

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

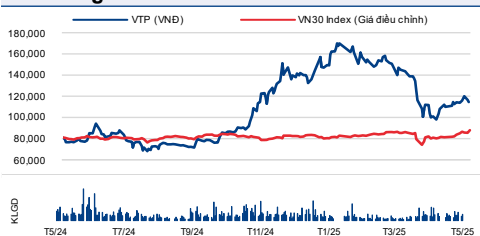
Giá mục tiêu: VNĐ123,800 (từ VNĐ150,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/5/2025)	113,500
Mã Bloomberg	VTP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	68,193-170,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	114,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,822
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	532
Slg CP lưu hành (tr.đv)	122
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	59.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	51.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	6.49%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	TD Viettel (60.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	15.8	(25.4)	40.0
So với chỉ số	5.61	(28.9)	29.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,336	3,917	(40.4)
2026F	3,240	5,346	(39.4)
2027F	4,359	7,095	(38.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VTP là doanh nghiệp chuyển phát đứng thứ hai về doanh thu tại Việt Nam và đang chuyển mình thành doanh nghiệp logistics. VTP là thành viên của Tập đoàn Viettel - tập đoàn viễn thông lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên phân tích cao cấp, Ngành
han.mdn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Triển vọng tăng trưởng mạnh vẫn hiện hữu; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- Sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây, HSC nâng khuyến nghị đối với VTP lên Tăng tỷ trọng dù giảm 18% giá mục tiêu xuống 123.800đ do giảm nhẹ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh một số giả định định giá. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 9%.
- Sau khi VTP công bố KQKD Q1/2025 có chút kém tích cực, chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027. Mặc dù thấp hơn bình quân dự báo thị trường, dự báo mới vẫn cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 29% và 40%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần, cao hơn bình quân quá khứ ở mức 16,7 lần. Tuy nhiên, HSC cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ quá trình chuyển đổi doanh nghiệp liên tục của VTP.

Sự kiện: Thị trường điều chỉnh gần đây và đánh giá KQKD Q1/2025

Trong Q1/2025, EBITDA và lợi nhuận thuần của VTP tăng lần lượt 54% và 19% so với cùng kỳ nhờ doanh thu tăng vững chắc 8% so với cùng kỳ đạt 5.042 tỷ đồng. Doanh thu vượt nhẹ dự báo của HSC trong khi lợi nhuận thuần thấp hơn một chút, đạt lần lượt 25% và 15% dự báo của HSC trước KQKD.

Được hỗ trợ bởi sự phát triển mạnh mẽ của thị trường thương mại điện tử (TMĐT) tại Việt Nam, doanh thu HKKD cốt lõi của VTP tăng 37% so với cùng kỳ trong Q1/2025, phản ánh vị thế vững chắc của Công ty trong mảng logistic và giao nhận trong nước. Trong tương lai, VTP có kế hoạch mở rộng các dịch vụ gia tăng, bao gồm hệ thống tủ giao nhận hàng thông minh và giai đoạn 2 của công viên logistic Lạng Sơn, hứa hẹn sẽ đóng góp tích cực vào tăng trưởng trong tương lai.

Tác động: Giảm bình quân 5% dự báo giai đoạn 2025-2027

HSC giảm nhẹ bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027, phản ánh tỷ suất lợi nhuận thấp hơn trong Q1/2025 cùng với áp lực gia tăng từ chi phí khen thưởng và phúc lợi trong các năm tới. Dù vậy, chúng tôi nâng bình quân 7% dự báo doanh thu giai đoạn 2025–2027 nhờ triển vọng tích cực của toàn ngành. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 5% dự báo lợi nhuận thuần do cạnh tranh gay gắt trong mảng giao nhận. HSC duy trì dự báo đối với công viên logistic Lạng Sơn với đóng góp vào tổng lợi nhuận thuần dự kiến tăng từ 3% trong năm 2025 lên 10% vào năm 2027. Dự báo hiện tại chưa bao gồm tiềm năng đóng góp từ các dự án mới mà VTP sẽ triển khai trong tương lai.

Mặc dù dự báo mới của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường (vốn chậm điều chỉnh) nhưng vẫn cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 29% và 40%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần, hơi cao hơn bình quân từ năm 2021 ở mức 16,7 lần. Dù vậy, HSC cho rằng VTP xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn, do đó chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng. Chúng tôi đánh giá VTP là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực logistic và giao nhận hàng hóa với triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ. Dựa trên dự báo lợi nhuận đã điều chỉnh giảm và các giả định định giá mới, HSC giảm 18% giá mục tiêu xuống 123.800đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 9%. Tại giá mục tiêu mới, VTP đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh dự phóng là 26,2 lần cho năm 2025 và 16,4 lần cho năm 2026.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	344	450	601 ▼	956 ▼	1,315 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	383	383	439 ▼	609 ▼	819 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,900	2,039	2,336 ▼	3,240 ▼	4,359 ▼
DPS (đồng)	1,500	1,081	1,500	1,500	2,000
BVPS (đồng)	13,009	13,043	13,879	15,619 ▼	17,979 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	42.5	33.0	26.0	17.3	13.0
P/E ĐC (lần)	59.7	55.7	48.6	35.0	26.0
Lợi suất cổ tức (%)	1.32	0.95	1.32	1.32	1.76
P/B (lần)	8.73	8.70	8.18	7.27	6.31
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	4.48	7.27	14.6	38.7	34.5
ROAE (%)	25.8	24.1	26.8	33.9	40.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nhu cầu logistic vững chắc; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng sau khi thị trường điều chỉnh

HSC điều chỉnh giảm 18% giá mục tiêu xuống 123.800đ (tiềm năng tăng giá 9%) sau khi xem xét lại dự báo lợi nhuận và cập nhật các giả định định giá. Dù dự báo mới cho giai đoạn 2025–2027 đã được điều chỉnh giảm, chúng vẫn cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 29% và 40%. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng của VTP nhờ vị thế dẫn đầu trong mảng giao nhận truyền thống và Công ty cũng đang có chiến lược mở rộng vai trò của mình trong hạ tầng logistic quốc gia. Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 3 tháng qua, HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). VTP đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần, so với bình quân từ năm 2021 ở mức 16,7 lần.

Kế hoạch HĐKD năm 2025: LNST tăng trưởng 6%

VTP đã tổ chức ĐHCĐ năm 2025 tại Hà Nội vào tháng trước với các nội dung chính bao gồm:

- **Kế hoạch HĐKD 2025:** Công ty lên kế hoạch doanh thu năm 2025 đạt 21.028 tỷ đồng (tăng trưởng 1%), trong đó doanh thu HĐKD cốt lõi (từ mảng giao nhận và logistic) dự kiến đạt 13.573 tỷ đồng, tăng trưởng 33%. Doanh thu HĐKD cốt lõi được đặt kế hoạch đóng góp 65% tổng doanh thu, so với mức 47% trong năm 2024. Trong khi đó, mảng thương mại tiếp tục thu hẹp quy mô từ năm 2022 đến nay.
- LNST và LNST năm 2025 được đặt kế hoạch đạt lần lượt 506 tỷ đồng và 405 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 5% và 6%, thấp hơn 15% so với dự báo trước đó của HSC. BLĐ thừa nhận kế hoạch lợi nhuận năm 2025 khá thận trọng, do áp lực cạnh tranh cao đang làm thu hẹp tỷ suất lợi nhuận của mảng giao nhận.
- BLĐ xác định mảng kho bãi & logistic là trọng tâm chiến lược với tiềm năng thị trường lớn gấp 2–3 lần so với mảng giao nhận. VTP đặt mục tiêu mở rộng hoạt động sang thương mại xuyên biên giới, đặc biệt giữa Việt Nam và Trung Quốc, thông qua các sáng kiến tại công viên logistic Lạng Sơn, đồng thời đang tìm kiếm cơ hội mở rộng sang các thành phố/tỉnh biên giới khác như Lào Cai, Móng Cái (Quảng Ninh) và Mộc Châu (Sơn La) – những địa phương có biên giới với Lào và Campuchia.
- Dự án thí điểm xây dựng cửa khẩu thông minh hiện đang chờ cập nhật thêm từ UBND tỉnh Lạng Sơn. Việc kết nối và vận hành toàn bộ được kỳ vọng sẽ bắt đầu sớm nhất từ năm 2026.
- VTP đã đề xuất Bộ Công Thương yêu cầu các nền tảng TMĐT cho phép người dùng được quyền lựa chọn đơn vị logistic và phương thức thanh toán nhằm ngăn chặn tình trạng các đơn vị nước ngoài – chủ yếu gắn liền với hệ sinh thái TMĐT – chiếm ưu thế, như Shopee Express và J&T.
- Tại ĐHCĐ, cổ đông VTP đã thông qua kế hoạch trích quỹ khen thưởng & phúc lợi bằng 35% lợi nhuận thuần năm 2024 của Công ty. Mức này giảm so với 40% (lợi nhuận thuần) của năm trước nhưng vẫn cao bất thường so với thông lệ bình quân của các doanh nghiệp Việt Nam (thường từ 5–15%) và cũng cao hơn mức giả định 25% của HSC trước KQKD Q1/2025.
- VTP cũng có kế hoạch tăng vốn điều lệ trong năm nay, hiện đang chờ phê duyệt cuối cùng từ Tập đoàn Viettel và Bộ Quốc phòng.

Triển vọng: Tiếp tục tập trung mở rộng mảng logistic

Với trọng tâm chính là mảng logistic, VTP đang tích cực triển khai các dịch vụ gia tăng cho chuỗi giao nhận thượng nguồn để giành thị phần. Các sáng kiến chủ chốt trong trung hạn bao gồm:

- **Công viên logistic Lạng Sơn:** Tiến độ triển khai giai đoạn 1 hiện đang phù hợp với dự báo của HSC trong khi giai đoạn 2, với quy mô hơn 154 ha, hiện đang trong quá trình hoàn tất thủ tục pháp lý. Theo đó, lợi nhuận đóng góp từ dự án này sẽ là 16 tỷ đồng trong năm 2025 và 87 tỷ đồng trong năm 2027.

- **Dự án Tủ giao nhận hàng thông minh:** VTP đang triển khai mạng lưới tủ giao nhận hàng thông minh như một phần trong hệ sinh thái hạ tầng phục vụ lĩnh vực giao nhận. Công ty hiện đang thí điểm 500 điểm đặt tủ giao nhận hàng thông minh, đặt mục tiêu mở rộng lên 1.000 tủ tại TP.HCM và Hà Nội vào cuối năm 2025 và đạt 5.000 tủ trên toàn quốc vào năm 2027. Nếu triển khai thành công, dự án được kỳ vọng sẽ hoàn vốn trong vòng 3 năm với giá thuê bình quân khoảng 90.000đ/tủ/tháng.

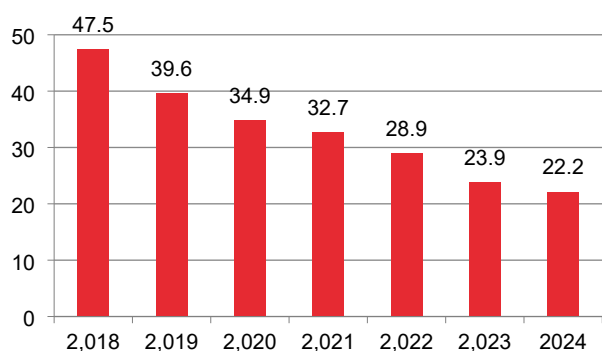
Chi phí đầu tư cho dự án này trong năm 2025 ước tính khoảng 5 tỷ đồng. Bên cạnh đó, VTP đang thúc đẩy mô hình kinh doanh chia sẻ, theo đó cá nhân có thể tự đầu tư lắp đặt tủ giao hàng còn VTP sẽ vận hành và quản lý theo hình thức chia sẻ doanh thu. Cách tiếp cận này giúp đẩy nhanh tốc độ mở rộng mạng lưới đồng thời giảm thiểu nhu cầu vốn đầu tư và phân tán rủi ro.

Mặc dù chưa đóng góp vào lợi nhuận nhưng sáng kiến này được thiết kế nhằm tăng thị phần của VTP bằng cách nâng cao hiệu quả giao nhận (giảm số lượng điểm giao hàng) và cải thiện trải nghiệm khách hàng (cho phép người nhận chủ động lấy và thanh toán hàng hóa vào thời gian thuận tiện).

Theo đánh giá của HSC, VTP đã có những động thái mạnh mẽ trong mảng logistic, đặc biệt là đầu tư tích cực vào hạ tầng logistic xuyên biên giới (với Trung Quốc) trong hai năm trở lại đây. Điều này bù đắp phần nào cho sự sụt giảm tỷ suất lợi nhuận từ mảng giao nhận do cuộc chiến giá gay gắt.

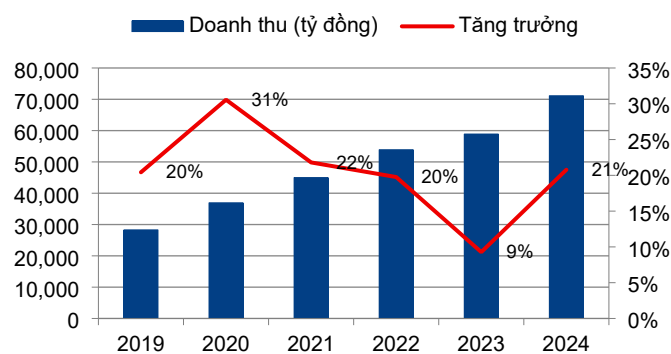
Mặt khác, HSC cũng ghi nhận một số rủi ro có thể ảnh hưởng đến đà tăng trưởng mạnh mẽ của VTP trong mảng giao nhận. Ngành TMĐT Việt Nam hiện đang chịu sự giám sát chặt chẽ hơn từ cơ quan quản lý sau khi ghi nhận sự gia tăng đột biến của hàng giả, hàng nhái. Để chỉnh đốn, Chính phủ đã ban hành Chỉ thị số 13 nhằm xây dựng môi trường kinh doanh lành mạnh hơn và bảo vệ người tiêu dùng cũng như các doanh nghiệp chân chính. Chúng tôi cho rằng việc thắt chặt hoạt động này đã phần nào làm giảm hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vừa và nhỏ trên các sàn TMĐT, vốn đã giảm 8% so với cùng kỳ trong Q1/2025, theo dữ liệu từ Metric. Diễn biến này nhiều khả năng sẽ làm chậm lại sản lượng bưu kiện đồng thời làm gia tăng áp lực cạnh tranh về giá giữa các đơn vị giao nhận trong trung hạn.

Biểu đồ 1: Giá cước bình quân mạng dịch vụ chuyển phát, tại Việt Nam (đồng/kiện hàng)



Nguồn: MoIT, HSC

Biểu đồ 2: Doanh thu ngành chuyển phát tại Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: MoIT, HSC

Bảng 3: Tóm tắt KQKD Q1/2025, VTP

Trong Q1/2025, EBITDA và lợi nhuận thuần tăng mạnh 54% và 18% so với cùng kỳ nhờ doanh thu tăng 8% so với cùng kỳ

	Q1/2024	Q4/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ	So với quý trước	Dự báo cũ 2025 của HSC	% hoàn thành
Doanh thu thuần	4,674	5,707	5,042	7.9%	-11.7%	20,384	24.7%
Doanh thu HĐKD cốt lõi (ước tính)	2,076	2,784	2,844	37.0%	2.2%	14,486	19.6%
Lợi nhuận gộp	167	344	265	58.7%	-23.0%		
Lợi nhuận HĐ tài chính	16	3	0	N.M.	N.M.		
Chi phí BH&QL	-111	-180	-175	57.3%	-2.6%		
LNTT	74	167	89	20.5%	-46.8%		
Lợi nhuận thuần	58	130	69	18.6%	-46.8%	477	14.5%
Khấu hao	-27	-35	-40	50.4%	15.6%		
EBITDA	84	199	129	53.5%	-35.2%	867	14.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3.6%	6.0%	5.2%				
Chi phí BH&QL/doanh thu	-2.4%	-3.2%	-3.5%				
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.3%	2.3%	1.4%				
Tỷ suất EBITDA	1.8%	3.5%	2.6%				

Nguồn: VTP, HSC

KQKD Q1/2025: Lợi nhuận tăng 19% so với cùng kỳ

Trong Q1/2025, EBITDA và lợi nhuận thuần của VTP tăng lần lượt 54% và 19% so với cùng kỳ (giảm 35% và 47% so với quý trước) nhờ doanh thu tăng vững chắc 8% so với cùng kỳ (giảm 12% so với quý trước) đạt 5.042 tỷ đồng. Doanh thu vượt nhẹ dự báo của HSC trong khi lợi nhuận và EBITDA thấp hơn dự báo một chút, đạt lần lượt 25% và 15% dự báo cũ cho cả năm 2025 của chúng tôi.

Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ chủ yếu nhờ doanh thu mảng dịch vụ tăng mạnh 25% so với cùng kỳ đạt 3.375 tỷ đồng (đóng góp 67% tổng doanh thu thuần), dẫn dắt bởi doanh thu HĐKD cốt lõi (từ mảng dịch vụ giao nhận và logistic). Cùng với đó tăng trưởng mạnh của doanh thu TMĐT Việt Nam trong Q1/2025 – tăng mạnh 42% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tăng 24% so với cùng kỳ (theo dữ liệu từ Metric) – doanh thu HĐKD cốt lõi của VTP tăng 37% so với cùng kỳ đạt 2.844 tỷ đồng.

Tăng trưởng mạnh ở mảng dịch vụ đã bù đắp cho mức sụt giảm 16% so với cùng kỳ của mảng thương mại, với doanh thu thương mại đạt 1.667 tỷ đồng (đóng góp 33% tổng doanh thu thuần trong Q1/2025). HSC lưu ý rằng VTP đang chủ động tập trung vào mảng dịch vụ và giảm dần tỷ trọng của mảng thương mại (kinh doanh các mặt hàng có giá trị gia tăng thấp như SIM điện thoại và văn phòng phẩm).

Bảng 4: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, VTP

VTP tiếp tục hạ cơ cấu doanh thu của mảng thương mại (giảm 16% so với cùng kỳ) trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp mảng dịch vụ mở rộng 1,6 điểm phần trăm so với cùng kỳ trong Q1/2025

	Q1/2024	Q4/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ	So với quý trước
Doanh thu thuần	4,674	5,707	5,042	7.9%	-11.7%
Dịch vụ	2,699	3,783	3,375	25.0%	-10.8%
Thương mại	1,975	1,924	1,667	-15.6%	-13.4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3.6%	6.0%	5.2%	1.7 ppts	-0.8 ppts
Dịch vụ	6.1%	8.7%	7.8%	1.6 ppts	-0.9 ppts
Thương mại	0.1%	0.8%	0.2%	0.1 ppts	-0.6 ppts

Nguồn: VTP, HSC

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, VTP

Chúng tôi hạ bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	F27F	2025F	2026F	F27F	2025F	2026F	F27F
Doanh thu thuần	20,735	20,384	23,903	28,166	22,662	25,189	29,293	11.2%	5.4%	4.0%
Doanh thu cốt lõi	9,814	13,950	18,263	23,160	14,417	18,187	23,306	3.3%	-0.4%	0.6%
Lợi nhuận thuần	383	477	651	864	439	609	819	-8.0%	-6.5%	-5.1%
EBITDA	585	867	1,275	1,668	755	1,170	1,604	-12.9%	-8.3%	-3.8%
EBITDA trừ khen thưởng & phúc lợi	450	753	1,119	1,460	601	956	1,315	-20.2%	-14.6%	-9.9%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		-1.7%	17.3%	17.8%	9.3%	11.2%	16.3%			
Doanh thu cốt lõi		42.1%	30.9%	26.8%	46.9%	26.2%	28.1%			
Lợi nhuận thuần		24.6%	36.4%	32.7%	14.6%	38.7%	34.5%			
EBITDA		48.2%	47.1%	30.7%	29.1%	54.9%	37.0%			
EBITDA trừ khen thưởng & phúc lợi		67.2%	48.7%	30.5%	34.5%	59.1%	37.7%			

Nguồn: VTP, HSC

Giảm bình quân 5% dự báo giai đoạn 2025-2027

HSC điều chỉnh giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027 do hạ giả định tỷ suất lợi nhuận sau KQKD Q1/2025 và tăng giả định tỷ lệ trích quỹ khen thưởng & phúc lợi (lên mức 35% lợi nhuận thuần so với mức giả định trước đó là 25%). Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 15%, 39%, 35% trong các năm 2025, 2026, 2027, trong khi EBITDA tăng trưởng lần lượt 29%, 55%, 37%. Tính chung giai đoạn 2024–2027, lợi nhuận thuần và EBITDA dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm đạt lần lượt 29% và 40%.

HSC điều chỉnh tăng bình quân 7% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2025–2027 nhờ doanh thu HĐKD cốt lõi tăng trưởng mạnh lần lượt 47%, 26%, 28% đạt 14.417 tỷ, 18.187 tỷ, 23.306 tỷ đồng. Mức dự báo này cao hơn nhẹ so với kế hoạch HĐKD mà BLĐ đề ra do HSC tăng 4% dự báo doanh thu HĐKD cốt lõi so với trước đó để phản ánh các sáng kiến mới của VTP trong mảng giao hàng và logistic như hệ thống tủ giao nhận hàng thông minh trong bối cảnh thị trường TMĐT Việt Nam sôi động. Ngoài ra, HSC cũng ghi nhận đóng góp năm đầu tiên vào doanh thu HĐKD cốt lõi từ công viên logistic Lạng Sơn là 1.095 tỷ đồng trong năm 2025 (không thay đổi so với dự báo trước đó).

Tuy nhiên, HSC điều chỉnh giảm nhẹ 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, 2026, 2027 xuống lần lượt 439 tỷ đồng, 609 tỷ đồng và 819 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2025–2027, chúng tôi cho rằng cuộc chiến giá gay gắt trong mảng dịch vụ giao nhận sẽ khiến tỷ suất lợi nhuận bị thu hẹp xuống 6,8% (so với mức 7% trong năm 2024 theo ước tính của HSC). Tác động này sẽ phần nào được bù đắp bởi tỷ suất lợi nhuận ổn định của mảng logistic, dự kiến duy trì ở mức 12% (đi ngang so với năm trước). Đối với công viên logistic Lạng Sơn, chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận thuần lần lượt là 16 tỷ, 54 tỷ và 87 tỷ đồng cho năm 2025, 2026 và 2027. Tỷ trọng đóng góp của công viên logistic Lạng Sơn vào tổng lợi nhuận thuần dự báo sẽ tăng từ 3% trong năm 2025 lên 10% trong năm 2027.

Như đã đề cập, giai đoạn 1 của công viên logistic Lạng Sơn đã chính thức đi vào hoạt động từ ngày 11/12/2024, đóng vai trò là trung tâm logistic một cửa phục vụ thương mại xuyên biên giới Việt Nam – Trung Quốc. Dự án có quy mô lớn, diện tích lên tới 143,7 ha, tọa lạc tại vị trí chiến lược gần cửa khẩu quốc tế Hữu Nghị và hiện được xem là trung tâm logistic hiện đại nhất Việt Nam. HSC lưu ý rằng các dự báo hiện tại chưa tính đến tiềm năng đóng góp từ các dự án trong tương lai mà VTP có thể triển khai, bao gồm các khu logistic khác và các cửa khẩu thông minh.

HSC cũng lưu ý rằng VTP đang có kế hoạch tăng vốn CSH nhằm phục vụ tham vọng tham gia vào hạ tầng logistic quốc gia. Ở giai đoạn này, Công ty đang chờ phê duyệt từ Bộ Quốc phòng. Chúng tôi chưa đưa kế hoạch này vào mô hình dự báo của mình do chưa có thông tin chi tiết.

Ngoài ra, HSC đã điều chỉnh tăng giả định tỷ lệ trích quỹ khen thưởng & phúc lợi từ 25% lên 35% lợi nhuận thuần kể từ năm 2024, sau kết quả chấp thuận của cổ đông tại ĐHCĐ.

Giảm 18% giá mục tiêu xuống 123.800đ; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá 9%)

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và cập nhật các giả định định giá, HSC giảm 18% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 123.800đ. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VTP lên Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 9,1% tại giá mục tiêu mới, tương ứng với EV/EBITDA điều chỉnh dự phóng là 26,2 lần cho năm 2025 và 16,4 lần cho năm 2026.

Ngoài việc cập nhật các dự báo lợi nhuận mới (thấp hơn trước), mô hình định giá của HSC cũng dựa trên các giả định cơ bản sau:

- Lãi suất phi rủi ro giữ nguyên ở mức 4%, phần bù rủi ro vốn CSH tăng lên mức 8,75% (từ 7,5%, theo tiêu chuẩn nội bộ mới của HSC), beta giảm xuống mức 1,1 (từ 1,15 trước đó, theo cập nhật từ Bloomberg), chi phí nợ vay trước thuế giữ nguyên ở mức 8%. Theo đó, giả định WACC được điều chỉnh tăng lên 13%, từ mức 12,1% trước đó.
- Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 3%.
- Lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 6: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, VTP

Giả định chi phí vốn CSH là 12,8% (CAPM) và chi phí nợ là 6,4%

Giả định định giá	Dự báo mới	Dự báo cũ
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%	7.5%
Beta	1.1	1.15
Chi phí vốn CSH	13.6%	12.6%
Chi phí nợ	8.0%	8.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%	6.4%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán WACC, VTP

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 12.2%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	92.0%
Nợ / Tổng nguồn vốn	8.0%
WACC	13.0%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF, VTP

Giá mục tiêu mới theo mô hình định giá của HSC là 123.800đ

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Thu nhập thuần trừ thường & phúc lợi	284	395	531	728	936	1,169
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	67	96	126	134	129	123
+ Khấu hao	195	373	521	621	677	732
- Thay đổi vốn lưu động	1,048	506	508	271	369	493
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	-1,841	-1,502	-1,269	-529	-493	-426
FCFF	-247	-132	417	1,225	1,618	2,091
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						3.0%
Giá trị dài hạn						21,431
Dòng tiền tương lai	-247	-132	417	1,225	1,618	23,522
Giá trị hiện tại	-247	-124	347	902	1,053	13,546
Giá trị của doanh nghiệp	15,723					
- Tổng nợ	-2,105					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền	1,455					
Giá trị của vốn CSH	15,073					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)	121,783					
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	123,800					

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phân tích độ nhạy, VTP

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	126,500	119,800	113,700	108,100	102,900
	2.5%	132,400	125,100	118,500	112,400	106,800
	3.0%	139,000	131,000	123,800	117,200	111,200
	3.5%	146,300	137,500	129,600	122,400	115,900
	4.0%	154,500	144,800	136,100	128,200	121,100

Nguồn: HSC

Lưu ý, HSC trừ khoản trích quỹ khen thưởng & phúc lợi khỏi EBITDA để tính ra EBITDA điều chỉnh.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần, cao hơn bình quân từ năm 2021 ở mức 16,7 lần.

Biểu đồ 10: EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm, VTP

VTP hiện giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần, cao hơn giá trị bình quân quá khứ ở mức 16,7 lần (từ năm 2021)



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	19,588	20,735	22,662	25,189	29,293
Lợi nhuận gộp	882	1,005	1,179	1,480	1,872
Chi phí BH&QL	(465)	(554)	(620)	(683)	(790)
Thu nhập khác	3.63	1.43	1.49	1.61	1.83
Chi phí khác	(7.49)	(0.85)	(0.89)	(0.96)	(1.09)
EBIT	413	452	560	797	1,083
Lãi vay thuần	70.3	31.2	(6.48)	(29.0)	(49.4)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	483	483	554	768	1,034
Chi phí thuế TNDN	(101)	(100)	(115)	(159)	(214)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	383	383	439	609	819
Lợi nhuận thuần ĐC	231	248	284	395	531
EBITDA ĐC	344	450	601	956	1,315
EPS (đồng)	3,144	3,146	3,605	5,000	6,727
EPS ĐC (đồng)	1,900	2,039	2,336	3,240	4,359
DPS (đồng)	1,500	1,081	1,500	1,500	2,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	122	122	122	122	122
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	122	122	122	122	122
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	122	122	122	122	122

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	895	390	322	234	254
Đầu tư ngắn hạn	1,698	1,430	1,133	1,259	1,465
Phải thu khách hàng	2,249	2,157	2,266	2,393	2,636
Hàng tồn kho	398	279	305	339	395
Các tài sản ngắn hạn khác	260	472	227	252	293
Tổng tài sản ngắn hạn	5,500	4,728	4,253	4,478	5,043
TSCĐ hữu hình	338	691	2,312	3,405	4,102
TSCĐ vô hình	35.9	53.7	79.0	115	167
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	83.9	75.0	82.0	91.1	106
Đầu tư vào Cty LD,LK	74.0	30.0	30.0	30.0	30.0
Tài sản dài hạn khác	408	785	858	954	1,109
Tổng tài sản dài hạn	939	1,635	3,361	4,595	5,514
Tổng cộng tài sản	6,439	6,364	7,614	9,073	10,557
Nợ ngắn hạn	1,671	1,376	1,586	2,141	2,490
Phải trả người bán	485	661	722	803	934
Nợ ngắn hạn khác	2,521	2,513	2,941	3,254	3,763
Tổng nợ ngắn hạn	4,802	4,676	5,376	6,325	7,314
Nợ dài hạn	40.8	72.5	519	814	1,015
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	12.6	26.5	28.9	32.1	37.4
Tổng nợ dài hạn	53.4	99.0	548	846	1,053
Tổng nợ phải trả	4,855	4,775	5,924	7,171	8,367
Vốn chủ sở hữu	1,584	1,588	1,690	1,902	2,189
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,584	1,588	1,690	1,902	2,189
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,439	6,364	7,614	9,073	10,557
BVPS (đ)	13,009	13,043	13,879	15,619	17,979
Nợ thuần*/(tiền mặt)	817	1,058	1,783	2,720	3,251

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	413	452	560	797	1,083
Khấu hao	(82.4)	(133)	(195)	(373)	(521)
Lãi vay thuần	70.3	31.2	(6.48)	(29.0)	(49.4)
Thuế TNDN đã nộp	(35.0)	(127)	(115)	(159)	(214)
Thay đổi vốn lưu động	(177)	(407)	(73.4)	(80.3)	(168)
Khác	(42.7)	(129)	970	162	263
LCT thuần từ HKKD	178	(131)	1,377	849	1,147
Đầu tư TS dài hạn	(375)	(374)	(1,841)	(1,502)	(1,269)
Góp vốn & đầu tư	(601)	(1,124)	0	0	0
Thanh lý	827	1,435	0	0	0
Khác	120	130	(79.9)	(105)	(170)
LCT thuần từ HĐĐT	(28.5)	68.2	(1,921)	(1,607)	(1,439)
Cổ tức trả cho CSH	(128)	(180)	(183)	(183)	(244)
Thu từ phát hành CP	(1.30)	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	415	(263)	657	850	551
Khác	0	0	2.46	3.22	5.24
LCT thuần từ HĐTC	285	(443)	477	670	312
Tiền & tương đương tiền đầu kì	-	-	-	-	-
LCT thuần trong kỳ	435	(506)	(68.0)	(87.1)	19.9
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.76	0.92	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	436	(505)	(68.0)	(87.1)	19.9
Dòng tiền tự do	(197)	(505)	(465)	(652)	(122)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	4.50	4.85	5.20	5.87	6.39
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.76	2.17	2.65	3.79	4.49
Tỷ suất LNT (%)	1.95	1.85	1.94	2.42	2.80
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.7	20.7	20.7	20.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(9.44)	5.86	9.29	11.2	16.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	3.93	30.9	33.4	59.1	37.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	4.48	7.27	14.6	38.7	34.5
Tăng trưởng EPS (%)	49.7	0.05	14.6	38.7	34.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	4.48	7.27	14.6	38.7	34.5
Tăng trưởng DPS (%)	30.4	(27.9)	38.8	0	33.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	47.7	34.4	41.6	30.0	29.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	25.8	24.1	26.8	33.9	40.0
ROACE (%)	27.2	27.2	28.5	32.0	36.2
Vòng quay tài sản (lần)	3.22	3.24	3.24	3.02	2.98
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.43	(0.29)	2.46	1.07	1.06
Số ngày tồn kho	7.76	5.17	5.19	5.22	5.25
Số ngày phải thu	43.9	39.9	38.5	36.8	35.1
Số ngày phải trả	9.46	12.2	12.3	12.4	12.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	51.8	66.9	106	143	149
Nợ/tài sản (%)	26.6	22.8	27.7	32.6	33.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	86.5	27.5	21.9
Nợ/EBITDA (lần)	3.46	2.48	2.79	2.53	2.19
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.01	0.79	0.71	0.69
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.75	0.72	0.69	0.66	0.58
EV/EBITDA ĐC (lần)	42.5	33.0	26.0	17.3	13.0
P/E (lần)	36.1	36.1	31.5	22.7	16.9
P/E ĐC (lần)	59.7	55.7	48.6	35.0	26.0
P/B (lần)	8.73	8.70	8.18	7.27	6.31
Lợi suất cổ tức (%)	1.32	0.95	1.32	1.32	1.76

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn