

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

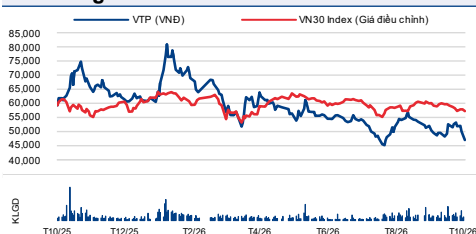
Giá mục tiêu: VNĐ57,500 (từ VNĐ63,224)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (9/10/2026)	47,000
Mã Bloomberg	VTP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	44,800-80,795
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	49,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,489
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	367
Slg CP lưu hành (tr.đv)	202
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	98.9
Slg CP NN được mua (tr.đv)	91.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.91%
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	(6.75)	(12.7)	(20.7)
So với chỉ số	(2.06)	(7.43)	(17.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,653	2,144	(22.9)
2027F	2,014	2,308	(12.8)
2028F	2,350	2,780	(15.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VTP là doanh nghiệp chuyển phát đứng thứ hai về doanh thu tại Vietnam 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.

Lợi nhuận đang phục hồi; nâng k/n lên Mua vào

- HSC giảm 9% giá mục tiêu đối với VTP xuống 57.500 đồng/cp dựa trên các giả định thận trọng hơn. Với tiềm năng tăng giá 22% so với giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), do định giá trở nên hấp dẫn hơn sau nhịp điều chỉnh gần đây của giá cổ phiếu.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 dù giảm dự báo EPS nhằm phản ánh tác động pha loãng từ đợt chi trả cổ tức bằng cổ phiếu vừa qua. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ giữ vững đà tăng trưởng vững chắc 22% và 17% lần lượt trong các năm 2027-2028. Riêng năm 2026, việc dự báo lợi nhuận chỉ giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ cho thấy tốc độ phục hồi ấn tượng 21% trong nửa cuối năm 2026 nhờ đã cải thiện của HĐKD cốt lõi. Kết quả tích cực này khóa lấp mức giảm 33% trong nửa đầu năm do chi phí nhiên liệu tăng đột biến.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 16,8 lần – mức định giá quá rẻ.

Sự kiện: Áp lực chi phí giảm bớt đúng kỳ vọng

Dù doanh thu từ HĐKD cốt lõi tăng ấn tượng 40% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2026, lợi nhuận thuần vẫn giảm mạnh 33% xuống còn 112 tỷ đồng, phần lớn do áp lực từ giá nhiên liệu tăng vọt. Nhằm giảm bớt gánh nặng chi phí đầu vào, từ cuối tháng 3, VTP triển khai thu phụ phí nhiên liệu (5-15%), song song với việc đẩy mạnh các biện pháp tối ưu hóa chi phí vận hành. Do đó, KQKD Q2/2026 cải thiện, với lợi nhuận thuần đạt 73 tỷ đồng, giảm 25% so với cùng kỳ nhưng tăng 87% so với quý trước.

Quan trọng hơn hết, giá nhiên liệu đã điều chỉnh giảm mạnh từ vùng đỉnh hồi tháng 4, dù chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm giá dầu sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong thời gian tới. Trên cơ sở đó, kết hợp với đà tăng trưởng vững chắc của doanh thu từ HĐKD cốt lõi, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ kể từ nửa cuối năm 2026.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 – hiện vẫn thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – dù giảm dự báo EPS nhằm phản ánh tác động pha loãng từ đợt chi trả cổ tức bằng cổ phiếu vừa qua. Cụ thể, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 22% và 17% trong năm 2027-2028, đạt 489 tỷ đồng và 571 tỷ đồng, sau khi giảm nhẹ 1% trong năm nay (xuống 401 tỷ đồng). Dự báo cho cả năm 2026 kết hợp với KQKD 6 tháng đầu năm cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm đạt 290 tỷ đồng (tăng 21% so với cùng kỳ và tăng 159% so với nửa đầu năm), nhờ doanh thu từ HĐKD cốt lõi tăng mạnh 40% so với cùng kỳ.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% và 13% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 16,8 lần. HSC giảm 9% giá mục tiêu xuống 57.500 đồng/cp sau khi thay đổi các giả định định giá cơ bản (tăng hệ số beta và chi phí nợ vay). Tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VTP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Giá mục tiêu mới tương ứng với tiềm năng tăng giá là 22% và cho thấy EV/EBITDA điều chỉnh năm 2026 và 2027 lần lượt là 15,9 lần và 12,4 lần. Với kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng mạnh từ nửa cuối năm 2026 nhờ vị thế đầu ngành vững chắc, hệ sinh thái dịch vụ tích hợp toàn diện cùng chất lượng dịch vụ vượt trội, VTP đã sẵn sàng bước vào chu kỳ phục hồi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	450	581	685	880	1,100 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	383	405	401	488	570
EPS ĐC (đồng)	2,039	2,491	1,653 ▼	2,014 ▼	2,350 ▼
DPS (đồng)	1,081	1,500	1,500 ▲	2,000 ▲	2,500 ▲
BVPS (đồng)	13,043	14,519	12,716 ▲	12,529 ▲	12,146
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.1	12.4	15.7	13.1	11.2
P/E ĐC (lần)	23.1	18.9	28.4	23.3	20.0
Lợi suất cổ tức (%)	2.30	3.19	3.19	4.26	5.32
P/B (lần)	3.60	3.24	3.70	3.75	3.87
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	7.27	22.2	(33.6)	21.8	16.7
ROAE (%)	24.1	24.1	18.5	19.2	22.9

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

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Lợi nhuận cải thiện mạnh từ nửa cuối năm 2026

HSC nâng khuyến nghị đối với VTP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới được điều chỉnh giảm nhẹ xuống 57.500 đồng/cp, tương ứng với tiềm năng tăng giá 22% sau nhịp điều chỉnh gần đây của cổ phiếu. Mặc dù giảm mạnh dự báo EPS nhằm phản ánh tác động pha loãng từ đợt phát hành cổ phiếu trả cổ tức vừa qua, dự báo lợi nhuận thuần gần như được giữ nguyên. Lợi nhuận thuần ước tính tăng trưởng lần lượt 22% và 17% trong các năm 2027-2028, sau khi giảm nhẹ 1% trong năm 2026 (lợi nhuận thuần thực tế giảm 33% trong nửa đầu năm 2026; dự báo tăng 21% trong nửa cuối năm 2026 nhờ doanh thu từ HĐKD cốt lõi tiếp tục tăng mạnh và áp lực giá nhiên liệu giảm bớt).

Lợi nhuận phục hồi rõ nét từ nửa cuối năm 2026 sau khi giảm mạnh trong nửa đầu năm

Chịu áp lực lớn từ giá nhiên liệu trong nửa đầu năm, nhưng bắt đầu cải thiện từ Q2/2026

Xin nhắc lại, lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2026 giảm mạnh 33% so với cùng kỳ xuống 112 tỷ đồng do chi phí nhiên liệu tăng vọt, dù doanh thu từ HĐKD cốt lõi vẫn tăng ấn tượng 40% so với cùng kỳ lên 8,5 nghìn tỷ đồng. Giá xăng và dầu diesel leo thang từ đầu tháng 3/2026 bám sát đà tăng của giá dầu toàn cầu, khi nguồn cung bị gián đoạn do căng thẳng chiến sự giữa Mỹ và Iran. Dưới áp lực chi phí nhiên liệu tăng vọt, VTP tiếp tục lỗ thuần trong tháng 3 sau khoản lỗ mang tính mùa vụ của tháng 2. Cần lưu ý rằng việc công ty ghi nhận lỗ trong tháng 2 là diễn biến mang tính mùa vụ của ngành chuyển phát, do sản lượng hàng hóa giảm sâu vào kỳ nghỉ Tết Nguyên đán và nhu cầu tiếp tục ảm đạm trong 2 tuần sau đó.

Bước sang Q2/2026, KQKD khởi sắc khi VTP bắt đầu áp dụng cơ chế phụ phí nhiên liệu song song với việc đẩy mạnh các biện pháp tối ưu chi phí. Chi tiết như sau:

- Từ giữa tháng 3, VTP bắt đầu áp dụng cơ chế phụ phí nhiên liệu 5% đến 15% trên giá cước, biên độ điều chỉnh linh hoạt theo diễn biến giá dầu diesel. Hiện tại, mức phụ phí nhiên liệu đang được áp dụng là 10% đối với dịch vụ chuyển phát tiêu chuẩn và 12% đối với hàng nặng hoặc bưu kiện đặc biệt, nhìn chung tương đương với các công ty cùng ngành tại Việt Nam (đều là công ty tư nhân/chưa niêm yết) như J&T Express (10%), Giao Hàng Nhanh (GHN; 10%), Việt Nam Post (VNPost; 8%) và Giao Hàng Tiết Kiệm (GHTK; 5%). Dù chính sách phụ phí giúp giảm bớt gánh nặng chi phí cho các công ty chuyển phát, các công ty này vẫn chưa thể chuyển giao toàn bộ phần tăng thêm của giá nhiên liệu về phía khách hàng. Hệ quả là các công ty chuyển phát vẫn phải tự gánh một phần chi phí nhiên liệu tăng thêm.
- Đồng thời, công ty đã triển khai nhiều sáng kiến cắt giảm chi phí, bao gồm tinh gọn bộ phận hỗ trợ và nâng cao năng suất của lực lượng giao nhận trực tiếp: VTP đã tinh giản các quy trình thủ công trong vận hành tài chính, chăm sóc khách hàng, theo dõi đơn hàng và giải quyết khiếu nại bằng cách đẩy mạnh tự động hóa cùng các giải pháp công nghệ. Đối với khối vận hành trực tiếp, công ty tối ưu hóa lộ trình giao hàng và đưa vào vận hành hệ thống tủ khóa thông minh, góp phần giảm thời gian vận chuyển, qua đó tăng năng suất giao nhận trên mỗi nhân viên giao hàng. VTP hiện đã đưa vào vận hành hơn 1.000 điểm Smartbox trên toàn quốc, cho phép shipper ký gửi bưu kiện và khách hàng chủ động đến nhận theo thời gian thuận tiện. Mô hình này giúp giảm lệ thuộc vào việc điều phối thời gian giữa nhân viên giao hàng và người nhận, qua đó rút ngắn thời gian giao hàng và tăng số lượng đơn hàng xử lý trên mỗi shipper.
- Ngoài ra, VTP đang tận dụng các nguồn lực từ bên thứ ba để mở rộng hạ tầng, chẳng hạn như các điểm thu gom do đối tác vận hành, giúp giảm áp lực đầu tư vốn trong khi vẫn nâng cao độ phủ mạng lưới.

Nhờ áp dụng phụ phí nhiên liệu cùng các sáng kiến tối ưu chi phí, lợi nhuận thuần Q2/2026 đã hồi phục lên 73 tỷ đồng, dù vẫn thấp hơn 25% so với cùng kỳ nhưng cao hơn 87% so với quý trước (trong khi doanh thu từ HĐKD cốt lõi tăng 45% so với cùng kỳ và 22% so với quý trước).

Lợi nhuận nửa cuối năm 2026 dự kiến phục hồi mạnh so với cùng kỳ

Dù đã giảm khoảng 40% từ vùng đỉnh tháng 4, giá nhiên liệu hiện vẫn neo ở mức cao, cao hơn khoảng 50% so với mặt bằng trước khi bùng phát chiến sự giữa liên minh Mỹ, Israel và Iran. Giá nhiên liệu bình quân Q3/2026 giảm 13% so với quý trước (Q2/2026).

Giá nhiên liệu neo cao trong thời gian dài hơn dự báo của HSC, xuất phát từ tình hình căng thẳng địa chính trị dai dẳng giữa Mỹ và Iran. Mặc dù vậy, chúng tôi dự báo giá dầu diesel sẽ đi ngang quanh mặt bằng hiện tại trong Q4/2026 (xấp xỉ 30.000 đồng/lít), nhờ các yếu tố hỗ trợ sau: (i) Giá dầu thế giới tiếp tục neo cao dù nguồn cung từ vùng Vịnh đã phục hồi về gần mức trước xung đột, xuất phát từ nhu cầu tái thiết lập các kho dự trữ chiến lược đã cạn kiệt cùng tâm lý thận trọng trước rủi ro căng thẳng tái bùng phát; và (ii) Sự can thiệp liên tục từ Quỹ bình ổn giá xăng dầu nhằm mục tiêu kiềm chế áp lực CPI. CPI bình quân 9 tháng đầu năm 2026 tăng 4,52%, cao hơn một chút so với ngưỡng mục tiêu 4,5% cho cả năm của Chính phủ, chủ yếu do áp lực từ chi phí vận tải tăng cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục hỗ trợ giá nhiên liệu để kiềm chế lạm phát.

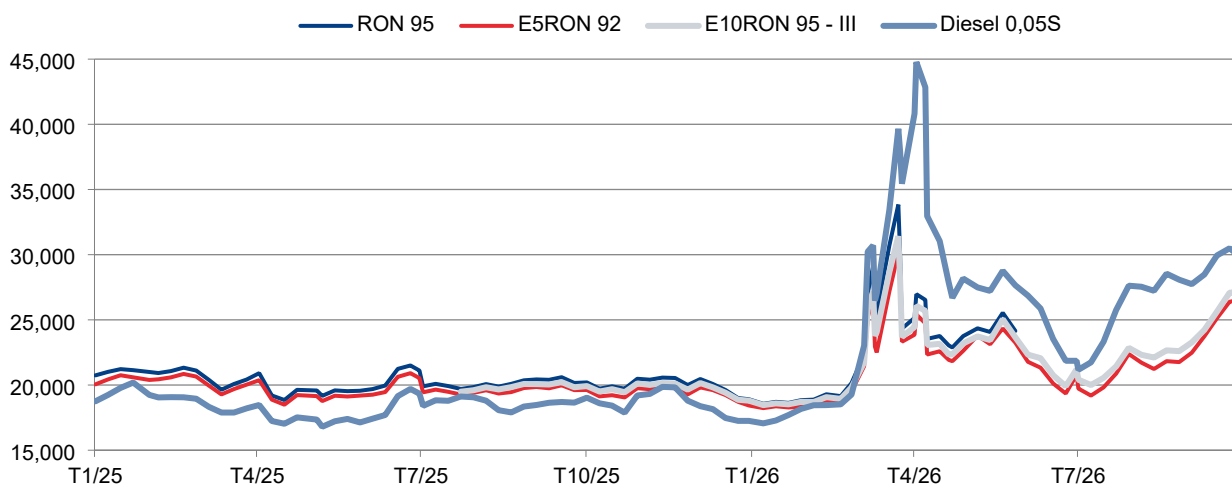
Với việc giữ nguyên dự báo cho cả năm 2026 sau khi cập nhật KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, chúng tôi kỳ vọng triển vọng nửa cuối năm như sau:

- doanh thu từ HĐKD cốt lõi nửa cuối năm 2026 tăng 40% so với cùng kỳ lên 10,3 nghìn tỷ đồng (tăng 22% so với nửa đầu năm), nhờ sản lượng bưu kiện tăng 20% và áp dụng phụ phí nhiên liệu 10% ở mảng chuyển phát, kết hợp cùng mức tăng trưởng doanh thu 60% của mảng logistics vốn được hỗ trợ bởi vị thế vững chắc, độ phủ mạng lưới rộng khắp và các giải pháp dịch vụ tích hợp của VTP.
- lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 tăng 21% so với cùng kỳ (và tăng 159% so với nửa đầu năm) đạt 289 tỷ đồng. Dự báo này, một lần nữa, được đặt trên giả định doanh thu tiếp tục tăng mạnh, giá nhiên liệu hạ nhiệt từ vùng đỉnh và hiệu quả tối ưu hóa chi phí được duy trì.

Cần lưu ý rằng việc giá nhiên liệu tăng tiếp tục là rủi ro dẫn đến lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Mặc dù vậy, nếu giá nhiên liệu tăng thêm 10%, VTP có khả năng điều chỉnh phụ phí từ 10% lên 15% nhằm bù đắp chi phí phát sinh, qua đó bảo toàn kịch bản dự phóng lợi nhuận hiện tại.

Biểu đồ 1: Giá bán lẻ xăng và dầu diesel (triệu đồng/lít), Việt Nam

Giá nhiên liệu đã hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh vào tháng 4/2026, dù vẫn duy trì ở mức cao.



Nguồn: Ministry of Industry and Trade

VTP sở hữu vị thế vững chắc nhờ gói dịch vụ tích hợp và chất lượng dịch vụ vượt trội

VTP hiện là doanh nghiệp lớn thứ hai trên thị trường chuyển phát Việt Nam, sau khi để mất vị trí dẫn đầu vào tay J&T Express – đối tác logistics chiến lược của TikTok

Shop – trong bối cảnh TikTok Shop tăng trưởng mạnh. Tổng giá trị giao dịch hàng hóa của TikTok Shop tăng 27% so với cùng kỳ lên 4,4 tỷ USD trong nửa đầu năm 2026, qua đó nâng thị phần của sàn này trong top 4 nền tảng thương mại điện tử lên 43,4%, từ mức 42% trong nửa đầu năm 2025. Ba vị trí còn lại trong top 5 lần lượt thuộc về Shopee Express (đơn vị logistics nội bộ của Shopee), GHN và VNPost.

Dựa trên quan sát thực tế và buổi thảo luận với chuyên gia ngành, chúng tôi nhận thấy cuộc chiến giá cước trong lĩnh vực chuyển phát đã bước vào giai đoạn hạ nhiệt, do yếu tố giá không còn đóng vai trò là lợi thế cạnh tranh cốt lõi. Thay vào đó, năng lực cạnh tranh phi giá cước đang đóng vai trò then chốt không kém, bao gồm tốc độ giao hàng, sự linh hoạt trong dịch vụ lấy hàng tận nơi cùng quy trình đối soát và giải ngân tiền thu hộ (COD) chuẩn xác.

Ở phân khúc ngoài sàn TMĐT, VTP có vị thế tốt nhờ lợi thế mạng lưới rộng khắp giúp lấy hàng thuận tiện và năng lực tài chính mạnh cho phép đối soát tiền COD nhanh chóng, bao gồm thanh toán linh hoạt từng ngày và hỗ trợ ứng vốn cho người bán. Ngoài ra, VTP cung cấp cho người bán giải pháp logistics trọn gói bao gồm hỗ trợ thủ tục nhập khẩu, lưu kho, quản lý tồn kho theo thời gian thực, đóng gói và giao hàng. Chuỗi dịch vụ này cho phép người bán tập trung tối đa vào hoạt động kinh doanh cốt lõi, trong khi VTP đảm nhận toàn bộ khâu vận hành chuỗi cung ứng và thu hộ dòng tiền.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, VTP

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			2025A-28F CAGR
	2025A	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Doanh thu cốt lõi	13,555	17,484	21,046	24,783	18,771	22,722	26,902	7.4%	8.0%	8.6%	26%
Lợi nhuận thuần	405	404	488	576	401	489	571	-0.8%	0.2%	-0.7%	12%
EBITDA	682	792	992	1,205	785	999	1,238	-0.8%	0.7%	2.7%	22%
Tăng trưởng											
Doanh thu cốt lõi	38.1%	29.0%	20.4%	17.8%	38.5%	21.0%	18.4%				
Lợi nhuận thuần	5.7%	-0.1%	20.7%	18.0%	-0.9%	21.9%	16.8%				
EBITDA	16.6%	16.0%	25.4%	21.4%	15.1%	27.3%	23.9%				

Nguồn: HSC

Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028

HSC tăng bình quân 8% dự báo doanh thu từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2026-2028 nhằm phản ánh việc áp dụng phụ phí nhiên liệu trong bối cảnh giá nhiên liệu đầu vào neo ở mức cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi đồng thời điều chỉnh lại dự báo EPS sau khi phản ánh tác động pha loãng từ đợt chi trả cổ tức bằng cổ phiếu gần đây. Tuy nhiên, dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028 gần như được giữ nguyên. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm nay giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ xuống 401 tỷ đồng, trước khi quay lại quỹ đạo tăng trưởng tích cực 22% trong năm 2027 và 17% trong năm 2028, đạt lần lượt 489 tỷ đồng và 571 tỷ đồng.

Đối với doanh thu từ HĐKD cốt lõi:

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng chuyển phát sẽ tăng trưởng 30% trong năm 2026 đạt 13 nghìn tỷ đồng, nhờ sản lượng tăng 20% và giá bán bình quân tăng 8%, phản ánh việc áp dụng phụ phí nhiên liệu. Bước sang năm 2027-2028, tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng chuyển phát được dự báo sẽ bình thường hóa về mức 12% mỗi năm, đạt tương ứng 14,6 nghìn tỷ đồng và 16,2 nghìn tỷ đồng. Diễn biến này phản ánh mức tăng trưởng sản lượng vững chắc 18% và 15%, bù đắp cho mức sụt giảm giá bán bình quân lần lượt 5% và 3% dựa trên kỳ vọng giảm phụ phí nhiên liệu khi giá dầu hạ nhiệt.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng logistics (kho bãi và vận tải) sẽ tăng vọt lần lượt 60%, 40% và 30% trong các năm 2026, 2027 và 2028, lần lượt đạt 5,5 nghìn tỷ đồng, 7,7 nghìn tỷ đồng và 10 nghìn tỷ đồng. Đà tăng trưởng này đến từ việc khai thác hiệu quả tệp khách hàng hiện hữu từ mảng chuyển phát, kết hợp với lợi thế từ mạng lưới kho bãi quy mô lớn và đội xe vận tải sẵn có của VTP.

Giảm 9% giá mục tiêu xuống 57.500 đồng/cp; nâng k/n lên Mua vào dựa trên định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu xuống 57.500 đồng/cp, chủ yếu do điều chỉnh tăng các giả định định giá cơ bản bao gồm hệ số beta và chi phí nợ vay. Giá mục tiêu mới tương ứng với tiềm năng tăng giá 22% so với thị giá hiện tại và cho thấy EV/EBITDA điều chỉnh năm 2026 là 15,9 lần và năm 2027 là 12,4 lần.

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), kỳ vọng đà tăng trưởng lợi nhuận của VTP sẽ tăng mạnh từ nửa cuối năm 2026 và duy trì trong suốt giai đoạn 2027-2028, nhờ động lực từ doanh thu mảng cốt lõi giữa xu hướng mở rộng của toàn ngành và vị thế dẫn đầu vững chắc của công ty. Giá nhiên liệu vẫn là rủi ro chính đối với các dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu của chúng tôi.

Các giả định cơ bản bao gồm:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH thị trường 8,75% và hệ số beta 1,1 lần (trước đó là 1 lần). Chi phí nợ vay trước thuế hiện ước tính ở mức 10% (tăng từ mức 8%) nhằm phản ánh môi trường lãi suất cao hơn. Kết hợp các yếu tố trên, chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) mới được xác định ở mức 12,5% (từ mức 11,7% trước đây).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 3% (không đổi);
- Thời điểm định giá là giữa năm 2027 (không đổi).

Bảng 3: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, VTP

Giả định Chi phí vốn CSH là 13,6% và chi phí nợ là 8%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.75%
Beta	1.1
Chi phí vốn CSH	13.6%
Chi phí nợ	10.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	8.0%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Tính toán WACC, VTP

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 12,5%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	79.6%
Nợ / Tổng nguồn vốn	20.4%
WACC	12.5%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Định giá DCF, VTP

Giá mục tiêu mới là 57.500đ

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần trừ thưởng & phúc lợi	303	301	366	427	553	645
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	74	135	201	275	315	347
+ Khấu hao	189	263	316	395	483	562
- Thay đổi vốn lưu động	650	540	358	396	418	291
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(530)	(1,012)	(782)	(858)	(926)	(694)
FCFF	686	227	459	636	843	1,150
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						3.0%
Giá trị dài hạn						12,497
Dòng tiền tương lai	686	227	459	636	843	13,647
Giá trị hiện tại	686	227	433	533	628	9,043
Giá trị của doanh nghiệp			10,864			
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030			2,583			
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn			8,281			
- Tổng nợ			(5,331)			
+ Tiền & các khoản tương đương tiền			6,073			
Giá trị của vốn CSH			11,605			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			201.9			
Giá trị của cổ phiếu (đồng)			57,500			

Nguồn: HSC

Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VTP

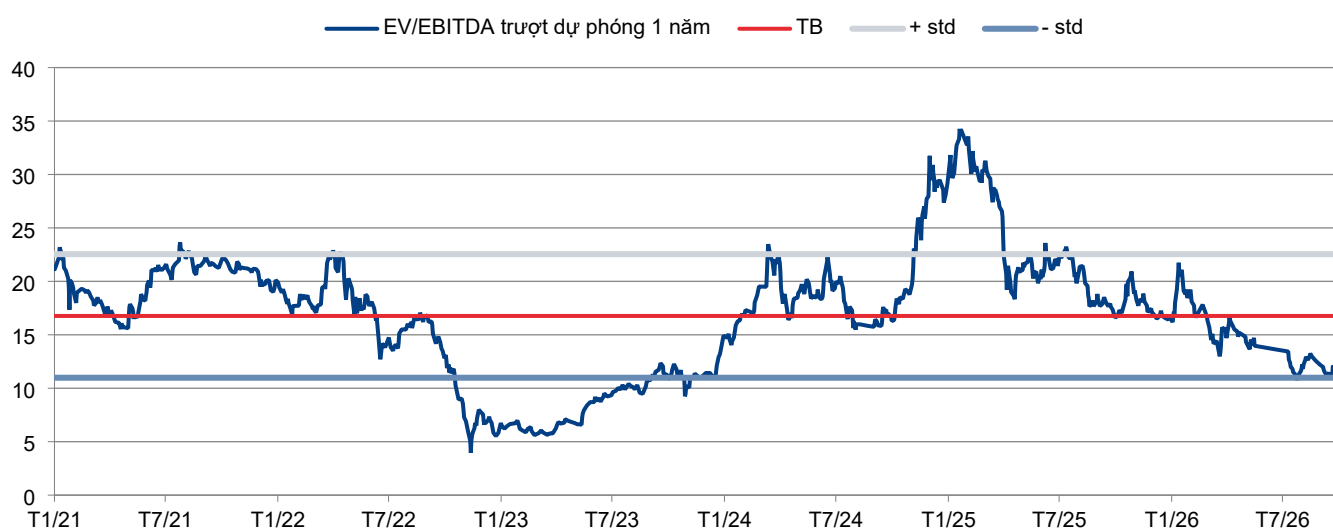
Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	2.0%	57,400	55,200	53,200	51,300	49,600
	2.5%	59,800	57,400	55,200	53,200	51,300
	3.0%	62,600	59,900	57,500	55,300	53,200
	3.5%	65,600	62,700	60,000	57,500	55,300
	4.0%	69,000	65,700	62,800	60,100	57,600

Nguồn: HSC

Biểu đồ 7: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm điều chỉnh, VTP

VTP đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ từ T1/2021 ở mức 16,8 lần.



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% và 13% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VTP đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 16,8 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	20,735	20,847	24,265	26,836	30,009
Lợi nhuận gộp	1,005	1,137	1,267	1,530	1,813
Chi phí BH&QL	(554)	(639)	(745)	(845)	(966)
Thu nhập khác	1.43	10.6	1.65	1.81	2.02
Chi phí khác	(0.85)	(16.3)	(0.99)	(1.08)	(1.21)
EBIT	452	493	522	686	847
Lãi vay thuần	31.2	21.5	(16.4)	(70.0)	(128)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	483	514	506	616	719
Chi phí thuế TNDN	(100)	(110)	(105)	(128)	(149)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	383	405	401	488	570
Lợi nhuận thuần ĐC	248	303	301	366	427
EBITDA ĐC	450	581	685	880	1,100
EPS (đồng)	3,146	3,325	2,204	2,685	3,133
EPS ĐC (đồng)	2,039	2,491	1,653	2,014	2,350
DPS (đồng)	1,081	1,500	1,500	2,000	2,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	122	122	182	202	202
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	122	122	202	202	202
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	122	122	202	202	202

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	390	350	1,134	850	386
Đầu tư ngắn hạn	1,430	2,093	1,941	2,147	2,401
Phải thu khách hàng	2,157	2,663	3,033	3,355	3,751
Hàng tồn kho	279	153	194	215	240
Các tài sản ngắn hạn khác	472	441	485	537	600
Tổng tài sản ngắn hạn	4,728	5,698	6,788	7,103	7,379
TSCĐ hữu hình	691	989	1,745	2,219	2,689
TSCĐ vô hình	53.7	72.9	65.8	58.3	50.4
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	75.0	41.6	48.4	53.5	59.9
Đầu tư vào Cty LD,LK	30.0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	785	727	891	985	1,101
Tổng tài sản dài hạn	1,635	1,831	2,750	3,316	3,901
Tổng cộng tài sản	6,364	7,529	9,538	10,419	11,279
Nợ ngắn hạn	1,376	1,364	1,577	1,744	1,801
Phải trả người bán	661	857	971	1,073	1,200
Nợ ngắn hạn khác	2,513	2,818	3,319	3,667	4,097
Tổng nợ ngắn hạn	4,676	5,238	6,070	6,692	7,309
Nợ dài hạn	72.5	487	859	1,151	1,466
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	26.5	35.9	41.8	46.2	51.7
Tổng nợ dài hạn	99.0	523	900	1,197	1,518
Tổng nợ phải trả	4,775	5,761	6,971	7,889	8,827
Vốn chủ sở hữu	1,588	1,768	2,567	2,530	2,452
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,588	1,768	2,567	2,530	2,452
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,364	7,529	9,538	10,419	11,279
BVPS (đ)	13,043	14,519	12,716	12,529	12,146
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,058	1,501	1,302	2,045	2,880

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	452	493	522	686	847
Khấu hao	(133)	(189)	(263)	(316)	(395)
Lãi vay thuần	31.2	21.5	(16.4)	(70.0)	(128)
Thuế TNDN đã nộp	(127)	(104)	(105)	(128)	(149)
Thay đổi vốn lưu động	(407)	427	(299)	(239)	(295)
Khác	(129)	(172)	612	94.5	117
LCT thuần từ HKKD	(131)	759	877	537	644
Đầu tư TS dài hạn	(374)	(530)	(1,012)	(782)	(858)
Góp vốn & đầu tư	(1,124)	(2,814)	0	0	0
Thanh lý	1,435	2,182	0	0	0
Khác	130	90.8	(170)	(99.5)	(123)
LCT thuần từ HĐĐT	68.2	(1,072)	(1,182)	(882)	(980)
Cổ tức trả cho CSH	(180)	(132)	(303)	(404)	(505)
Thu từ phát hành CP	0	0	801	0	0
Tăng/giảm nợ	(263)	403	585	460	371
Khác	0	0	5.89	4.43	5.47
LCT thuần từ HĐTC	(443)	271	1,089	60.3	(128)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	-	-	-	-	-
LCT thuần trong kỳ	(506)	(41.8)	784	(284)	(464)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.92	2.10	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	(505)	(39.7)	784	(284)	(464)
Dòng tiền tự do	(505)	228	(134)	(245)	(213)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	4.85	5.46	5.22	5.70	6.04
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	2.17	2.79	2.82	3.28	3.67
Tỷ suất LNT (%)	1.85	1.94	1.65	1.82	1.90
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.7	21.3	20.7	20.7	20.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	5.86	0.54	16.4	10.6	11.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	30.9	28.9	18.0	28.4	25.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	7.27	22.2	(0.88)	21.8	16.7
Tăng trưởng EPS (%)	0.05	5.70	(33.7)	21.8	16.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	7.27	22.2	(33.6)	21.8	16.7
Tăng trưởng DPS (%)	(27.9)	38.8	0	33.3	25.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	34.4	45.1	68.0	74.5	79.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	24.1	24.1	18.5	19.2	22.9
ROACE (%)	27.2	24.8	18.1	19.1	22.0
Vòng quay tài sản (lần)	3.24	3.00	2.84	2.69	2.77
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.29)	1.54	1.68	0.78	0.76
Số ngày tồn kho	5.17	2.83	3.08	3.10	3.11
Số ngày phải thu	39.9	49.3	48.1	48.4	48.6
Số ngày phải trả	12.2	15.9	15.4	15.5	15.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	66.9	86.6	52.0	82.4	119
Nợ/tài sản (%)	22.8	25.0	25.9	28.2	29.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	31.8	9.81	6.61
Nợ/EBITDA (lần)	2.48	2.76	3.15	2.93	2.66
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.01	1.09	1.12	1.06	1.01
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.33	0.35	0.44	0.43	0.41
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.1	12.4	15.7	13.1	11.2
P/E (lần)	14.9	14.1	21.3	17.5	15.0
P/E ĐC (lần)	23.1	18.9	28.4	23.3	20.0
P/B (lần)	3.60	3.24	3.70	3.75	3.87
Lợi suất cổ tức (%)	2.30	3.19	3.19	4.26	5.32

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) 2026.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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