

Ngành: Logistics | BSC RESEARCH

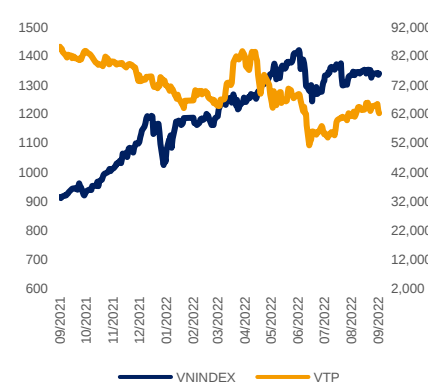
KHUYẾN NGHỊ N/A
TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN BƯU CHÍNH VIETTEL (UPCOM: VTP)
THỊ PHẦN TIẾP TỤC SUY GIẢM

Table with 4 columns: Metric, Value, Date, and Ownership. Rows include: Giá hiện tại (57,400), Giá mục tiêu trước đây, Giá mục tiêu mới (60,000), Tỷ suất cổ tức, and Tiềm năng tăng giá (3%).

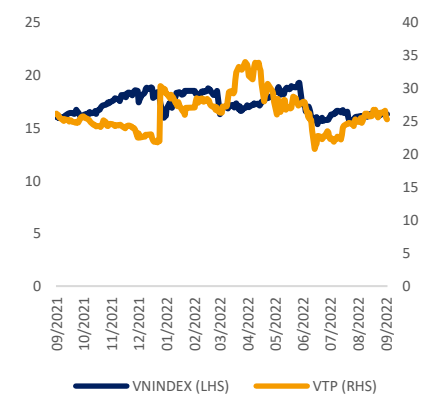
Bộ phận Research:
Phạm Quang Minh (Hàng không, Cảng biển)
minhpgq@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ
Chúng tôi không đưa ra khuyến nghị đối với cổ phiếu VTP và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu này trong năm 2023 là 60,000 VNĐ/CP dựa trên phương pháp P/E mục tiêu = 13x, thấp hơn so với P/E trung bình (2018-2021) = 21-29x do lo ngại về (1) cạnh tranh cao của mảng chuyển phát trên sàn, (2) tiến độ triển khai chậm mảng Logistics trong thời gian tới.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH
Trong năm 2022, BSC dự báo VTP ghi nhận DTT = 23,277 tỷ VNĐ (+9% yoy), NPATMI = 427 tỷ VNĐ (+44% yoy), tương đương EPS FW 2022 = 4,126 VNĐ, P/E FW 2022 = 13.9, P/B FWD 2022 = 3.6x. Trong năm 2023, BSC dự báo VTP ghi nhận DTT = 24,386 tỷ VNĐ (+5% yoy), NPATMI = 472 tỷ VNĐ (+10% yoy), tương đương EPS FW 2023 = 4,556 VNĐ, P/E FW 2022 = 12.6, P/B FWD 2022 = 3.0, dựa trên các giả định chính sau:

- 1. Mảng thương mại: Doanh thu + 2% yoy, biên lợi nhuận gộp = 0.41% - tương đương năm 2021.
- 2. Mảng dịch vụ - Chuyển phát & Logistics:
- BSC dự báo ngành chuyển phát nhanh tăng trưởng +20-25%/năm trong năm 2022 -2023.
- Thị phần của VTP = 12.4% và 11.3% trong năm 2022/2023 do sản lượng tăng thấp hơn trung bình ngành.
- Biên lợi nhuận gộp = 8.5% năm 2022 dựa trên cả giả định: chi phí nhân viên + 13% yoy – dựa trên giả định 1H.2022, chi phí NVL +31% yoy do giá NVL tăng, chi phí dịch vụ mua ngoài +38% yoy + do giá xăng tăng. So với năm 2021, biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ + 1 điểm % do mức nền lợi nhuận gộp thấp trong Quý 3-4.2021. Sang năm 2023, BSC giả định biên lợi nhuận gộp = 8.5%.
- 3. Giá trị đầu tư mới giả định = 70 tỷ VNĐ trong năm 2022 – 23 dựa trên giả định chi phí đầu tư trong 1H.2022. BSC chưa đưa vào dự báo gói đầu tư mảng Logistics 2022-2025 = 3,500 tỷ VNĐ do chưa chắc chắn kế hoạch giải ngân.

Biên lợi nhuận gộp chung của VTP +0.7 điểm %/0.1 điểm % trong năm 2022/2023 do tăng tỷ trọng mảng chuyển phát có biên lợi nhuận gộp cao hơn.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- Trong 1H.2022, doanh thu + 9% yoy: Trong đó, doanh thu mảng chuyển phát + 36% yoy do giá +30% yoy, sản lượng +5-6% yoy,
- Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm -0.3% yoy do biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát giảm 3.2% yoy, mảng thương mại + 1% yoy.

CATALYST: (1) Chuyển sàn Hose, (2) Viettel thoái vốn tại VTP.

Table with 5 columns: Chỉ số, 2021, 2022, Peer, VN-Index. Rows include: PE (x), PB (x), ROE (%), ROA (%), KQKD, Doanh thu thuần, Lợi nhuận gộp, NPATMI, EPS, and Tăng trưởng EPS.

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2.2022

VTP_Tỷ VNĐ	Q2.2021	Q2.2022	% QoQ	% YoY	1H.2021	1H.2022	% YoY	Nhận xét
Doanh thu	5,193	5,461	-5%	5%	10,351	11,232	9%	Trong 1H.2022, doanh thu + 9% yoy: • Doanh thu mảng chuyển phát + 36% yoy do giá và sản lượng tăng. • Doanh thu thương mại -5% yoy
Thương mại	3,432	3,128	-11%	-9%	6,982	6,663	-5%	
Chuyển phát	1,761	2,333	4%	32%	3,368	4,569	36%	
Lãi gộp	195	208	13%	7%	387	391	1%	Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm -0.3 điểm % svck, chủ yếu do biên lợi nhuận gộp mảng chuyển phát -3.2 điểm % svck.
Thương mại	9	19	-3%	114%	20	38	84%	
Chuyển phát	186	189	15%	2%	367	353	-4%	
Lãi gộp	195	208	13%	7%	387	391	1%	Tỷ trọng chi phí tài chính, SG&A trên doanh thu vẫn được kiểm soát ổn định
Thu nhập tài chính	23	25	3%	11%	46	49	8%	
Chi phí tài chính	(12)	(15)	22%	27%	(24)	(27)	15%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(12)	(15)	22%	27%	(24)	(27)	15%	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-			-	-		
Chi phí BH	(6)	(16)	10%	181%	(20)	(30)	53%	
Chi phí QLDN	(68)	(81)	57%	19%	(122)	(133)	9%	
Lãi từ HĐKD	132	120	-6%	-8%	267	249	-7%	
Thu nhập khác	1	1	44%	9%	3	2	-25%	
Chi phí khác	0	(1)	90%	-382%	(1)	(1)	25%	
Thu nhập khác, ròng	2	1	5%	-65%	2	1	-49%	
LNTT	133	121	-6%	-9%	269	250	-7%	
Thuế TNDN	(27)	(24)	-6%	-9%	(54)	(50)	-7%	
LNST	106	97	-7%	-9%	215	200	-7%	
Lợi ích CĐKKs	-	-			-	-		
LNST Công ty mẹ	106	97	-7%	-9%	215	200	-7%	
Biên lợi nhuận gộp	4%	4%			4%	3%		
Thương mại	0%	1%			0%	1%		
Chuyển phát	11%	8%			11%	8%		
Biên lợi nhuận ròng	2%	2%			2%	2%		

Nguồn: Báo cáo tài chính VTP

1H.2022: MẢNG CHUYỂN PHÁT – LẦN ĐẦU TĂNG GIÁ NIÊM YẾT DO CHI PHÍ SẢN XUẤT CHUNG TĂNG

Trong 1H.2022, doanh thu chuyển phát + 36% yoy do (1) giá dịch vụ tăng, (2) sản lượng +5-6% yoy. Trong đó :

- Về sản lượng: Trong 1H.2022, số lượng đơn hàng trên sàn thương mại điện tử và hàng nhẹ = 600,000 – 800,000 đơn/ngày, + 5-6% yoy - thấp hơn so với mức tăng trưởng toàn ngành Bưu chính là +25% yoy. BSC cho rằng nguyên nhân có thể đến từ việc (1) các sàn tiếp tục ưu tiên phân bổ đơn hàng sang cho các công ty nội bộ của họ, (2) BEST Express tiếp tục duy trì chiến lược chi tiền để giành các đơn hàng còn lại. (Chi tiết xem ở phần II). Sang đầu Quý 3.2022, BSC chưa thấy động lực mới để VTP có thể tăng trưởng sản lượng mạnh.
- Về giá: VTP lần đầu tăng giá dịch vụ niêm yết vào đầu năm 2022. BSC cho rằng nguyên nhân đến từ việc chi phí xăng dầu tăng +30% yoy, hơn là việc áp lực cạnh tranh đã giảm bớt. Chi phí đầu vào cao, đã buộc các công ty vận tải (không chỉ riêng VTP) phải tăng giá để chuyển một phần chi phí sang giá bán. Chẳng hạn như: Nhất Tín Logistics áp dụng thu thêm 25% phụ phí nhiên liệu kể từ T3.2022; GHTK tăng giá chuyển phát nhanh liên miền + 20-28% kể từ T5.2022. Tuy nhiên, BSC cho rằng giá cước bình quân thực tế có thể đã không đã tăng tương ứng với giá đã niêm yết do cạnh tranh cao.

Hình 1: So sánh bảng giá cước dịch vụ Chuyển phát nhanh

Trọng lượng (g)	Nội tỉnh		% YoY	Hà Nội – Đà Nẵng, Hồ Chí Minh – Đà Nẵng		% YoY
	Từ 1/2021	Từ 1/2022		Từ 1/2021	Từ 1/2022	
0-50	8,000	11,000	38%	9,000	12,000	33%
50-100	8,000	11,000	38%	13,000	17,000	31%
100-250	10,000	13,000	30%	21,500	28,000	30%
250-500	12,500	16,000	28%	28,000	37,000	32%
500-1,000	16,000	21,000	31%	40,900	53,000	30%
1,000-1,500	19,000	25,000	32%	52,800	68,000	29%
1,500-2,000	21,000	27,000	29%	64,100	83,000	29%
Mỗi 500 tiếp theo	1,700	2,000		7,100	12,000	
Trung vị			31%			30%

Nguồn: VTP

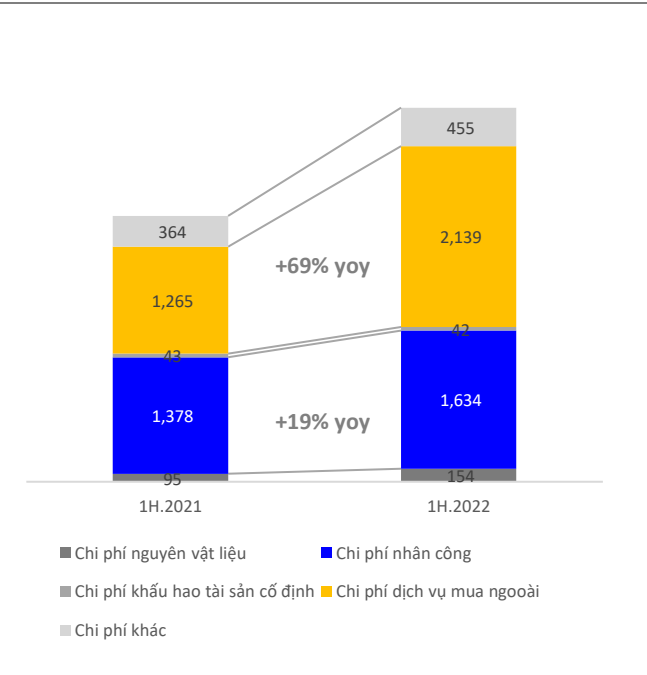
Hình 2: So sánh bảng giá dịch vụ Chuyển phát Thương mại điện tử (Chuyển Phát trong nước)

Trọng lượng (g)	Nội tỉnh		% YoY	Liên miền – Tiết kiệm		% YoY	Liên miền – Nhanh		% YoY
	Từ T9/2020	Từ T9/2022		Từ T9/2020	Từ T9/2022		Từ T9/2020	Từ T9/2022	
0-100	16,500	16,500	-	26,000	31,000	19%	28,000	38,500	38%
100-250			-		42,000	62%		49,000	75%
250-500			-		-			-	
500-1,000			-		-			-	
1,000-2,000			-		-			-	
Mỗi 500 tiếp theo	2,500	2,500	-	-	4,500		-	12,500	

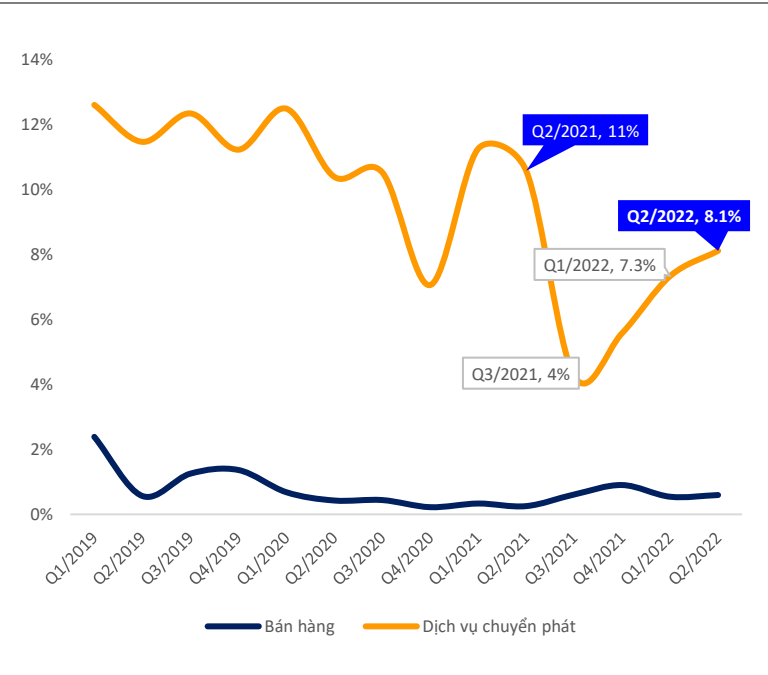
Nguồn: VTP

Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng chuyển phát = 8.1%, giảm 3 điểm % so với cùng kỳ, do chi phí sản xuất chung tăng mạnh hơn giá cước. Trong đó, (1) chi phí dịch vụ mua ngoài +70% yoy do giá xăng dầu tăng, và (2) chi phí nhân công +19% yoy, (3) chi phí NVL +25% do giá giấy tăng. Sang 2H.2022, BSC cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của VTP sẽ cải thiện nhờ chi phí xăng dầu kỳ vọng giảm so với đầu năm.

Hình 3: Chi phí SXKD chuyển phát

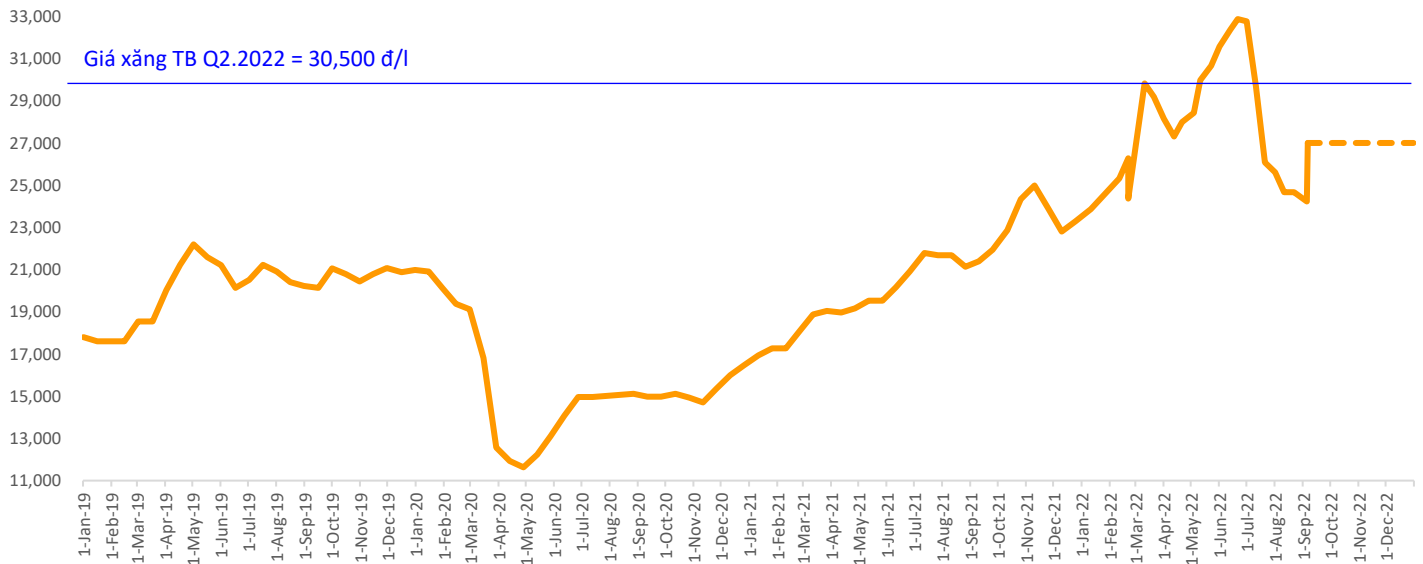


Hình 4: Diễn biến tỷ suất lợi nhuận gộp của VTP



Nguồn: VTP

Hình 5: Diễn biến giá xăng RON 95-III – BSC dự báo giá xăng dầu trong 2H.2022 = 27,500 VNĐ/lít (-10% so với Q2.2022) – giúp cải thiện biên LNG VND/Lít

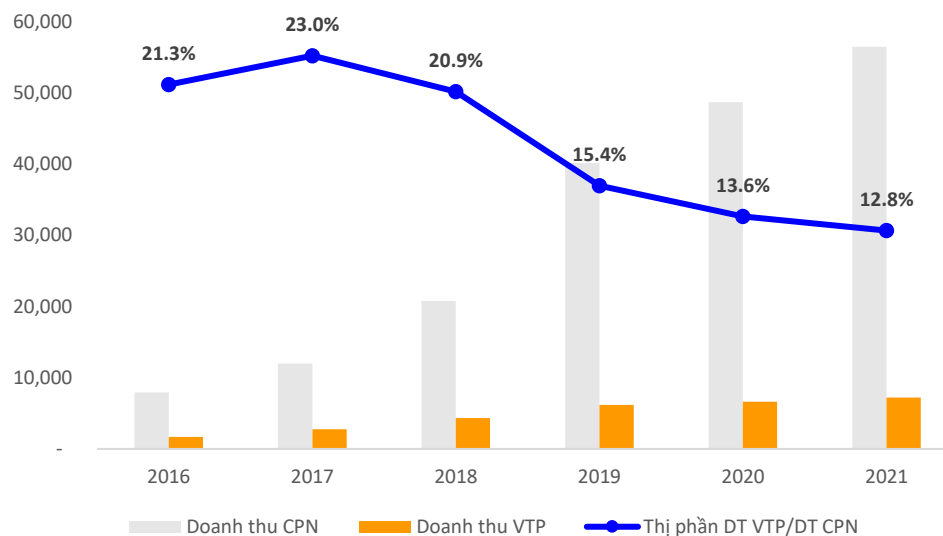


Nguồn: PLX

Thị phần doanh thu của VTP đã giảm. Kết thúc năm 2021, thị phần của VTP = 12.8%, giảm 0.8 điểm % so với năm 2020. Trong 1H.2022, BSC cho rằng thị phần của VTP có thể bị giảm khi sản lượng đơn hàng của VTP chỉ +5-6% yoy, trong khi sản lượng bưu gửi toàn ngành là 25% yoy – theo số liệu của MOIT.

Hình 6: Ước tính thị phần doanh thu VTP

Doanh thu - Tỷ đồng



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Tóm lại, với quan điểm **(1)** mặt bằng giá vẫn sẽ được duy trì trong 2H.2022 do chi phí xăng dầu ở mức cao, **(2)** sản lượng chuyển phát chưa có động lực để tăng trưởng mạnh, **(3)** tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện, **BSC dự báo KQKD 2H.2022 khoảng 220-230 tỷ VNĐ – tăng trưởng 2.8-3 lần so với cùng kỳ - do mức nền thấp trong năm 2021.**

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H.2022 - 2023

HĐKD chuyển phát của VTP được chia thành 2 mảng chính: **(1)** Chuyển phát cho các sàn thương mại điện tử, bưu phẩm truyền thông, hàng nhẹ ngoài sàn (<30 kg); **(2)** Logistics – Fulfillment & chuyển phát hàng hóa lớn (>30 kg).

CHUYỂN PHÁT CHO CÁC SÀN THƯƠNG MẠI ĐIỆN TỬ/HÀNG NHẸ/BUU PHẨM – CẠNH TRANH CAO

Trong năm 2022-2023, BSC cho rằng hoạt động chuyển phát trên sàn có thể vẫn sẽ gặp khó do:

1. Các sàn TMĐT đang ưu tiên phân bổ đơn hàng sang cho các công ty nội bộ. Trong năm 2020 – 2021, các sàn thương mại điện tử như Shopee, Lazada, Tiki, Sendo, . . ưu tiên đẩy đơn hàng (chủ yếu là nội tỉnh và liên tỉnh tuyến chính có biên lợi nhuận cao) cho các công ty nội bộ (in-house) của họ. Đối với các đơn hàng còn lại, các sàn sẽ phân phối cho khoảng 5-7 công ty chuyển phát bên ngoài (3PL) do **(1)** hệ thống kho/bưu tá của sàn chưa thể bao phủ hết các tỉnh, và **(2)** phải thuê ngoài để phục vụ các ngày cao điểm trong tháng.
- Sang năm 2022, có dấu hiệu cho thấy các sàn muốn đẩy tỷ trọng đơn hàng cho công ty nội bộ để tối ưu lợi nhuận:
- Kể từ Từ 2H.2021, Shopee không cho phép người mua được chọn đơn vị chuyển phát như trước đây, và cho người bán chọn Shopee Express làm đơn vị vận chuyển mặc định.
 - Các sàn vẫn đang đẩy mạnh phát triển hệ thống Logistics nội bộ để tăng công suất xử lý hàng. Chẳng hạn như: kể từ T7/2021, Tiki ứng dụng Robot để tối ưu vận hành kho.
- BSC cho rằng sự chuyển dịch đơn hàng từ các công ty giao nhận khác sang đơn vị nội bộ sàn sẽ tiếp tục trong năm 2022-23 và dài hạn khi các sàn vẫn đang đẩy mạnh mảng Logistics để tối ưu lợi nhuận từ tập khách hàng có sẵn trên sàn.
2. Với các đơn còn lại trên sàn, BEST Express vẫn tiếp tục chiến lược chi tiền để giành thị phần. Kết thúc Quý 2.2022, BSC nhận thấy BEST Express vẫn đang duy trì chính sách giá thấp hơn 15-20% so với các VTP, J&T Express và GHN, tương đương với GHTK. Chưa có tín hiệu về việc BEST Express sẽ tăng giá trở lại. Vì vậy, BSC cho rằng cạnh tranh vẫn ở mức cao trong năm 2022.

Hình 7: Giá cước của BEST Express đang thấp hơn 15% so với VTP

Trọng lượng (g)	Liên miền - Tiết kiệm (HN- HCM)					
	BEST Express	J&T Express	Ninja Van	Viettel Post	GHTK	GHN
	Từ T5/2022	Từ T5/2022	Từ T6/2022	Từ T9/2022	Từ T5/2022	Từ T9/2022
0-100	31,900	33,500	22,000	31,000	30-32,000	29-39,000
100-250				42,000		
250-500				46,500		
500-1,000	36,900	39,800	27,000	51,000	42,000	49,000
1,000-1,500	41,900	50,800		55,500	47,000	54,000
1,500-2,000	46,900	61,900		4,500	5,000	5,000
Mỗi 500 tiếp theo	-	4,500	5,000	4,500	5,000	5,000

Hình 8: Danh sách các công ty chuyển phát cho các sàn TMĐT

TT	Đơn vị	Shopee	Lazada	Sendo	Tiki	Titkok
1	Đơn vị nội bộ					
2	Viettel Post					
3	VN Post					
4	GHTK					
5	GHN					
6	J&T Express					
7	Ninja Van					
8	Best Express					
9	DHL					
10	Ship 60					
11	ZTO					

*MÀU XANH: CÓ CUNG CẤP DỊCH VỤ

Nguồn: BSC Research tổng hợp

LOGISTICS – FULFILLMENT & CHUYỂN PHÁT HÀNG LỚN – TIẾN ĐỘ TRIỂN KHAI CÒN CHẬM

VTP đang thay đổi chiến lược để tìm động lực tăng trưởng mới. Kể từ đầu năm 2021, VTP đưa ra hoạch tái cấu trúc. Theo đó, VTP sẽ chia hoạt động kinh doanh thành 3 SBU gồm: **(1)** Chuyển phát nhanh trong nước, **(2)** Fulfillment & Logistics hàng hóa lớn và **(3)** Viễn thông và Thương mại điện tử. Trong đó, Fulfillment & Logistics hàng hóa lớn sẽ là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn tới – doanh thu dự kiến tăng từ 10% lên 55% trong cơ cấu tổng doanh thu. BSC cho rằng Ban lãnh đạo VTP đã thay đổi đáng kể về quan điểm chiến lược kể từ năm 2021:

1. **VTP đang tập trung vào tìm kiếm đầu ra, thay vì cạnh tranh trực tiếp về giá và chất lượng dịch vụ như trước đây.** VTP tích cực liên kết với các đơn vị có nguồn khách hàng lớn, cung cấp gói dịch vụ hoàn chỉnh bao gồm xử lý đơn hàng, kho, . . . thay vì chỉ chuyển phát đơn thuần. Bằng chứng là việc trong năm 2021, VTP đã ký MOU liên kết với Tân Cảng để cung cấp dịch vụ Logistics cho hàng hóa xuất nhập khẩu, và hợp tác với JD.com để vận chuyển hàng hóa từ Trung Quốc về Việt Nam. Trong năm 2022, VTP cũng đang làm việc với IPP Air Cargo để cung cấp dịch vụ Logistics từ sân bay về các tỉnh/thành. **BSC cho rằng chiến lược liên kết với các đơn vị sẽ giúp VTP có được nguồn hàng ổn định và tránh cạnh tranh trực tiếp với các công ty giao nhận khác.**
2. **VTP sẽ dần hướng tới các khách hàng lớn có khối lượng và kích cỡ hàng lớn, thay vì các khách hàng vừa và nhỏ như trước đây.** Nguyên nhân là do gặp các vướng mắc về pháp lý do Việt Nam chưa có Luật Thương mại điện tử - khi từng triển khai hệ thống fulfillment cho khách hàng vừa và nhỏ trước đây.

Hình 9: So sánh chiến lược VTP trước và sau năm 2021

Chỉ tiêu	Trước năm 2021	2021-2025
Hoạt động kinh doanh	Chuyển phát	- Logistics (55%) - Chuyển phát
Dịch vụ cung cấp	Chủ yếu dịch vụ chuyển phát đơn lẻ	Gói dịch vụ gồm: - Chuyển phát - Kho - Hoàn tất đơn hàng ...
Hàng hóa	Vừa và nhỏ	Đa dạng
Khách hàng	Riêng lẻ trên sàn/ngoài sàn	Khách hàng ngoài sàn có khối lượng hàng lớn
Chiến lược cạnh tranh	Giá + dịch vụ đảm bảo	- Giá + dịch vụ đảm bảo - Công nghệ - Liên kết với Công ty có tập khách hàng lớn như Tân Cảng, JD.com, Siêu thị, ...

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 10: Các đơn vị vận chuyển mở rộng sang mảng Fulfillment

STT	Đơn vị vận chuyển	Fulfillment	Khách hàng	Đơn vị liên kết/Lợi thế
1	Đơn vị nội bộ sàn			
	-Shopee Express	Có	KH vừa và nhỏ	Hỗ trợ bởi Shopee/Chỉ phục vụ ShopeeMall
	-Lazada Express	Có	KH vừa và nhỏ	Hỗ trợ bởi Lazada/Chỉ phục vụ Lazada Mall
	-Tiki Express	Có	KH vừa và nhỏ	Hỗ trợ bởi Tiki/Chỉ phục vụ TikiMall
2	Viettel Post	Có	KH lớn	
3	VN Post	Không		
4	GHTK	Có	KH vừa và nhỏ	Lợi thế từ tập khách hàng Shopee trước đây
5	GHN	Có	KH vừa và nhỏ	
6	J&T Express	Không		
7	Ninja Van	Không		
8	Best Express	Không		
9	DHL	Có	KH lớn	
10	Ship 60	Có	KH vừa và nhỏ	
11	ZTO	Không		
12	Nhất Tín	Có	KH lớn - doanh nghiệp	Hỗ trợ từ Tin Thành

Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC cho rằng mảng Logistics sẽ chưa có chuyển biến đáng kể trong năm 2022-2023 do:

1. **Tiến độ đầu tư mới tương đối chậm.** Giá trị đầu tư mới trong 6T.2022 = 39 tỷ VNĐ, thấp hơn nhiều so với kế hoạch vốn năm 2022 = 1,200 tỷ VNĐ, và kế hoạch 2022-2025 = 3,500 tỷ VNĐ.
2. **VTP đang trong giai đoạn chuyển giao Ban điều hành.** Ông Hoàng Trung Thành – nguyên PTGD Viettel Telecom, được bổ nhiệm Tổng giám đốc VTP, thay cho ông Trần Trung Hưng. Do vậy, BSC cho rằng sẽ cần thời gian để Ban điều hành mới ổn định hoạt động vận hành hiện tại, trước khi, tập trung đầu tư các dự án mới.

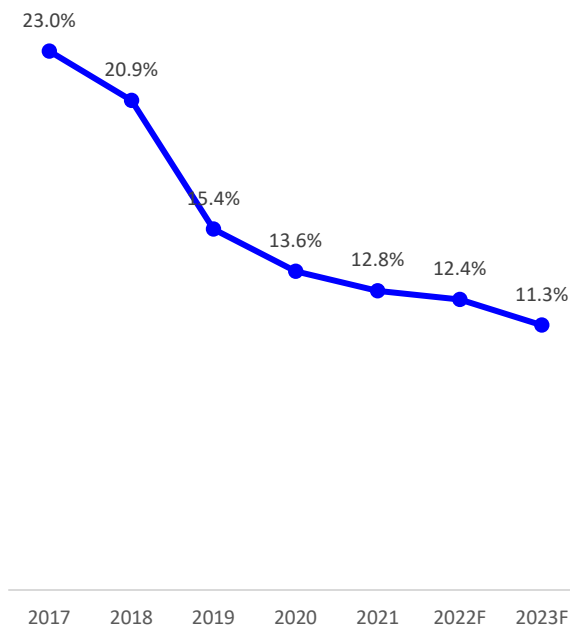
3. **Các đơn vị liên kết vẫn còn hạn chế.** Trong năm 2022, VTP vận chuyển hàng từ Trung Quốc về Việt Nam cho JD.com từ tháng 5, tuy nhiên, sản lượng không đáng kể. Ngoài ra, VTP hiện đang làm việc với IPP Air Cargo để vận chuyển hàng từ sân bay về các tỉnh, tuy nhiên, tiến độ triển khai cũng chưa chắc chắn.

Tóm lại:

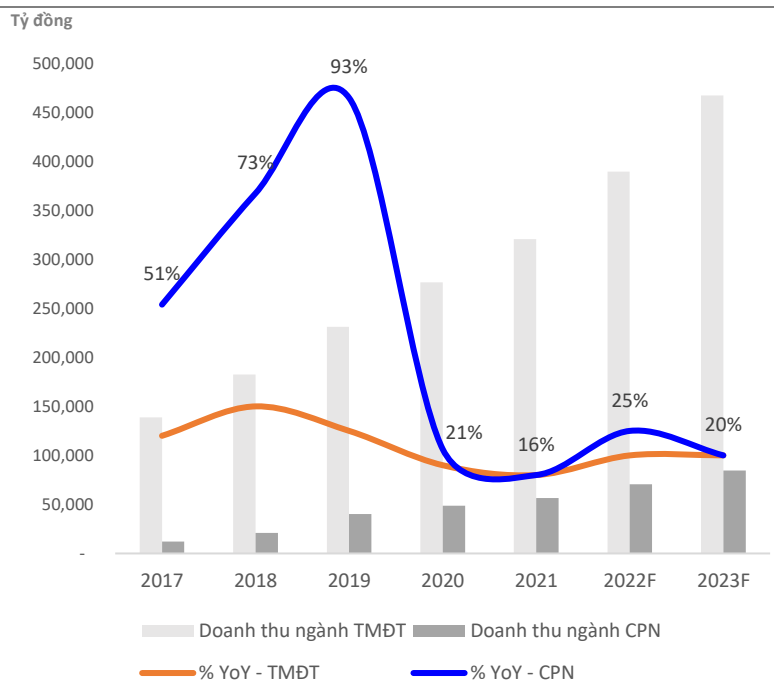
Với việc (1) Chuyển phát trên sàn TMĐT/hàng nhẹ/bưu phẩm truyền thống có thể vẫn sẽ gặp khó do cạnh tranh cao, (2) Triển khai mảng Logistics – Fulfillment & chuyển phát hàng hóa lớn còn chậm, **BSC chưa thấy bất kỳ động lực nào để VTP cải thiện thị phần về sản lượng trong thời gian tới.** Theo đó, BSC dự báo:

1. **Trong năm 2022, ngành chuyển phát nhanh +25% yoy** đến từ (1) sản lượng tăng và (2) giá tăng do các công ty tăng giá để chuyển bớt chi phí đầu vào sang. **Thị phần của VTP = 12.4% - giảm 0.4 điểm % năm 2021** do sản lượng tăng nhiều thấp hơn trung bình ngành, giá bán của VTP có thể đã tăng nhẹ.
2. **Trong năm 2023, ngành chuyển phát nhanh +20% yoy** đến từ sản lượng tăng, giá đi ngang do chi phí đầu vào vẫn ở mức cao. **Thị phần của VTP = 11.3% - giảm 1.1 điểm % so với năm 2022** do sản lượng tăng trưởng thấp hơn trung bình ngành. BSC giả định sản lượng VTP + 10% yoy, giá đi ngang trong năm 2023.

Hình 11: Ước tính thị phần về doanh thu của VTP



Hình 12: BSC dự báo ngành CPN +22- 25% yoy trong giai đoạn 2022-2023



Nguồn: VTP

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo VTP ghi nhận DTT = 23,277 tỷ VNĐ (+9% yoy), NPATMI = 427 tỷ VNĐ (+44% yoy), tương đương EPS FW 2022 = 4,126 VNĐ, P/E FW 2022 = 13.9, P/B FWD 2022 = 3.6x. Trong năm 2023, BSC dự báo VTP ghi nhận DTT = 24,386 tỷ VNĐ (+5% yoy), NPATMI = 472 tỷ VNĐ (+10% yoy), tương đương EPS FW 2023 = 4,556 VNĐ, P/E FW 2022 = 12.6, P/B FWD 2022 = 3.0, dựa trên các giả định chính sau:

1. Mảng thương mại: Doanh thu + 2% yoy, biên lợi nhuận gộp = 0.41% - tương đương năm 2021.
2. Mảng dịch vụ - Chuyển phát & Logistics:
 - BSC dự báo ngành chuyển phát nhanh tăng trưởng +20-25%/năm trong năm 2022 -2023.
 - Thị phần của VTP = 12.4% và 11.3% trong năm 2022/2023 do sản lượng tăng trưởng thấp hơn trung bình ngành.

- **Biên lợi nhuận gộp = 8.5% năm 2022** dựa trên cả giả định: chi phí nhân viên + 13% yoy – dựa trên giả định 1H.2022, chi phí NVL +31% yoy do giá NVL tăng, chi phí dịch vụ mua ngoài +38% yoy + do giá xăng tăng (Giả định giá RON 95 – III bình quân = 27,000 VNĐ/lít trong năm 2022). **So với năm 2021, biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ + 1 điểm % do mức nền lợi nhuận gộp thấp trong Quý 3-4.2021. Sang năm 2023, BSC giả định biên lợi nhuận gộp = 8.5%.**

3. Giá trị đầu tư mới giả định = 70 tỷ VNĐ trong năm 2022 – 23 dựa trên giả định chi phí đầu tư trong 1H.2022. BSC chưa đưa vào dự báo gói đầu tư mảng Logistics 2022-2025 = 3,500 tỷ VNĐ do chưa chắc chắn kế hoạch giải ngân.

Biên lợi nhuận gộp chung của VTP +0.7 điểm %/0.1 điểm % trong năm 2022/2023 do tăng tỷ trọng mảng chuyển phát có biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Hình 13: Dự báo Kết quả kinh doanh của VTP

KQKD – Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Giả định						
Doanh thu ngành CPN	20,792	40,117	48,656	56,441	70,552	84,662
% YoY	73%	93%	21%	16%	25%	20%
Thị phần VTP	20.9%	15.4%	13.6%	12.8%	12.4%	11.3%
Doanh thu chuyển phát VTP	4,344	6,178	6,617	7,208	8,748	9,567
% YoY	58%	42%	7%	9%	21%	9%
Doanh thu thuần	4,922	7,812	17,234	21,452	23,277	24,386
Thương mại	579	1,634	10,617	14,244	14,529	14,820
Dịch vụ	4,344	6,178	6,617	7,208	8,748	9,567
Giá vốn hàng bán	(4,376)	(7,036)	(16,536)	(20,852)	(22,475)	(23,513)
Lợi nhuận gộp	547	775	699	600	803	873
Thương mại	8	19	22	58	59	60
Dịch vụ	538	757	677	542	744	813
Biên lợi nhuận gộp	11%	10%	4%	3%	3%	4%
Thương mại	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Dịch vụ	12%	12%	10%	8%	9%	9%
Thu nhập tài chính	49	94	99	94	112	123
Chi phí tài chính	(19)	(49)	(54)	(48)	(52)	(63)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(19)	(49)	(54)	(48)	(52)	(63)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-	-	-
Chi phí BH	(30)	(49)	(22)	(39)	(42)	(44)
Chi phí QLDN	(200)	(285)	(248)	(242)	(291)	(305)
Lãi từ HĐKD	347	487	474	365	529	585
Thu nhập khác, ròng	3	(9)	6	6	6	6
LNTT	350	477	480	371	535	591
Thuế TNDN	(71)	(97)	(97)	(75)	(108)	(119)
LNST	279	380	383	296	427	472
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-	-	-
LNST Công ty mẹ	279	380	383	296	427	472
EPS	6,744	6,376	4,615	2,857	4,126	4,556
Biên lợi nhuận ròng	6%	5%	2%	1%	2%	2%
Biên lợi nhuận gộp	11%	10%	4%	3%	3%	4%

Nguồn: BSC Research dự báo

Rủi ro thay đổi dự báo trong năm 2023:

- Tốc độ tăng trưởng ngành chuyển phát/thương mại điện tử nhanh hơn so với dự báo.
- Thị phần chuyển phát của VTP giảm mạnh hơn so với dự báo do cạnh tranh cao.

Catalyst

- **Chuyển sàn HOSE:** VTP dự kiến chuyển sàn trong 2H.2022.
- **Viettel thoái vốn:** Viettel đang sở hữu 60.8% cổ phần VTP, có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu xuống còn 51% trong giai đoạn 2021-2025.

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu **VTP** trong năm 2023 là **60,000 VNĐ/CP** dựa trên phương pháp **P/E mục tiêu = 13x**, thấp hơn so với P/E trung bình (2018-2021) = 21-29x do lo ngại về **(1)** cạnh tranh cao của mảng chuyển phát trên sàn, **(2)** tiến độ triển khai chậm mảng Logistics trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng P/E mục tiêu = **13x** là phù hợp với **(1)** tốc độ tăng trưởng chung của mảng chuyển phát nhanh của VTP= 10-15%/năm, **(2)** P/E VNINDEX = 15-16x với tăng trưởng EPS trung bình = 20%/năm.

Phương pháp P/E	Giá trị
EPS FW 2022	4,556
P/E mục tiêu = 13x	13x
Giá trị hợp lý	60,000 VNĐ/CP

Nguồn: BSC Research dự báo

Diễn biến P/E của VTP



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	17,234	21,452	23,277	24,386
Giá vốn hàng bán	(16,536)	(20,852)	(22,475)	(23,513)
Lợi nhuận gộp	699	600	803	873
Thu nhập tài chính	99	94	112	123
Chi phí tài chính	(54)	(48)	(52)	(63)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(54)	(48)	(52)	(63)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-	-	-
Chi phí BH	(22)	(39)	(42)	(44)
Chi phí QLDN	(248)	(242)	(291)	(305)
Lãi từ HĐKD	474	365	529	585
Thu nhập khác, ròng	6	6	6	6
LNTT	480	371	535	591
Thuế TNDN	(97)	(75)	(108)	(119)
LNST	383	296	427	472
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-
LNST Công ty mẹ	383	296	427	472
EPS	4,615	2,857	4,126	4,556

CĐKT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	317	337	463	755
Đầu tư ngắn hạn	1,572	1,902	1,997	2,097
Phải thu ngắn hạn	1,302	2,189	2,368	2,481
Hàng tồn kho	606	384	414	433
TS ngắn hạn khác	119	143	233	244
TS ngắn hạn	3,916	4,955	5,475	6,010
Phải thu dài hạn	5	5	5	5
TSCĐ nguyên giá	591	683	683	683
Khấu hao	(277)	(363)	(452)	(541)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	62	9	79	149
ĐT dài hạn	-	34	-	-
TS dài hạn khác	68	111	233	244
TS dài hạn	450	479	547	540
Tổng TS	4,367	5,434	6,022	6,549
Nợ phải trả NH	2,063	2,942	2,992	3,039
Vay ngắn hạn	1,088	1,166	1,400	1,531
Tổng Nợ ngắn hạn	3,151	4,108	4,391	4,570
Vay dài hạn	7	-	-	-
Nợ dài hạn khác	0	1	1	1
Tổng Nợ dài hạn	7	1	1	1
Tổng Nợ phải trả	3,158	4,109	4,392	4,570
Vốn góp	830	1,036	1,036	1,036
Thặng dư vốn	22	22	22	22
Vốn chủ khác	6	2	2	2
Lãi chưa phân phối	350	266	571	920
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-
Tổng VCSH	1,209	1,326	1,630	1,979
Tổng nguồn vốn	4,367	5,434	6,022	6,549

LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
(Lỗ)/LNTT	480	371	535	591
Khấu hao và phân bổ	74	89	89	89
Thay đổi vốn lưu động	504	410	677	743
Điều chỉnh khác	(50)	(49)	52	63
LCTT từ HĐKD	(69)	431	146	454
Tiền chi mua TSCĐ	(37)	(97)	(70)	(70)
Đầu tư khác	(116)	(262)	(61)	(100)
LCTT từ HĐĐT	(154)	(359)	(131)	(170)
Tiền chi trả cổ tức	(88)	(123)	(123)	(123)
Tiền từ vay ròng	281	71	233	131
Tiền thu khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐTC	192	(52)	111	8
Dòng tiền đầu kỳ	347	317	337	463
Tiền trong kì	(30)	20	126	292
Dòng tiền cuối kỳ	317	337	463	755

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.2	1.2	1.2	1.3
Hố TT nhanh	1.0	1.1	1.1	1.2
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	72%	76%	73%	70%
Hố Nợ/VCSH	261%	310%	269%	231%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	13	7	7	7
Số ngày phải thu ngắn hạn	28	37	37	37
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	4%	3%	3%	4%
Lợi nhuận LNST	2%	1%	2%	2%
ROE	31.7%	22.3%	26.2%	23.8%
ROA	8.8%	5.4%	7.1%	7.2%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	121%	24%	9%	5%
Tăng trưởng EBIT	2%	-22%	41%	11%
Tăng trưởng LNTT	1%	-23%	44%	10%
Tăng trưởng EPS	-28%	-38%	44%	10%
SLCP lưu hành (triệu)	83	104	104	104

Nguồn: BSC Research dự báo

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

