

TỔNG CTCP BƯU CHÍNH VIETTEL (HSX: VTP)
VÙNG GIÁ HẤP DẪN KHI HOẠT ĐỘNG KINH
DOANH DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG

- Thị trường thương mại điện tử tiếp tục bùng nổ, trở thành động lực chính giúp ngành bưu chính, chuyển phát duy trì tăng trưởng mạnh mẽ.
- LN ròng giai đoạn 2025-27 dự báo tăng lần lượt 14,8%/20,7%/43,6% svck nhờ cải thiện biên LNG và gia tăng đóng góp từ dự án logistic trọng điểm.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với VTP, giá mục tiêu 121.000 đ/cp.

Sự phát triển của thị trường thương mại điện tử hỗ trợ đà tăng mạnh mẽ của hoạt động bưu chính, chuyển phát

Nhờ xu hướng mua hàng online gia tăng khi các thương hiệu lớn bắt đầu xuất hiện nhiều hơn trên các sàn thương mại điện tử (TMĐT), quy mô của thị trường TMĐT được dự báo sẽ duy trì tăng mạnh 25,5% trong 2025 và đạt mốc 63 tỷ USD trong năm 2030, tương ứng với mức CAGR khoảng 15%, từ đó hỗ trợ hoạt động bưu chính và chuyển phát tiếp tục tăng mạnh. Trong 2025-27, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bưu chính của VTP tăng 21,5%/16,5%/16,5% svck, thấp hơn mức dự báo tăng trưởng TMĐT để phản ánh mức độ cạnh tranh cao của ngành.

Các dự án hạ tầng logistic mới giúp nâng cao vị thế cạnh của VTP

Chúng tôi đánh giá doanh thu logistic tại khu vực cửa khẩu của VTP sẽ bứt phá mạnh mẽ, tăng 40%/16%/10% svck GD 2025-27 nhờ phát triển các dự án hạ tầng logistic trọng điểm. Sau khi thành công hoàn thiện các giấy phép cần thiết cho dự án Công viên Logistic Lạng Sơn, giúp gia tăng công suất khai thác, kết hợp với sự phục hồi của hoạt động Xuất nhập khẩu (XNK) qua khu vực Lạng Sơn khi nhu cầu nhập khẩu nông sản gia tăng mạnh mẽ, chúng tôi đánh giá đóng góp từ dự án Công viên Logistic Lạng Sơn sẽ tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2026-27. Ngoài ra, VTP sẽ tham gia vào các dự án cửa khẩu thông minh, từ đó giúp nâng cao năng lực và hiệu suất thông quan hàng hóa, hỗ trợ hoạt động kinh doanh cho các dự án hạ tầng logistic trọng điểm trong của DN.

Lợi nhuận ròng dự báo tăng 14,8%/20,7%/43,6% svck trong 2025-27

Chúng tôi ước tính doanh thu dịch vụ (gồm doanh thu bưu chính & logistics cửa khẩu) của VTP duy trì đà tăng 21,5%/16,4%/17,5% svck, qua đó đưa doanh thu thuần tăng 6,6%/8,2%/10,5% svck trong giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của VTP sẽ cải thiện 0,8 điểm%/0,6 điểm%/0,8 điểm% svck nhờ tăng tỷ trọng doanh thu dịch vụ, tăng cường áp dụng công nghệ trong hệ thống, chi phí nhiên liệu giảm và đẩy mạnh logistic B2B giúp cải thiện tỷ lệ lấp đầy đơn hàng, qua đó đưa lợi nhuận ròng tăng trưởng tích cực 15%/21%/44% svck.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 121.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi định giá cổ phiếu VTP dựa trên phương pháp định giá FCFF, với mức giá mục tiêu là 121.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng từ Q4/2025, VTP sẽ hoàn thiện giấy tờ cần thiết để gia tăng công suất cho dự án Công viên Logistic Lạng Sơn, kết hợp với triển vọng kinh doanh lạc quan, sau đã giảm gần 45% từ đỉnh, chúng tôi đánh giá đây là thời điểm phù hợp để mua vào cổ phiếu VTP.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27
Doanh thu thuần	19.588	20.735	22.099	23.903	26.418
Lợi nhuận ròng	392	379	435	524	753
Tăng trưởng DTT	-9,4%	5,9%	6,6%	8,2%	10,5%
Tăng trưởng LN ròng	51,0%	-3,4%	14,8%	20,7%	43,6%
Biên LN gộp	4,5%	4,8%	5,7%	6,3%	7,0%
Biên EBITDA	3,0%	2,9%	3,5%	4,2%	5,3%
ROAE	26,4%	23,9%	24,5%	25,0%	28,7%
ROAA	6,4%	5,9%	6,4%	6,6%	8,3%
EPS (VND/cổ phiếu)	3.217	3.109	3.569	4.307	6.183
BVPS (VND/cổ phiếu)	13.009	13.043	16.077	18.383	24.631

Nguồn: VTP, MBS Research dự phóng

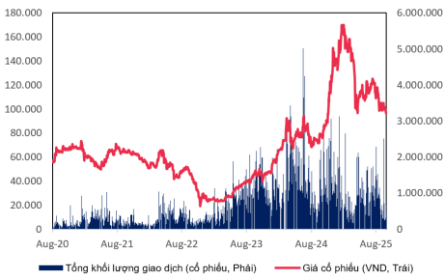
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 121.000 VND
Tiềm năng tăng giá 27,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	94.600
Cao nhất 52 tuần (VND)	170.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	75.800
Vốn hóa (tỷ VND)	11.739
P/E (TTM)	29,4
P/B	7,1
Thị suất cổ tức (%)	1
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	4,5

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

Tập đoàn Công nghiệp – Viễn	
Thông Quân đội	60,8
Công ty TNHH Đầu tư Sài Gòn	
3 Capital	16,9
Quỹ Đầu tư Japan Asia MB	
Capital	3,6
Công đoàn cơ sở Tổng Công ty	
cổ phần Bưu chính Viettel	1,3

Chuyên viên phân tích



Võ Đức Anh

Anh.voduc@mbs.com.vn

TỔNG CTCP BƯU CHÍNH VTP (HSX: VTP)

Luận điểm đầu tư và định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu của VTP là 121.000 đồng/cổ phiếu dựa trên các luận điểm chính:

- Thị trường TMĐT duy trì đà tăng mạnh mẽ hỗ trợ đà tăng của sản lượng bưu chính kết hợp với quá trình cơ cấu thị trường TMĐT giúp VTP thành công gia tăng thị phần.
- Các dự án hạ tầng logistic quan trọng kỳ vọng sẽ gia tăng đóng góp vào doanh thu dịch vụ khi hoàn thiện các giấy phép cần thiết, giúp nâng cao công suất khai thác.
- Sau đà giảm gần 45% từ đỉnh, VTP duy trì triển vọng kinh doanh lạc quan và tăng trưởng lợi nhuận ròng mạnh mẽ, chúng tôi đánh giá đây là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu VTP.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF để xác định giá trị hợp lý của VTP là 121.000 đồng/cổ phiếu (tiềm năng tăng giá 27,9% so với giá đóng cửa ngày 06/10/2025. Chúng tôi kỳ vọng từ Q4/2025, VTP sẽ hoàn thiện giấy tờ cần thiết để gia tăng công suất cho dự án Công viên Logistic Lạng Sơn, kết hợp với triển vọng kinh doanh lạc quan, sau đà giảm gần 45% từ đỉnh, chúng tôi đánh giá đây là thời điểm phù hợp để mua vào cổ phiếu VTP.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Định giá	Đơn vị	
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	14.739
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	triệu cp	121,78
Giá mục tiêu		121.025
Giá mục tiêu làm tròn		121.000
Upside		27,9%

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro thị trường	9
Chi phí VCSH	9,8%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Chi phí nợ	8%
Mức thuế	20%
WACC	10%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Dự phóng FCFF hoạt động cốt lõi

Dự phóng FCFF	2025	2026	2027	2028	///	2035
(+) Lợi nhuận sau thuế	435	524	753	969		1.710
(+) Chi phí phi tiền mặt	216	350	447	591		1.881
(+) Chi phí lãi vay sau thuế	78	139	131	124		124
(-) Đầu tư TSCĐ	739	1.142	827	1.231		2.495
(-) Thay đổi VLD	213	140	241	(195)		(315)
FCFF sau chiết khấu	(223)	(245)	218	491		632

Nguồn: MBS Research

Hình 5: Phương pháp định giá FCFF hoạt động kinh doanh cốt lõi

Định giá theo FCFF		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024F-2034F	tỷ đồng	6.356
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	8.333
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	2.097
(-) Nợ	tỷ đồng	2.047
(-) Lợi ích CĐTS	tỷ đồng	0
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	14.739
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	122
Giá trị cổ phiếu	VNĐ/cp	121.025
Giá trị cổ phiếu (làm tròn)	VNĐ/cp	121.000

Nguồn: MBS Research

Rủi ro đầu tư

- Nhu cầu mua sắm trên các sàn TMĐT yếu hơn dự kiến khiến doanh thu chuyển phát tăng yếu hơn dự kiến.
- Giá dầu trên thế giới tăng khi bất ổn địa chính trị căng thẳng trở lại khiến chi phí nhiên liệu gia tăng.
- Tiến độ xin giấy phép và thi công các dự án hạ tầng logistic trọng điểm chậm trễ ảnh hưởng tới tăng trưởng doanh thu hoạt động logistic.

Hình 6: So sánh các doanh nghiệp các ngành

Công ty	Quốc gia	Mã cp	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Triệu USD	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
United Parcel Service Inc	Mỹ	UPS US	73.552	13,4	12,1	4,7	4,8	7,6	8,6	34,2	39,3
CJ Logistic Corp	Hàn Quốc	000120 KS	1.354	7,9	6,6	0,4	0,4	2,5	3,2	5,9	6,7
KLN Logistic Group Ltd	Trung Quốc	636 HK	1.682	9,6	9,6	0,8	0,7	3,2	3,1	8,0	7,7
YTO Express Group Co Ltd	Trung Quốc	600233 CH	8.813	15,6	13,2	1,8	1,7	7,6	8,4	11,9	12,8
STO Express Co Ltd	Trung Quốc	002468 CH	3.848	21,4	16,8	2,5	2,2	4,3	4,9	12,0	13,5
Yamato Holding Co Ltd	Nhật Bản	9064 JP	5.499	26,0	17,8	1,3	1,2	2,6	3,7	4,8	7,0
J&T Global Express	Trung Quốc	1519 HK	10.973	34,2	20,2	3,5	3,0	4,0	6,6	10,4	15,7
Bohai Ferry Group	Trung Quốc	603167 CH	621	14,1	12,7	1,2	1,2	N/A	N/A	8,7	9,6
Trung bình			13.293	17,8	13,6	2,0	1,9	4,5	5,5	12,0	14,0
Trung vị			4.673	14,8	13,0	1,5	1,4	4,0	4,9	9,6	11,2
Tổng CTCP Bưu chính Viettel	VN	VTP	437	N/A	N/A	6,9	6,3	N/A	N/A	N/A	N/A

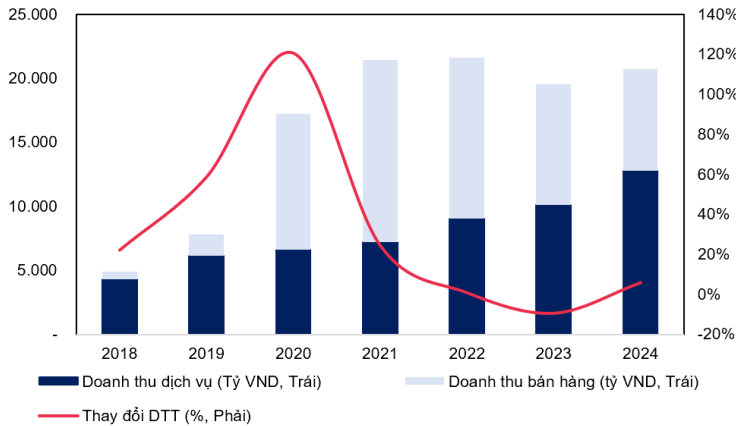
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP & KQKD 6T2025

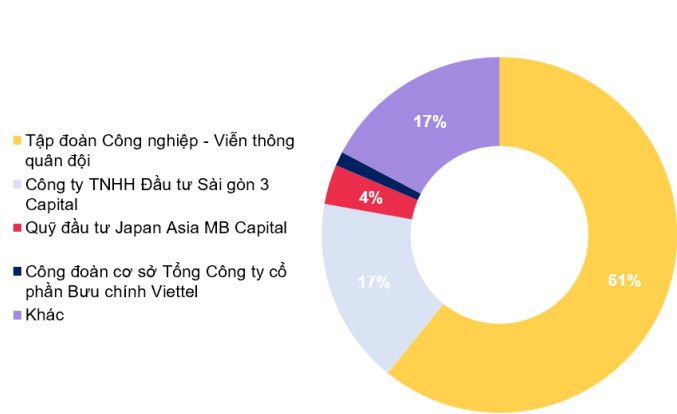
Tổng CTCP Bưu chính Viettel (HSX: VTP) được thành lập năm 1997 với tên gọi Phòng Phát hành báo chí, với nhiệm vụ ban đầu là phục vụ các cơ quan trong Bộ Quốc Phòng. Năm 2006, công ty được cơ cấu thành công ty nhà nước lấy tên là Tổng CTCP Bưu chính Viettel, một công ty con của Tập đoàn Viettel. Năm 2009, công ty được cổ phần hóa và đổi tên thành Công ty Cổ phần Bưu chính Viettel, với vốn điều lệ là 60 tỷ đồng. Cổ phiếu VTP được niêm yết trên UPCOM vào năm 2018 và được giao dịch chính thức trên HOSE vào ngày 12/03/2024.

Hình 7: Cơ cấu doanh thu của VTP trong giai đoạn 2018- 2024

(Đơn vị: Tỷ VND)



Hình 8: Cơ cấu sở hữu VTP

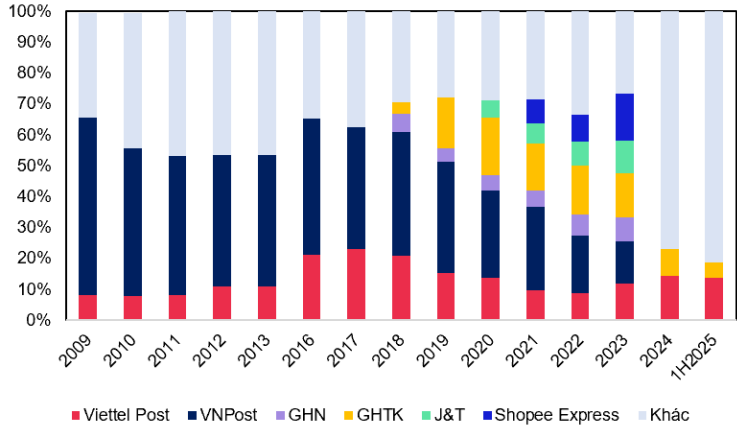


Nguồn: VTP, MBS Research

Nguồn: VTP

VTP đã sớm trở thành một trong những doanh nghiệp logistics tiên phong tại Việt Nam, nhờ áp dụng công nghệ tiên tiến vào hoạt động kinh doanh giúp cải thiện hiệu suất, tối ưu chi phí vận hành lên đến 40% và nâng cao khả năng đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Với việc Tập đoàn Công nghiệp – Viễn thông Quân đội (Viettel) là cổ đông lớn nhất, VTP sở hữu lợi thế cạnh tranh rõ rệt khi được tham gia các dự án lớn, trọng điểm trong ngành, tiên phong mở rộng hoạt động kinh doanh sang các quốc gia lân cận như Trung Quốc, Lào, Thái Lan, ... Đến nay, VTP là một trong những doanh nghiệp chuyển phát hàng đầu Việt Nam, sở hữu hơn 2.000 bưu cục, có gần 2.000 xe tải các loại, và tổng diện tích kho bãi đạt 1,2 triệu m2. Nhờ những lợi thế cạnh tranh rõ rệt, trong 2024, thị phần của VTP ở mảng giao nhận mở rộng lên top 1 thị phần đạt 14,2% và trong 1H2025, thị phần hiện đạt 13,6%.

Hình 9: Thị phần các doanh nghiệp bưu chính 2009-1H2025



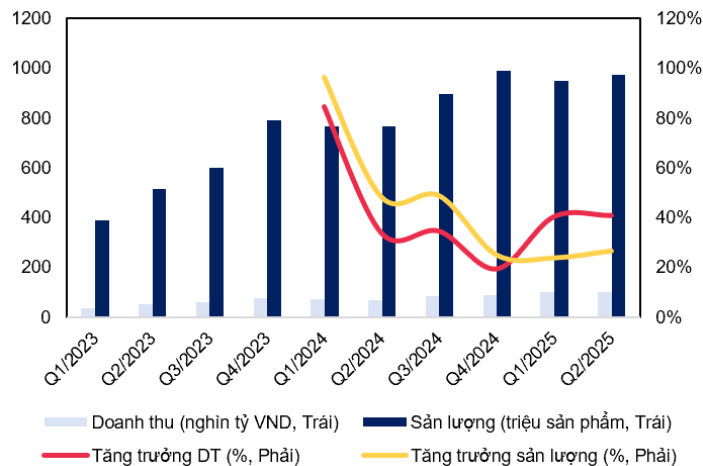
Nguồn: MBS Research

Hình 10: So sánh kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T2025 (Đơn vị: tỷ VND)

Chỉ số KQKD	Q2/2025	So với quý trước (%)	svck (%)	6T2025	% yoy	Chú thích
Doanh thu	4.982	-1,2%	0,8%	10.024	4,2%	
- Bán hàng	1.314	-21,2%	-32,9%	2.981	-24,2%	Doanh thu bán hàng kéo dài đã giảm do VTP tiếp tục thu hẹp hoạt động kinh doanh thẻ cào điện thoại để tập trung cho hoạt động kinh doanh cốt lõi.
- Dịch vụ	3.668	8,7%	22,8%	7.043	23,9%	Đã tăng mạnh mẽ của doanh thu dịch vụ được hỗ trợ bởi doanh thu toàn ngành bưu chính tăng tốt trong 6T/25, tăng khoảng 16% trong 6T2025, kết hợp với sản lượng và doanh thu từ 5 sản TMĐT lớn nhất tăng lần lượt 26,9% và 40,8% svck hỗ trợ hoạt động chuyển phát duy trì đã tăng mạnh mẽ.
LN gộp	271	2,5%	20,9%	536	37,0%	
- Bán hàng	10	218,7%	261,8%	13	185,1%	
- Dịch vụ	262	0,0%	18,0%	523	35,3%	
Biên LN gộp	5,4%	0,2đ%	0,9đ%	5,3%	1,3đ%	Biên LNG cải thiện tích cực nhờ gia tăng đóng góp từ mảng dịch vụ và giá nhiên liệu thấp hơn khi giá bán lẻ xăng RON-95 giảm 14% svck.
- Bán hàng	0,7%	0,6đ%	0,6đ%	0,4%	0,3đ%	
- Dịch vụ	7,1%	-0,6đ%	-0,3đ%	7,4%	0,6đ%	Chúng tôi đánh giá biên LNG mảng dịch vụ giảm nhẹ trong Q2/2025 do áp lực cạnh tranh giá gia tăng giữa các đơn vị vận chuyển. Nhưng nhìn chung 6T2025 có phần cải thiện nhờ đóng góp từ hoạt động logistic cửa khẩu tăng khi số lượng hàng hóa qua cửa khẩu Lạng Sơn trong Q2/25 duy trì đã tăng mạnh (riêng trong T8/2025, số lượng phương tiện chờ hàng hóa xuất khẩu đến các cửa khẩu tăng hơn 25% sv tháng trước, và hoạt động XNK tại Lạng Sơn có xu hướng cải thiện svck), qua đó giúp số lượng xe qua Công viên logistic Lạng Sơn gia tăng.
Chi phí BH & QLDN	149	-15,0%	23,2%	324	39,5%	Chi phí SG&A gia tăng mạnh chủ yếu do chi phí lương cao hơn 50% svck, khi doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư đội ngũ công nghệ để nâng cao hiệu quả vận hành và gia tăng mức độ cạnh tranh với các đối thủ trong ngành
Thu nhập tài chính	22	19,0%	0,1%	40	-22,0%	
Chi phí tài chính	17	-4,9%	25,8%	36	32,0%	
- Chi phí lãi vay	16	-5,3%	18,0%	34	24,0%	
LN trước thuế	126	41,9%	14,9%	214	17,2%	
LN ròng	100	43,9%	14,6%	169	16,2%	Tổng kết, doanh thu tăng nhẹ trong 6T2025 nhờ đã tăng mạnh mẽ của doanh thu dịch vụ giúp bù đắp lại đã giảm của doanh thu bán hàng, biên LNG có phần cải thiện cũng bù đắp lại việc chi phí SG&A tăng mạnh. Từ đó giúp LNR của VTP 6T2025 duy trì đã tăng 16,2% svck.

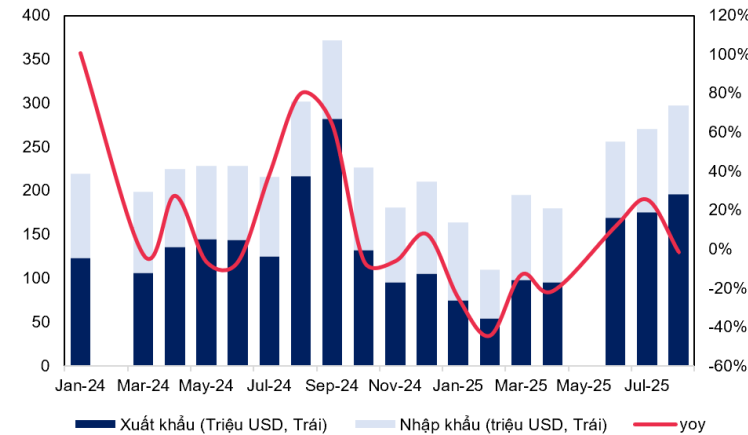
Nguồn: VTP, MBS Research

Hình 11: Tăng trưởng doanh thu và sản lượng của 5 sản TMĐT



Nguồn: Metrics, MBS Research

Hình 12: Kim ngạch XNK qua cửa khẩu Lạng Sơn từ 1/2024-8/2025



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, MBS Research

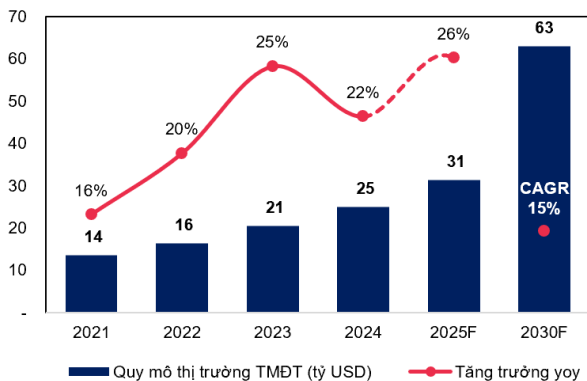
Hoạt động kinh doanh cốt lõi tiếp tục bứt phá nhờ tăng trưởng thị trường TMĐT và phát triển các dự án logistic trọng điểm

Thị trường thương mại điện tử duy trì đà tăng hỗ trợ hoạt động bưu chính và chuyển phát tăng trưởng mạnh mẽ.

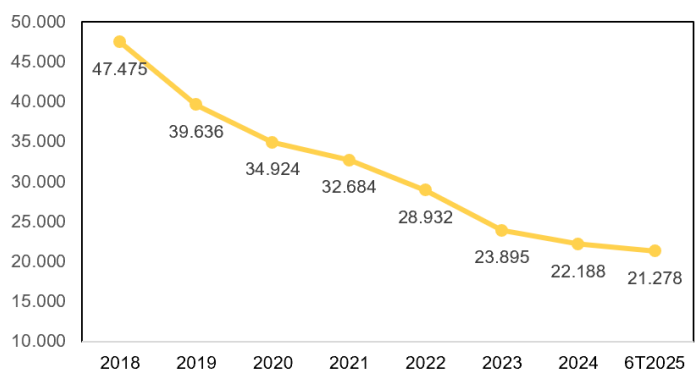
Trong 6T2025, thị trường thương mại điện tử tiếp tục tăng trưởng tốt khi số liệu từ Metric cho thấy doanh số trên 5 sàn bán lẻ trực tuyến lớn nhất tại Việt Nam (bao gồm Shopee, Tiktok Shop, Lazada, Tiki) ghi nhận 202,3 nghìn tỷ đồng (tăng 41,52% svck) trong đó sản lượng bán đạt 1.923,7 tỷ đồng (tăng 25,44% svck). Nhờ vậy, doanh thu ngành chuyển phát trong 6T2025 đạt 38,3 nghìn tỷ đồng, duy trì đà tăng mạnh mẽ 12,8% svck, trong đó sản lượng bưu kiện tăng mạnh lên 1.800 triệu đơn hàng, tăng 16% svck.

Bất chấp các thách thức từ chính sách quản lý mới của nhà nước, thị trường TMĐT duy trì đà tăng mạnh, chúng tôi đánh giá đà tăng trưởng này được thúc đẩy bởi các mùa lễ hội, du lịch và nhu cầu tiêu dung thiết yếu cải thiện, đặc biệt khi nhiều thương hiệu uy tín, chính hãng tăng cường hiện diện trên các sàn thương mại điện tử. Theo công văn gửi Bộ Tài Chính, Bộ Công Thương đã nâng dự báo tăng trưởng TMĐT năm 2025 lên mức 25,5%, nhờ sự gia tăng mạnh mẽ của xu hướng mua sắm qua video hiện nay. Ngoài ra, theo dự báo của Google, Temasek và Bain & Company, giá trị thị trường thương mại điện tử Việt Nam được kỳ vọng tăng trưởng kép 20% trong giai đoạn 2025-2030, đạt khoảng 63 tỷ USD vào năm 2030, nhờ vậy chúng tôi đánh giá sự phát triển của thương mại điện tử sẽ hỗ trợ ngành dịch vụ chuyển phát tăng trưởng mạnh mẽ trong trung và dài hạn.

Hình 13: Giá trị thị trường TMĐT Việt Nam 2021-2030 (tỷ USD)



Hình 14: Giá giao hàng bình quân của ngành giao nhận 2018-6T2025



Nguồn: Google, Temasek and Bain & Company, Bộ Công Thương

Nguồn: Bộ Thông tin & Truyền thông, MBS Research

Chúng tôi đánh giá hoạt động bưu chính của VTP sẽ tiếp tục gặp cạnh tranh trong ngắn hạn khi áp lực cạnh tranh giữa các đơn vị vận chuyển như Viettel Post, ShopeeX, J&T Express, ... tiếp tục gia tăng. Với việc các sàn TMĐT như Shopee và Tiktok Shop duy trì thị phần top 1, 2 tại Việt Nam, các đơn vị vận chuyển như Shopee Express (đơn vị vận chuyển nội bộ) và J&T Express (đối tác của Tiktok Shop) sẽ tiếp tục được hưởng lợi và hạn chế khả năng tăng trưởng thị phần của VTP. Tuy nhiên, VTP đã kiến nghị Bộ Công Thương yêu cầu các sàn thương mại điện tử cho phép người dùng được lựa chọn đơn vị vận chuyển và phương thức thanh toán, nếu quyết định trên được thông qua, VTP sẽ có thể cải thiện thị phần trong ngành bưu chính, chuyển phát và duy trì lợi thế cạnh tranh trong ngành trong trung và dài hạn. Ngoài ra, VTP tăng cường

mở rộng các điểm dịch vụ Smart box sau ký kết hợp tác giữa VTP và Shopee để thêm phương thức nhận hàng qua hệ thống Smart Box từ tháng 5/2025, hiện tại được đẩy mạnh tại khu vực Bắc Ninh, hướng tới mục tiêu 50.000 Smart Box toàn quốc năm 2030. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu dịch vụ bưu chính sẽ tăng lần lượt 16,4%/16,5%/20% svck và đạt 11.714/13.646/16.375 tỷ đồng, giai đoạn 2025-27 dựa trên cơ sở:

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bưu chính của VTP sẽ tăng lên mức 439,1/533,5/648,2 triệu bưu gửi, tương ứng với mức tăng 21,5%/16,5%/16,5% svck trong 2025-27, thấp hơn so với dự báo tăng trưởng TMĐT của Bộ Công Thương và các tổ chức khác là 25,5% trong 2025 để phản ánh sự suy giảm về thị phần của VTP trong 6T2025.
- Chúng tôi đánh giá giá dịch vụ bình quân sẽ tiếp tục giảm 3,9% svck xuống khoảng 30.479 VND/bưu gửi khi áp lực cạnh tranh duy trì ở mức cao, trước khi hạ nhiệt và đi ngang trong 2026 và tăng 3% svck lên 31.393 VND/bưu gửi trong 2027 khi cuộc đua về giá dần chuyển sang khác biệt hóa về chất lượng dịch vụ và tốc độ vận chuyển.

Các dự án logistic mới trở thành động lực tăng trưởng chính cho doanh nghiệp trong trung và dài hạn

Với mục tiêu trở thành công ty logistic công nghệ số 1 tại Việt Nam, VTP đang trong quá trình chuyển đổi từ công ty chuyển phát sang doanh nghiệp logistic công nghệ, theo chiến lược trung và dài hạn đến 2029 của ban lãnh đạo. Theo doanh nghiệp chia sẻ, với tiềm năng thị trường logistic ước tính gấp 2-3 lần mảng giao nhận, dịch vụ kho bãi và logistic được xác định là trọng tâm chiến lược của VTP, trong đó tập trung mở rộng mô hình khu logistic tại các khu biên giới trọng điểm như Lào Cai, Móng Cái và một số địa phương giáp Lào và Campuchia.

Trong tháng 12/2024 vừa qua, VTP đã bắt đầu vận hành Công viên Logistic Lạng Sơn, dựa trên hạ tầng rộng 144ha thuê từ CTCP Trung chuyển Lạng Sơn (nhà đầu tư cơ sở hạ tầng với tổng vốn đầu tư là 3.300 tỷ đồng). Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, dự án Công viên Logistic Lạng Sơn hiện vẫn đang hoạt động ở quy mô nhỏ và vẫn chỉ thực hiện các nghiệp vụ đơn giản, do chưa có giấy phép kho ngoại quan. Chúng tôi đánh giá dự án Công viên Logistic Lạng Sơn sẽ chưa đóng góp nhiều vào doanh thu VTP trong năm 2025, và doanh thu và lợi nhuận từ dự án sẽ cải thiện và tăng mạnh trong 2026 khi doanh nghiệp thành công xin giấy phép cần thiết để hoàn thiện cơ sở hạ tầng còn lại. Ngoài ra, VTP hiện đang theo sát dự án phát triển mô hình cửa khẩu thông minh sau khi Chính phủ giao tỉnh Lạng Sơn triển khai thí điểm, dự kiến sẽ nâng cao năng lực thông quan tại các cửa khẩu lên khoảng 4-5 lần so với hiện tại và giải quyết tình trạng ùn ứ hàng hóa tại khu vực này. Do vậy chúng tôi đánh giá dự án Công viên Logistic Lạng Sơn sau khi đóng góp khoảng 4,4% doanh thu thuần của VTP trong 2025, tỷ trọng đóng góp cải thiện lên khoảng 5,5%/5,9% trong 2026/27 và duy trì đóng góp ổn định quanh 6,2% trong tương lai nhờ hoạt động giao thương giữa Việt Nam – Trung Quốc cải thiện kết hợp với hiệu suất thông quan nâng cao khi các dự án hạ tầng về cửa khẩu thông minh đi vào hoạt động trong giai đoạn 2026-27.

Hình 15: Kế hoạch phát triển Công viên Logistic Lạng Sơn

	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2
Thời gian	12/2024 – cuối 2025	2025 – cuối 2026
Vốn đầu tư xây dựng cơ bản (tỷ đồng)	75	N/A
Diện tích (ha)	58	86
Công suất (xe/ngày)	1.500	N/A

Hình: VTP, MBS Research

Hình 10: Dự báo đóng góp của Công viên Logistic Lạng Sơn cho VTP

	Đơn vị	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Tổng xe qua cửa khẩu Lạng Sơn	Xe/ngày	1.500	1.651	1.816	1.999	2.200	2.421
Tăng trưởng	%		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Thị phần VTP (ước tính)	%	30%	40%	45%	50%	55%	60%
Số container/ngày	Xe/ngày	450	660	817	999	1.210	1.452
DT 1 container (ước tính)	triệuVND	6	6	6	6	6	6
Doanh thu dự án	Tỷ VND	986	1.446	1.790	2.189	2.650	3.181
Tỷ trọng DTT	%	4,1%	5,5%	5,9%	6,1%	6,2%	6,2%

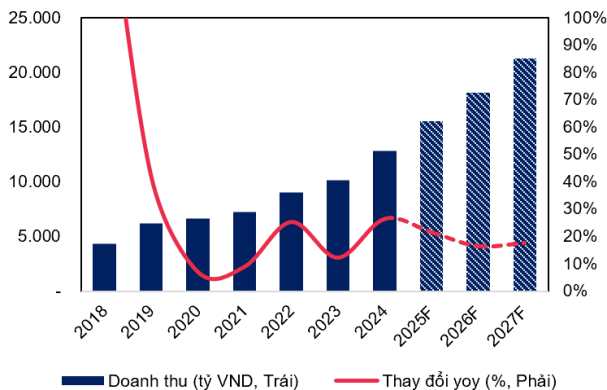
Hình: VTP, MBS Research

Ngoài ra, trong T8/2025, VTP đã khởi động đấu thầu gói xây dựng trị giá gần 249 tỷ đồng cho dự án trung tâm logistic Đà Nẵng, với thời gian thực hiện dự kiến 12 tháng, một dự án trọng điểm đã được ban lãnh đạo phê duyệt từ năm 2022. Với vị trí chiến lược tại khu công nghiệp Liên Chiểu, chúng tôi đánh giá dự án sẽ góp phần đưa Đà Nẵng trở thành trung tâm logistic hiện đại, kết nối hiệu quả trong vùng kinh tế trọng điểm, qua đó tăng cường đáng kể năng lực kinh doanh và đóng góp từ doanh thu dịch vụ trong giai đoạn 2026-2030. Tổng kết lại, chúng tôi kỳ vọng doanh thu hoạt động logistic tại cửa khẩu của VTP sẽ tăng lần lượt 40%/16,2%/10,1% svck, lên mức 3.863,6/4.490,6/4.944,4 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp (LNG) hoạt động dịch vụ của VTP sẽ cải thiện 0,2điểm%/0,3điểm%/0,5điểm% svck trong giai đoạn 2025-27 nhờ:

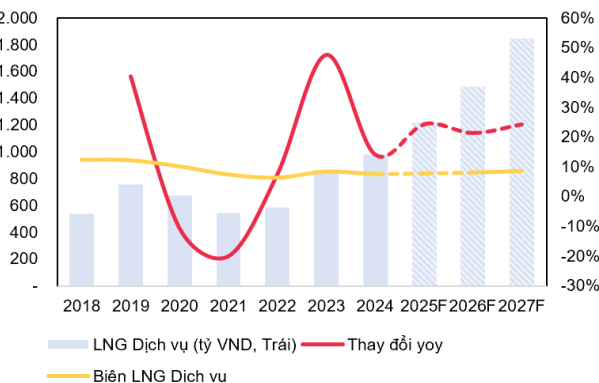
- (1) Áp dụng công nghệ tiên tiến vào hoạt động kinh doanh như: Robot chia chọn tự động, robot vận chuyển tự hành, phân loại tự động, hệ thống quản lý vận tải TMS và hệ thống quản lý kho hàng giúp nâng cao hiệu quả hoạt động, giảm thâm dụng lao động và chi phí trên mỗi đơn hàng.
- (2) Giá nhiên liệu thế giới bình quân trong 6T2025 giảm 10% svck, hỗ trợ biên LNG trong 6T2025 cải thiện. Chúng tôi đánh giá giá nhiên liệu sẽ duy trì ở mức thấp trong giai đoạn 2025-27 khi căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt, hỗ trợ chi phí nhiên liệu của doanh nghiệp duy trì đà giảm.
- (3) VTP tập trung phát triển chuỗi giá trị logistic toàn diện, tập trung vào logistic B2B cho các doanh nghiệp sản xuất bán lẻ, cũng như dịch vụ logistic B2B biên giới thông minh khi giao hàng B2C cho thương mại điện tử chịu áp lực cạnh tranh gay gắt, từ đó hỗ trợ tăng trưởng sản lượng, cải thiện tỷ lệ lấp đầy đơn hàng và nâng cao hiệu quả chi phí.

Hình 16: Doanh thu dịch vụ của VTP trong giai đoạn 2018-2027F



Nguồn: MBS Research

Hình 17: Lợi nhuận gộp và biên LNG hoạt động dịch vụ của VTP giai đoạn 2018-2027F



Nguồn: MBS Research

DỰ BÁO KQKD GIAI ĐOẠN 2025 – 2027

Các chỉ tiêu KQKD	2024	2025F	%svck	2026F	%svck	2027F	%svck	Đánh giá
Sản lượng bưu chính (triệu cái)	317	385	21,5%	449	16,5%	523	16,5%	Trong 2025 chúng tôi kỳ vọng sản lượng bưu chính tăng 21,5% svck, thấp hơn mức dự báo tăng trưởng TMDT là 25,5% svck để phản ánh mức độ sụt giảm thị phần trong 6T2025 của VTP Giá dịch vụ kỳ vọng sẽ duy trì đà giảm khi áp lực cạnh tranh trong ngắn hạn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, nhưng sẽ cải thiện và phục hồi trong 2026-27 khi áp lực cạnh tranh hạ nhiệt và tiến độ cơ cấu thị trường TMDT có những tác động tích cực tới thị phần của VTP.
Giá dịch vụ trung bình (VND)	31.713	30.392	-4,2%	30.392	0,0%	31.303	3,0%	
Doanh thu Bao gồm	20.735	22.099	6,6%	23.903	8,2%	26.418	10,5%	
- Hoạt động bán hàng	7.915	6.522	-17,6%	5.766	-11,6%	5.098	-11,6%	Chúng tôi đánh giá VTP sẽ tiếp tục thu hẹp hoạt động kinh doanh thương mại của mình để tập trung phát triển hoạt động cốt lõi, phù hợp với định hướng lâu dài của doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng của hoạt động dịch vụ sẽ được thúc đẩy nhờ tăng trưởng thị trường TMDT trong giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi ước tính đóng góp của hoạt động logistic tại cửa khẩu trong 2025 sẽ chưa nhiều do các dự án hạ tầng logistic trọng điểm còn nhiều hạn chế. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá đóng góp của mảng logistic tại cửa khẩu sẽ cải thiện mạnh mẽ khi VTP hoàn thiện giấy phép cần thiết cho Công viên Logistic Lạng Sơn.
- Hoạt động dịch vụ	12.820	15.577	21,5%	18.137	16,4%	21.319	17,5%	
(1) Bưu chính	10.060	11.714	16,4%	13.646	16,5%	16.375	20,0%	
(2) Logistic cửa khẩu	2.760	3.864	40,0%	4.491	16,2%	4.944	10,1%	
LN gộp	1.005	1.253	24,6%	1.498	19,6%	1.857	23,9%	
- Hoạt động bán hàng	21	28	31,0%	12	-58,9%	10	-11,6%	
- Hoạt động dịch vụ	984	1.225	24,4%	1.487	21,4%	1.846	24,2%	
Biên LN gộp	4,8%	5,7%	0,8%	6,3%	0,6%	7,0%	0,8%	
- Hoạt động bán hàng	0,3%	0,4%	0,2%	0,2%	-0,2%	0,2%	0,0%	
- Hoạt động dịch vụ	7,7%	7,9%	0,2%	8,2%	0,3%	8,3%	0,1%	Chúng tôi đánh giá biên LNG của VTP sẽ tiếp tục cải thiện khi áp lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp vận chuyển giảm bớt và VTP thành công gia tăng thị phần khi các doanh nghiệp không còn cạnh tranh về giá mà chuyển sang khác biệt về công nghệ và chất lượng dịch vụ, hỗ trợ biên LNG mảng chuyển phát. Ngoài ra chúng tôi kỳ vọng đóng góp từ mảng logisitc tại cửa khẩu sẽ gia tăng trong năm 2026 và chi phí nhiên liệu giữ ở mức thấp, qua đó góp phần cải thiện biên LNG của doanh nghiệp.
Chi phí BH & QLDN	558	715	28,1%	823	15,0%	910	10,6%	
% Chi phí BH & QLDN	4,4%	4,6%	0,2%	4,5%	-0,1%	4,3%	-0,3%	Chúng tôi đánh giá tỷ trọng SG&A/DTT sẽ tiếp tục gia tăng trong 2025 khi VTP tiếp tục đẩy mạnh đầu tư nhân lực công nghệ, phù hợp với chiến lược phát triển công nghệ tích hợp vào hệ thống logistic để nâng cao năng lực cạnh tranh trong 2025, trước khi hạ nhiệt từ 2026 khi tác động từ việc ứng dụng công nghệ vào hoạt động kinh doanh giúp tối ưu chi phí về nhân công, quản lý doanh nghiệp.
Doanh thu tài chính	90	77	-13,9%	104	33,9%	114	10,5%	
Chi phí tài chính	59	66	11,7%	116	77,5%	110	-5,5%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	58	65	11,7%	115	77,5%	108	-5,5%	
LN trước thuế	479	550	14,8%	663	20,7%	952	43,6%	
LN sau thuế	379	435	14,8%	524	20,7%	753	43,6%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-		-		-		
Lợi nhuận công ty mẹ	379	435	14,8%	524	20,7%	753	43,6%	Tổng kết lại, LN ròng của VTP sẽ duy trì đà tăng 14,8%/20,7%/43,6% svck trong 2025-27 nhờ đà tăng của quy mô thị trường TMDT kết hợp với biên LNG cải thiện do gia tăng đóng góp từ mảng dịch vụ khi các dự án trọng điểm đi vào hoạt động và gia tăng công suất.
EPS (VNĐ/cp)	3.109	3.569	14,8%	4.307	20,7%	6.183	43,6%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	20.735	22.099	23.903	26.418
Giá vốn hàng bán	19.729	20.846	22.405	24.561
Lợi nhuận gộp	1.005	1.253	1.498	1.857
Chi phí BH&QLDN	558	715	823	910
LN từ HĐKD	478	549	663	952
EBITDA thuần	611	765	1.013	1.398
LN trước thuế & lãi vay	478	549	663	952
Thu nhập lãi	90	77	104	114
Chi phí tài chính	59	66	116	110
Thu nhập ròng khác	1	1	1	1
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-
LN trước thuế	479	550	663	952
Thuế TNDN	100	115	139	199
Lợi nhuận sau thuế	379	435	524	753
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LN ròng về công ty mẹ	379	435	524	753
Chi trả cổ tức	180	70	249	-
Lợi nhuận giữ lại	199	365	275	753

Bảng cân đối kế toán	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	390	430	501	413
Đầu tư ngắn hạn	1.430	1.667	1.803	1.993
Phải thu khách hàng	2.157	2.054	2.501	2.533
Hàng tồn kho	279	402	293	428
Tổng tài sản ngắn hạn	4.728	5.020	5.605	5.926
Tài sản cố định	745	1.066	1.909	2.327
XDCB dở dang	75	249	249	249
BĐS đầu tư	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	439	433	468	518
Đầu tư vào Cty LD, LK	-	-	-	-
Phải thu dài hạn	346	369	399	441
Tổng tài sản dài hạn	439	433	468	518
Tổng tài sản	6.364	7.170	8.666	9.499
Vay & nợ ngắn hạn	1.376	1.740	1.845	1.977
Phải trả người bán	661	413	749	535
Phải trả ngắn hạn khác	2.640	2.654	2.871	3.173
Tổng nợ ngắn hạn	4.676	4.807	5.465	5.685
Vay & nợ dài hạn	73	307	830	624
Các khoản phải trả khác	26	28	30	34
Tổng nợ dài hạn	99	404	962	814
Tổng nợ	4.775	5.212	6.427	6.499
Vốn điều lệ	1.218	1.889	2.164	2.917
Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	306	671	946	1.699
Các quỹ thuộc VCSH	44	69	75	83
Vốn chủ sở hữu	1.588	1.958	2.239	3.000
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng nợ và VCSH	6.364	7.170	8.666	9.499

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025F	2026F	2027F
LN trước thuế	479	550	663	952
Khấu hao	133	216	350	447
CP lãi vay đã trả	58	19	49	54
Các khoản điều chỉnh khác	(83)	238	138	191
Thay đổi VLĐ	(722)	(396)	(230)	(686)
LCTT từ HĐKD	(136)	627	970	958
Đầu tư TSCĐ	(374)	(739)	(1.142)	(827)
Thu từ TL TSCĐ và mua công cụ nợ	-	-	-	-
LCTT từ đầu tư	68	(681)	(1.059)	(732)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(263)	170	408	(314)
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(180)	(70)	(249)	-
LCTT từ hoạt động TC	(443)	100	159	(314)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	895	385	430	501
LC tiền thuần trong năm	(511)	45	71	(88)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	385	430	501	413

Các chỉ số cơ bản	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng doanh thu thuần	5,9%	6,6%	8,2%	10,5%
Tăng trưởng EBITDA	5,7%	25,2%	32,3%	38,1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-3,6%	14,8%	20,7%	43,6%
Tăng trưởng LN trước thuế	-2,7%	14,8%	20,7%	43,6%
Tăng trưởng LN ròng	-3,4%	14,8%	20,7%	43,6%
Tăng trưởng EPS	51,0%	-3,4%	14,8%	20,7%
Biên LN gộp	0,3%	0,8%	0,6%	0,8%
Biên EBITDA	2,9%	3,5%	4,2%	5,3%
Biên LN ròng	1,8%	2,0%	2,2%	2,9%
ROAE	23,9%	24,5%	25,0%	28,7%
ROAA	5,9%	6,4%	6,6%	8,3%
Vòng quay tài sản	3,2	3,3	3,0	2,9
Cổ tức chi trả/LN ròng	0,5	0,2	0,5	-
Tổng nợ vay/VCSH	0,9	1,0	1,2	0,9
Nợ vay ròng/VCSH	0,7	0,8	1,0	0,7
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	0,2	0,2	0,3	0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	10,6	11,9	8,8	12,9
Số ngày phải thu	38,8	34,8	34,8	34,8
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	6,3	6,0	5,7	5,4
Số ngày phải trả tiền bán	34,4	41,2	41,2	41,2
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,0	1,0	1,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,0	1,0	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,5	0,5

Định giá	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (đồng/cp)	3.109	3.569	4.307	6.183
BVPS (đồng/cp)	13.043	16.077	18.383	24.631
P/E (lần)	31	27	22	16
P/B (lần)	61	49	43	32

Nguồn: VTP, MBS dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Phạm Thị Thanh Hương

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

Bất động sản – KCN - VLXD

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly