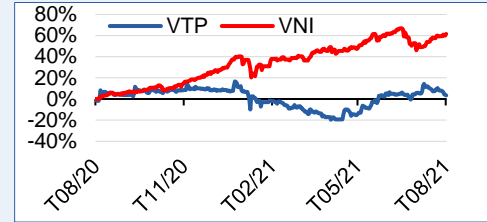


Tổng CTCP Bưu chính Viettel (VTP) [MUA +24,5%]

Cập nhật

Ngành	DV giao nhận		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	20/08/2021	Tăng trưởng DT	120,6%	26,3%	13,7%	13,3%
Giá hiện tại	81.600VND	Tăng trưởng EPS	-0,2%	13,5%	31,6%	24,1%
Giá mục tiêu	100.100VND	Biên LN gộp	4,1%	3,8%	4,5%	5,0%
Giá mục tiêu gần nhất	102.300VND	Biên LN ròng	2,2%	2,0%	2,3%	2,5%
TL tăng	+22,7%	P/S**	1,3x	1,1x	0,8x	0,6x
Lợi suất cổ tức	1,8%	EV/EBITDA	15,3x	12,7x	9,6x	7,7x
Tổng mức sinh lời	+24,5%	P/E	25,6x	22,6x	17,2x	13,8x



			VTP	Peers*	VNI
GT vốn hóa	364,7tr USD	P/E (trượt)	24,7x	31,3x	16,2x
Room KN	102,3tr USD	P/S** (trượt)	1,2x	1,1x	2,1x
GTGD/ngày (30n)	0,8tr USD	Nợ ròng/CSH	-0,4x	-0,1x	N/A
Cổ phần Nhà nước	61%	ROE	34,4%	9,8%	16,3%
SL cổ phiếu lưu hành	103,6tr	ROA	9,0%	4,9%	2,6%
Pha loãng	103,6tr				

* CT cùng ngành nước ngoài; ** dựa theo doanh thu từ dịch vụ cốt lõi

Tổng quan về Công ty
VTP là công ty bưu chính lớn thứ 2 tại Việt Nam. Các lĩnh vực chính gồm chuyển phát nhanh và phát hàng thu tiền hộ, trong đó yếu tố dẫn dắt chính là chuyển phát hàng hóa e-commerce.

Đào Danh Long Hà, CFA
Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Dịch COVID-19 thúc đẩy phổ biến thương mại điện tử

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với Tổng CTCP Bưu chính Viettel (VTP) khi chúng tôi tin rằng VTP sẽ được hưởng lợi từ sự bùng nổ tăng trưởng thương mại điện tử của Việt Nam trong dài hạn nhờ mạng lưới bưu chính rộng khắp, đầu tư vào công nghệ và các sáng kiến kinh doanh mới. Ngoài ra, những thay đổi tiềm năng về quy định quản lý có thể làm giảm bớt sự cạnh tranh về giá trên thị trường.
- Chúng tôi giảm giá mục tiêu thêm 2% do mức giảm 2% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2021-2023 khi (1) chi phí chuyển phát đang tăng mạnh trong bối cảnh dịch COVID-19 dẫn đến các gián đoạn liên quan đến hoạt động vận chuyển, hiệu suất lao động giảm và đơn hàng bị chuyển hoàn và (2) sản lượng chuyển phát trong 6 tháng đầu năm 2021 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.
- Giá mục tiêu của chúng tôi cho VTP tương ứng P/E trung bình giai đoạn 2021-2022 là 23,9 lần so với trung vị P/E trượt trung bình 3 năm của các công ty cùng ngành là 27 lần.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS đạt 23% trong giai đoạn 2020-2023 nhờ (1) hiệu quả chi phí của VTP cải thiện, (2) tăng trưởng thương mại điện tử tăng tốc khi thu nhập của người tiêu dùng cải thiện sau khi các gián đoạn do dịch COVID-19 hạ nhiệt và (3) đóng góp lớn hơn từ các mảng kinh doanh ngoài chuyển phát.
- Rủi ro: Cuộc chiến giá kéo dài và ngày càng gay gắt trong ngành chuyển phát nhanh; chi tiêu tiêu dùng thấp hơn mong đợi; đầu tư không hiệu quả vào các lĩnh vực kinh doanh mới.

Các đợt bùng phát dịch COVID-19 hiện tại thúc đẩy nhu cầu chuyển phát và tạm thời giảm bớt sự cạnh tranh. VTP đã hoạt động hơn khả năng đáp ứng kể từ tháng 7/2021 khi người tiêu dùng tăng cường mua hàng trực tuyến trong khi các dịch vụ giao hàng nội thành thay thế như Grab đã bị hạn chế bởi các biện pháp kiểm soát dịch COVID-19 của Chính phủ. Chúng tôi dự báo sản lượng chuyển phát sẽ tăng 16% YoY vào năm 2021, sau đó tăng tốc trong giai đoạn 2021-2023 với CAGR đạt 35% khi chúng tôi kỳ vọng thu nhập của người tiêu dùng được cải thiện.

Tuy nhiên, sự gián đoạn do dịch COVID-19 đang làm tăng chi phí giao hàng. Các vấn đề như xét nghiệm COVID-19 cho nhân viên, tỷ lệ hoàn trả bưu kiện giao không thành công tăng, các nhà bán hàng đóng cửa cũng như các bưu cục và trung tâm phân loại tạm ngừng hoạt động do có nhân viên lây nhiễm đã làm tăng chi phí hoạt động của VTP. Dựa trên tổng hợp của chúng tôi, các đối thủ cạnh tranh lớn như GHTK và Best cũng đã thu nhỏ hoặc thậm chí tạm ngừng dịch vụ vào tháng 8/2021 do những gián đoạn nêu trên. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ của VTP sẽ giảm từ 10,4% trong 6 tháng đầu năm 2021 còn 9,5% trong nửa cuối năm (-30 điểm cơ bản

YoY), sau đó tăng lên 10,2% vào năm 2022 dựa trên giả định rằng sự gián đoạn do dịch COVID-19 sẽ bắt đầu hạ nhiệt vào quý 4/2021.

Theo quan điểm của chúng tôi, Chính phủ đã thể hiện nhiều nỗ lực hơn để sửa đổi các quy định về bưu chính, điều này có thể làm giảm cạnh tranh về giá. Sau các cuộc điều tra vào cuối năm 2020, Bộ Thông tin và Truyền thông (MIC) đã đề xuất 2 dự thảo nghị định mới vào quý 2/2021 nhằm thắt chặt các quy định về chống hành vi cạnh tranh không lành mạnh. Các biện pháp kiểm soát chính được đề xuất bao gồm (1) mở rộng phạm vi tạm thu hồi giấy phép kinh doanh trong các trường hợp vi phạm và (2) yêu cầu báo cáo thường xuyên hơn về giá dịch vụ, khuyến mãi và chi phí giá thành. Chúng tôi tin rằng những quy định mới này - nếu được thực thi - sẽ mang lại tích cực cho VTP do công ty thường ngăn ngại tham gia vào các cuộc chiến giảm giá.

Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	17.234	21.769	24.746	28.031
Giá vốn hàng bán	-16.536	-20.937	-23.630	-26.616
Lợi nhuận gộp	699	832	1.116	1.415
Chi phí bán hàng	-22	-27	-39	-51
Chi phí quản lí DN	-248	-299	-405	-542
LN thuần HĐKD	429	506	672	821
Thu nhập tài chính	99	105	118	143
Chi phí tài chính	-54	-67	-74	-76
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-54</i>	<i>-67</i>	<i>-74</i>	<i>-76</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	6	2	2	2
LNTT	480	545	717	890
Thuế TNDN	-97	-110	-145	-180
LNST trước CĐTS	383	435	573	711
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	383	435	573	711
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh (1)	383	435	573	711
EBITDA	503	605	803	994
EPS cơ bản báo cáo, VND	3.183	3.614	4.755	5.902
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3.183	3.614	4.755	5.902
EPS pha loãng, ⁽¹⁾ VND	3.183	3.614	4.755	5.902
DPS, VND	1.203	1.500	1.500	1.500
DPS/EPS (%)	37,8%	41,5%	31,5%	25,4%

(1) điều chỉnh cho khoản bất thường

TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	120,6%	26,3%	13,7%	13,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-2,8%	17,9%	32,8%	22,3%
Tăng trưởng LNTT	-0,6%	13,5%	31,6%	24,1%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-0,2%	13,5%	31,6%	24,1%

Khả năng sinh lời

Biên LN gộp %	4,1%	3,8%	4,5%	5,0%
Biên LN từ HĐ %	2,5%	2,3%	2,7%	2,9%
Biên EBITDA	2,9%	2,8%	3,2%	3,5%
Biên LN ròng trừ CĐTS	2,2%	2,0%	2,3%	2,5%
ROE %	35,2%	32,6%	35,2%	35,1%
ROA %	9,9%	9,0%	9,8%	10,1%

Chỉ số hiệu quả vận hành

Số ngày tồn kho	7,2	13,8	15,9	15,4
Số ngày phải thu	16,8	15,4	16,1	16,1
Số ngày phải trả	6,1	7,2	7,6	7,7
TG luân chuyển tiền	17,9	22,0	24,4	23,9

Thanh khoản

CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,3	1,3
CS thanh toán nhanh	1,1	1,0	1,0	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ/Tài sản	0,2	0,3	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,5	0,4	0,4
Nợ/Vốn CSH	-0,6	-0,4	-0,5	-0,6
Khả năng thanh toán lãi vay	7,9	7,6	9,1	10,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương	288	364	414	469
Đầu tư TC ngắn hạn	1.572	1.555	1.909	2.373
Các khoản phải thu	809	1.022	1.162	1.316
Hàng tồn kho	606	979	1.086	1.158
TS ngắn hạn khác	662	857	1.211	1.607
Tổng TS ngắn hạn	3.937	4.776	5.782	6.923
TS dài hạn (gộp)	653	871	1.134	1.482
- Khấu hao lũy kế	-277	-375	-507	-679
TS dài hạn (ròng)	377	496	628	802
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	74	29	-22	-80
Tổng TS dài hạn	450	525	605	722
Tổng Tài sản	4.388	5.301	6.387	7.646
Phải trả ngắn hạn	369	467	527	594
Nợ ngắn hạn	1.088	1.324	1.381	1.424
Nợ ngắn hạn khác	1.715	2.045	2.676	3.369
Tổng nợ ngắn hạn	3.172	3.835	4.584	5.387
Nợ dài hạn	7	7	7	7
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	3.179	3.843	4.592	5.394
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	22	22	22	22
Vốn cổ phần	830	1.036	1.036	1.036
Lợi nhuận giữ lại	351	395	732	1.188
Vốn khác	5	5	5	5
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.209	1.458	1.795	2.251
Tổng cộng nguồn vốn	4.388	5.301	6.387	7.646

Số cp lưu hành cuối năm, tr	103,6	103,6	103,6	103,6
Số cp quỹ, tr	0,0	0,0	0,0	0,0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	347	288	364	414
Lợi nhuận sau thuế	383	435	573	711
Khấu hao	74	99	131	173
Thay đổi vốn lưu động	-370	-352	90	137
Điều chỉnh khác	-184	-61	-80	-99
Tiền từ hoạt động KD	-98	121	714	921
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-37	-218	-263	-347
Đầu tư	-116	62	-303	-406
Tiền từ HĐ đầu tư	-154	-156	-566	-754
Cổ tức đã trả	-88	-125	-155	-155
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	281	236	57	43
Tăng (giảm) nợ dài hạn	7	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	192	111	-98	-112
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-59	76	50	55
Tiền cuối năm	288	364	414	469

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.