BÁO CÁO CẬP NHẬT

20 tháng 8, 2020

[Việt Nam] Logistics

Tổng CTCP Bưu chính Viettel

(VTP)

Duy trì tăng trưởng trong đại dịch

NẮM GIỮ
(Báo cáo cập nhật)

TP: 137,200
Downside: -2.4%

Mirae Asset Vietnam
Bùi Ngọc Châu chau.bn@miraeasset.com.vn

Tiêu điểm

Tổng CTCP Bưu chính Viettel (VTP) tiếp tục duy trì tăng trưởng dương và tình hình tài chính khỏe mạnh trong Q2/2020 mặc dù đại dịch COVID-19 đã và đang gây ảnh hưởng tiêu cực trên tất cả các mặt của nền kinh tế Việt Nam. Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ với mức giá mục tiêu duy trì ở 137,200 đồng/ cổ phiếu cho VTP (downside -2.4%).

KQKD và tình hình hoạt động Q2/2020

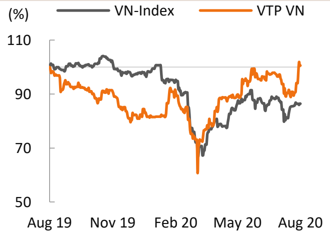
Hoạt động kinh doanh cải thiện ở nhiều khía cạnh

- Doanh thu dịch vụ giao nhận trong Q2/2020 tiếp tục tăng trưởng mặc dù thấp hơn cùng kỳ, đạt 6.92% YoY (so với mức tăng 62.5% YoY trong Q2/2019). Trong khi đó, mảng bán hàng tiếp tục duy trì đà tăng mạnh từ năm ngoái với doanh thu tăng gần 13 lần. Tổng doanh thu Q2/2020 của VTP ghi nhận mức tăng mạnh 258% YoY. Xét riêng về mảng dịch vụ, do tăng trưởng doanh thu có xu hướng tương quan với mức tăng trưởng GDP, sự sụt giảm tốc độ tăng trưởng doanh thu Q2/2020 là phù hợp khi Việt Nam ghi nhận mức tăng GDP thấp nhất trong 10 năm. Thêm vào đó, tỉ lệ doanh thu trên nguyên giá tài sản cố định vẫn duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn Q2/2017 và Q2/2018, cho thấy hiệu quả hoạt động mảng này đã cải thiện dù tăng trưởng chững lại.
- VTP tiếp tục duy trì khả năng thanh khoản tài chính ổn định trong Q2/2020 với các tỉ suất thanh khoản hiện thời, tỉ suất thanh khoản nhanh và tỉ suất thanh khoản tiền mặt hầu như không đổi từ Q2/2017. Đây là điều tích cực nếu xét đến việc nền kinh tế đã bị ảnh hưởng nặng bởi đại dịch trong Q2/2020.
- Trong Q2/2020, công ty cũng cho thấy sự cải thiện trong hiệu quả hoạt động với vòng quay phải thu và phải trả tăng lên, chủ yếu nhờ vào sự nhảy vọt trong tổng doanh thu. Bên cạnh đó, vòng quay tồn kho và số ngày tồn kho trung bình của mảng bán hàng ghi nhận sự cải thiện lớn so với cùng kỳ các năm trước. Điều này kết hợp với sự bùng nổ doanh thu càng làm nổi bật sự cải thiện lớn trong hoạt động bán hàng của VTP. Dù biên lợi nhuận gộp (GM) của dịch vụ giao nhận tiếp tục suy giảm, tổng lợi nhuận gộp phần của công ty (LNG) nào được bù đắp bằng sự cải thiện trong hoạt động bán hàng khi mức đóng góp của LNG hoạt động bán hàng bắt đầu tăng lên trong Q2/2020. Dù chỉ với 1% GM.
- ROE Q2/2020 giảm mạnh về mức 9.74% (so với mức 11.76% vào Q2/2019), tương đương mức ROE một năm là 45.03% chủ yếu do sự giảm mạnh trong tỉ lệ lợi nhuận ròng (NPM) bắt nguồn từ biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ suy giảm. Tuy nhiên, mặt tích cực là vòng quay tổng tài sản của VTP đã có sự cải thiện cùng với đòn bẩy tài chính bắt đầu giảm.
- Chất lượng lợi nhuận của công ty tiếp tục cải thiện khi mức biến động dòng tiền ròng từ hoạt động kinh doanh (CFO) và dòng tiền tự do (FCFF) đang có xu hướng xích lại gần hơn với lợi nhuận sau thuế, cho thấy mức độ dồn tích (accrual levels) đang nhỏ đi.

Định giá

Mặc dù tình hình kinh doanh của công ty tốt hơn nhiều so với dự báo vào T3/2020, chúng tôi tiếp tục duy trì mức giá mục tiêu 137,200 đồng/ cổ phiếu cho VTP cùng với việc giữ nguyên các giả định vì dịch COVID-19 vẫn tiếp tục diễn biến phức tạp và triển vọng kinh tế nửa cuối năm 2020 vẫn chưa rõ ràng.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (20/08/2020, VND)	140,600	Vốn hóa (Tỷ VND)	8,424
LN hoạt động (20F, tỷ VND)	700	SL cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	60
Kỳ vọng thị trường về LNHĐ (20F, VND bn)	526	Tỉ lệ tự do chuyển nhượng (%)	94.8
Tăng trưởng EPS (20F, %)	44	Tỉ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21.2
P/E (20F, x)	14.5	Beta (12 tháng)	N/A
P/E thị trường (20F, x)	14.3	Cao nhất 52 tuần (VND)	82,000
VN-Index	847	Thấp nhất 52 tuần (VND)	145,000

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	3.2	12.2	0.9
Tương đối	4.7	21.3	15.6

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

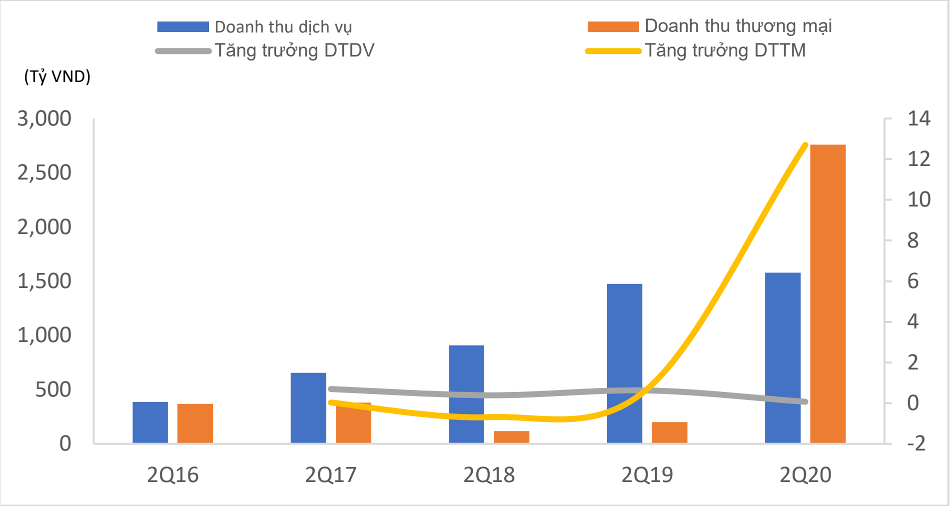
Năm	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Doanh thu (Tỷ VND)	4,031	4,922	7,812	16,800	19,155	22,284
Lợi nhuận hoạt động (Tỷ VND)	194	317	441	700	845	1,075
Biên LNHĐ (%)	4.8	6.4	5.7	4.16	4.41	4.82
LNST (VND bn)	170	279	380	546	659	838
EPS (VND)	4,052	4,396	5,718	6,574	7,942	10,101
ROE (%)		44.0	40.7	39.00	34.94	33.84
P/E (x)		21.0	20.3	14.48	11.98	9.42
P/B (x)		7.9	7.1	5.65	4.19	3.19

Source: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

MIRAE ASSET
Building on principles

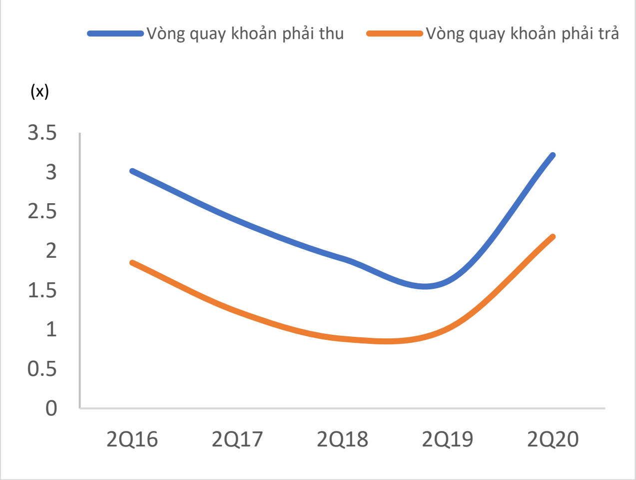
PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Hình 1. Tăng trưởng doanh thu



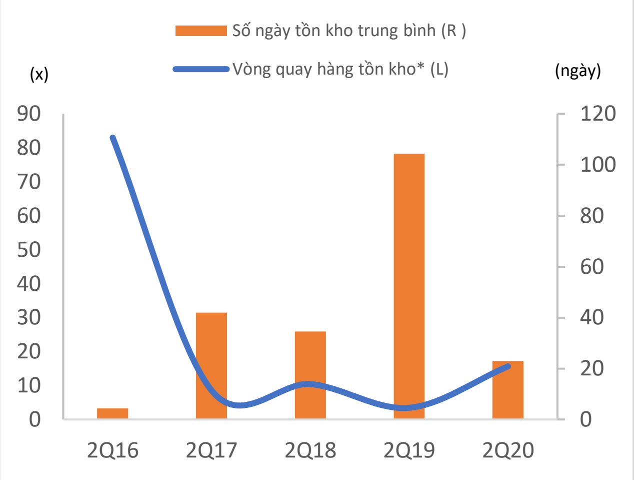
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 2. Hoạt động được cải thiện



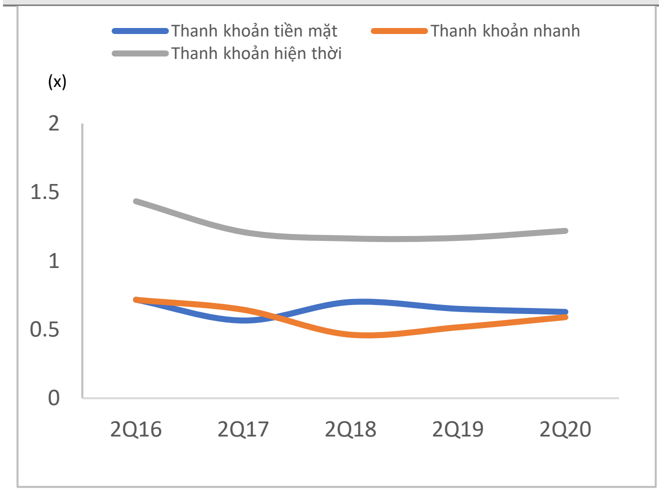
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 3. Hoạt động bán hàng cải thiện



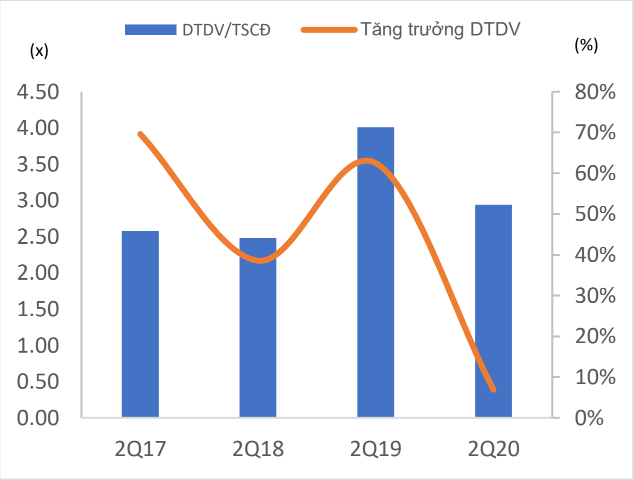
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 4. Thanh khoản tài chính ổn định



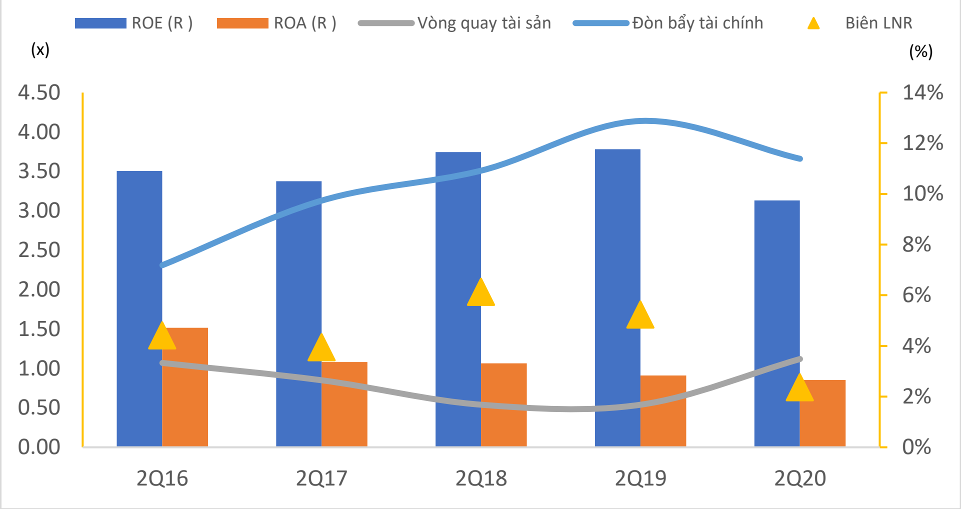
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 5. Hiệu quả mảng dịch vụ cải thiện



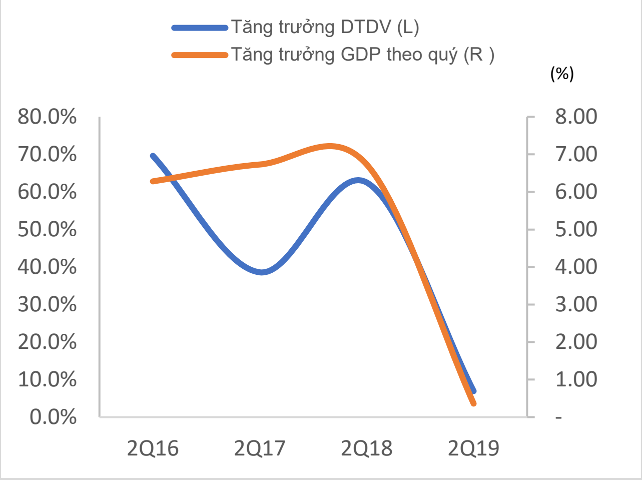
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 6. Phân tích DuPont



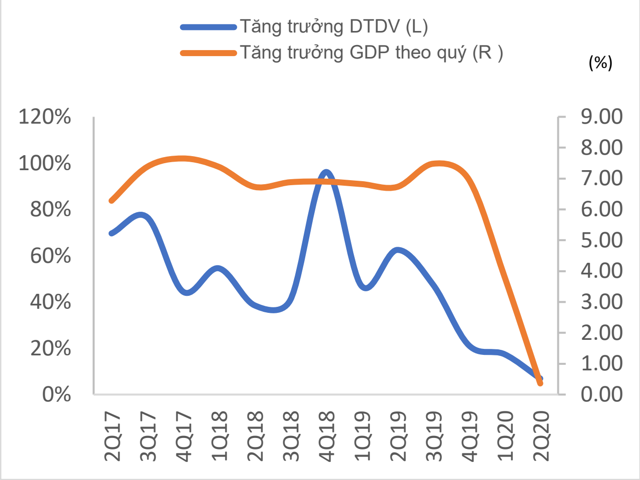
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 7. Doanh thu dịch vụ so với GDP Q2 các năm



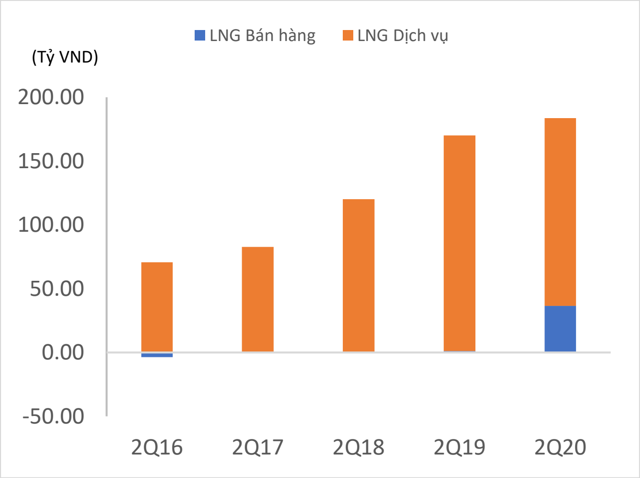
Nguồn: Tổng cục thống kê, Mirae Asset Vietnam

Hình 8. Doanh thu dịch vụ so với GDP theo quý



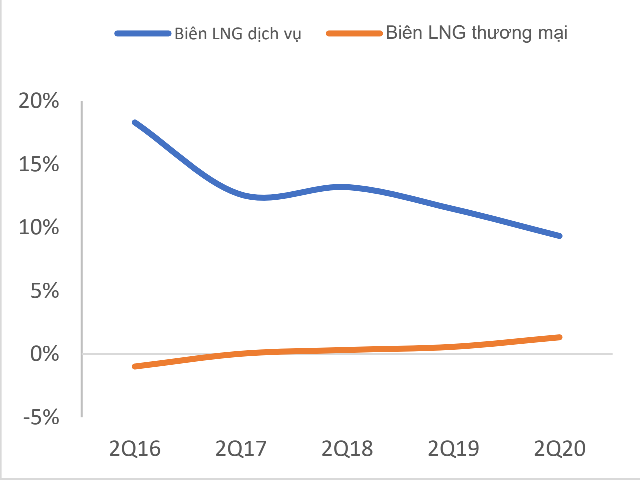
Nguồn: Tổng cục thống kê, Mirae Asset Vietnam

Hình 9. Cấu trúc lợi nhuận gộp



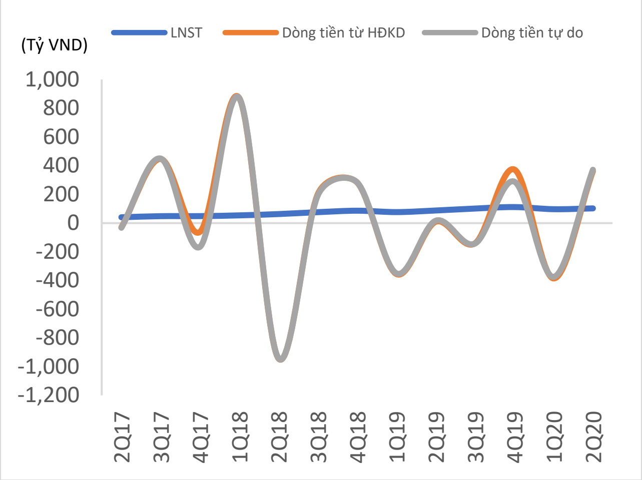
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 10. Biến động lợi nhuận gộp



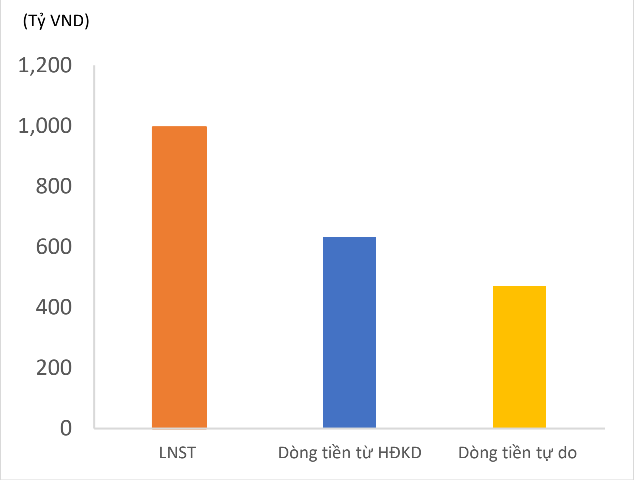
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 11. LNST và các dòng tiền



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Hình 12. Tổng LNST, CFO và FCFF từ 2Q/2017 đến 2Q/2020



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Viettel Post JSC (VTP VN)

Báo cáo HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	**16,800.10**	**19,154.63**	**22,284.24**	**26,536.24**
Giá vốn hàng bán	15,795.97	17,993.44	20,878.59	24,725.47
Lợi nhuận gộp	**1,004.12**	**1,161.19**	**1,405.65**	**1,810.77**
Chi phí hoạt động	300.00	315.00	330.75	347.29
Chi phí lãi vay	4.59	1.11	0.00	0.00
Lợi nhuận hoạt động	**699.53**	**845.08**	**1,074.90**	**1,463.48**
Lợi nhuận trước thuế	**699.53**	**845.08**	**1,074.90**	**1,463.48**
Chi phí thuế TNDN	153.90	185.92	236.48	321.97
Lợi nhuận sau thuế	**545.63**	**659.16**	**838.42**	**1,141.51**

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023
Tổng tài sản ngắn hạn	**4,474.32**	**5,482.93**	**6,594.66**	**8,179.53**
Tiền và tương đương tiền	2,048.76	2,536.23	3,126.96	3,921.46
Các khoản phải thu	2,129.40	2,558.58	3,022.96	3,705.14
Hàng tồn kho	92.98	147.83	156.06	201.74
Tài sản ngắn hạn khác	203.17	240.29	288.67	351.18
Tổng tài sản dài hạn	**1,236.30**	**1,415.03**	**1,641.97**	**1,914.28**
Tài sản cố định hữu hình	**772.76**	**869.97**	**988.24**	**1,122.03**
Tài sản cố định vô hình	126.85	125.46	136.20	162.61
Đầu tư dài hạn	50.60	60.49	84.14	114.97
Tài sản dài hạn khác	286.08	359.12	433.39	514.68
Tổng tài sản	**5,710.62**	**6,897.95**	**8,236.64**	**10,093.81**
Các khoản phải trả	4,188.69	4,983.67	5,759.31	6,821.98
Nợ vay ngắn hạn	122.81	27.69	0.00	0.00
Nợ vay dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn CSH	**1,399.12**	**1,886.59**	**2,477.32**	**3,271.82**
Tổng nguồn vốn	**5,710.62**	**6,897.95**	**8,236.63**	**10,093.80**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023
LCTT từ hoạt động kinh doanh	**2,317.94**	**1,312.45**	**1,557.00**	**2,004.61**
Lợi nhuận trước thuế	699.53	845.08	1,074.90	1,463.48
Các khoản khấu hao và phân bổ	133.56	156.41	179.08	206.32
Thay đổi khoản phải thu	1,037.15	429.18	464.38	682.18
Thay đổi hàng tồn kho	46.22	54.84	8.24	45.68
Thay đổi khoản phải trả	2,568.22	794.98	775.64	1,062.67
LCTT từ hoạt động đầu tư	**-1,103.47**	**-640.43**	**-849.15**	**-1,120.68**
Đầu tư vào tài sản cố định	**-654.18**	**-118.65**	**-151.69**	**-187.43**
Khác	-449.29	-521.78	-697.46	-933.25
LCTT từ hoạt động tài chính	**-781.55**	**-184.55**	**-117.12**	**-89.43**
Phát hành thêm	0.00	0.00	0.00	0.00
Tăng giảm nợ vay	-692.12	-95.12	-27.69	0.00
Cổ tức tiền mặt	-89.43	-89.43	-89.43	-89.43
LCTT trong kỳ	**432.91**	**487.47**	**590.73**	**794.50**
Số dư đầu kỳ	1,615.85	2,048.76	2,536.23	3,126.96
Số dư cuối kỳ	2,048.76	2,536.23	3,126.96	3,921.46

Các chỉ số chính

	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	14.48	11.98	9.42	6.92
P/CF (x)	18.25	16.20	13.37	9.94
P/B (x)	5.65	4.19	3.19	2.41
EPS (VND)	6,573.91	7,941.73	10,101.43	13,753.16
CFPS (VND)	5,215.82	5,873.15	7,117.24	9,572.28
BPS (VND)	16,856.90	22,730.05	29,847.29	39,419.57
DPS (VND)	1,077.45	1,077.45	1,077.45	1,077.45
Lợi suất cổ tức (%)	1.13	1.13	1.13	1.13
Tăng trưởng doanh thu (%)	115.17	14.02	16.34	19.08
Tăng trưởng LN hoạt động (%)	44.53	20.81	27.19	36.15
Tăng trưởng EPS (%)	44.29	20.81	27.19	36.15
Vòng quay phải thu (x)	7.89	7.49	7.37	7.16
Vòng quay hàng tồn kho (x)	169.88	121.72	133.78	122.56
Vòng quay phải trả (x)	3.77	3.61	3.63	3.62
ROA (%)	9.55	9.56	10.18	11.31
ROE (%)	39.00	34.94	33.84	34.89
Phải trả trên VCSH (%)	299.38	264.16	232.48	208.51
Tỉ lệ thanh khoản hiện thời (%)	103.78	109.41	114.50	119.90
Nợ trên VCSH (%)	8.78	1.47	0.00	0.00
Tỉ lệ đảm bảo lãi vay (x)	153.09	761.34	N/A	N/A

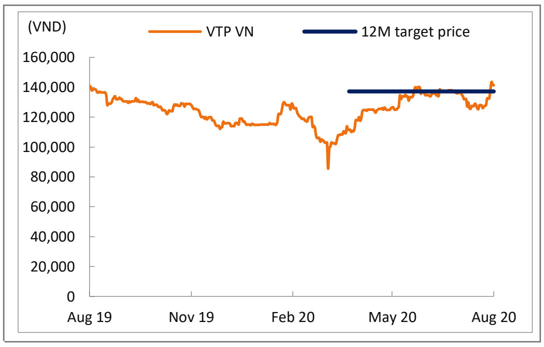
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam dự phóng

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Tên công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)
Tổng CTCP Bưu chính Viettel (VTP)	04/05/20	Nắm giữ	137,200



Stock ratings	
Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings	
Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (–), TP (▬), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)
* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.
* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.
* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.
* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)
One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.
Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.
41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Securities (USA) Inc.
810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.
555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM
Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia
Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia
Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.
6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC
7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715