

Báo cáo cổ phiếu: FPT

Tăng trưởng kép, tách FPT Telecom và vùng mua theo P/E

CTCP FPT (HOSE: FPT) · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 và BCTC FPT Telecom (kho AAS), KQKD theo khối lũy kế 8T/2026 do FPT công bố, giá điều chỉnh đến 25/09/2026 · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ 25/09/2026

64,7nghìn đ · **-45%** từ
đỉnh 01/2025

P/E TRƯỢT

12,2x2026E 11,6x ·
2027E 10,1x

P/B

3,06x

ROE ~27%

LN MẸ Q3/2026F

2.677 tỷ

+10,0% YoY

LN MẸ Q4/2026F

2.821 tỷ

+12,4% YoY

LN MẸ 2026F

10.553 tỷ

+12,6% YoY

KẾT LUẬN

Từ Q1/2026 FPT không còn hợp nhất FPT Telecom, vì phần vốn nhà nước tại FPT Telecom đã chuyển về Bộ Công an. Vì vậy doanh thu và tổng tài sản giảm mạnh, nhưng LN cổ đông mẹ không đổi. Trong khối "Giáo dục, Đầu tư và Khác", 36% LNTT là phần lãi từ FPT Telecom. **Động lực tăng trưởng thực sự vẫn là khối Công nghệ: LNTT 8 tháng +17%, đơn hàng ký mới ở nước ngoài +28%. Doanh thu giáo dục thì đang giảm.**

Chúng tôi dự báo LN mẹ quý 3/2026 đạt **2.677 tỷ (+10,0%)**. Đây là số nowcast: 2 tháng đầu quý đã có số thực tế. Quý 4/2026 dự báo **2.821 tỷ (+12,4%)**. Cả năm 2026 đạt **10.553 tỷ (+12,6%)**, tương đương LNTT 11.909 tỷ, bằng 102% kế hoạch.

Ở giá 64,7 nghìn đ, P/E trượt là 12,2x. Mức này bằng trung vị 15 năm, nhưng thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 3 năm gần nhất. Nếu tách phần FPT Telecom theo giá thị trường, phần còn lại (Công nghệ + Giáo dục) chỉ được định giá 12,1x LN. **Đề xuất: tích lũy theo bậc thang P/E. Nâng tỷ trọng lên 60% ngay, 80% khi giá ≤ 63,6 và 100% khi giá ≤ 58,3. Giảm tỷ trọng khi P/E ≥ 20x (khoảng 106,0). Không dùng z-score P/E 3 năm để bắt đáy.**

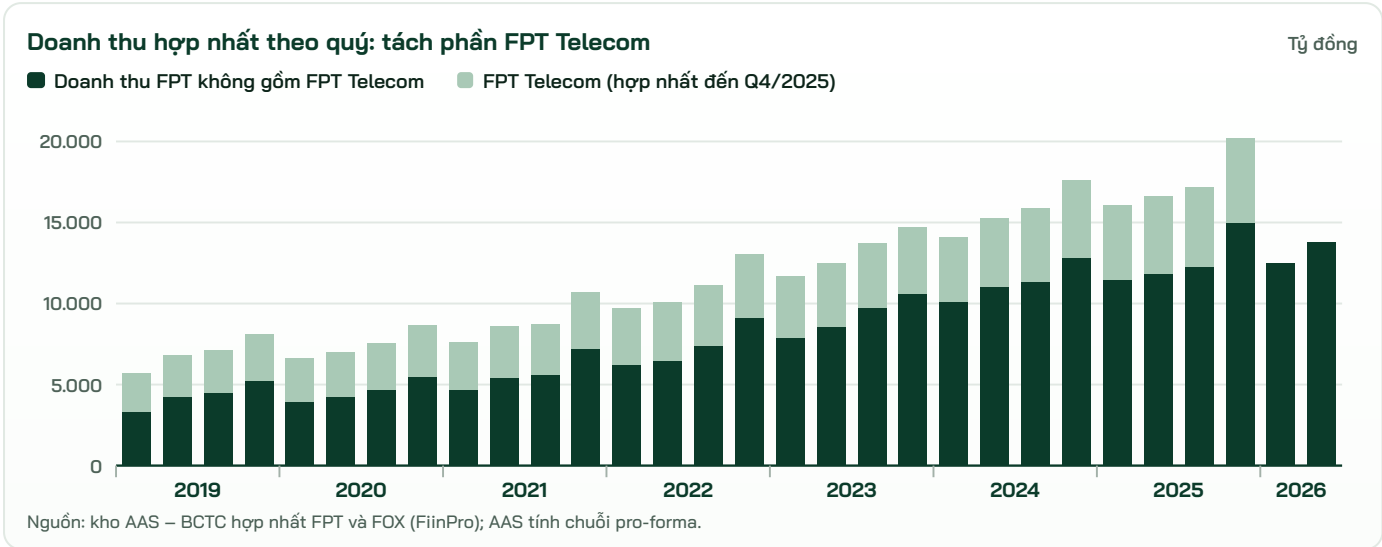
1 Khung phân tích FPT

Câu hỏi	Cách làm với FPT	Chuẩn tham chiếu
Kiểm tra đầu tiên	Chất lượng tăng trưởng: đơn hàng mới, Rule of 40, chuyển đổi tiền mặt, DSO	Sell-side IT services (Infosys, TCS, EPAM, Globant)
Tách cấu trúc	Tách theo khối: CNTT nước ngoài, CNTT trong nước, Giáo dục, phần FPT Telecom	Sum-of-the-parts (SOTP)
Dự báo ngắn hạn	Nowcast từ số lũy kế tháng + động lực theo khối, kiểm định bằng backtest thống kê	Nowcasting / consensus bridge
Định giá	P/E so với tăng trưởng (PEG), lợi suất LN so với lãi suất, P/E theo chế độ, SOTP	Relative + SOTP, "stub" valuation
Mua bán	Giữ phần lõi (cổ phiếu tăng trưởng kép), điều chỉnh tỷ trọng theo P/E, không bắt đáy bằng z-score	Backtest walk-forward

Với công ty dịch vụ CNTT tăng trưởng kép như FPT, câu hỏi đầu tiên là *tăng trưởng có bền và có chuyển thành tiền không*. Vì vậy mô hình bắt đầu từ đơn hàng mới và chất lượng lợi nhuận, rồi đến dự báo theo khối, và cuối cùng là định giá P/E theo từng chế độ tăng trưởng.

2

Ngừng hợp nhất FPT Telecom: con số nào đổi, con số nào không



- ◆ **Thay đổi:** doanh thu quý giảm khoảng 5 nghìn tỷ, TSCĐ giảm từ 17,3 xuống 11,6 nghìn tỷ, lợi ích CĐ không kiểm soát giảm từ 7,3 xuống 1,2 nghìn tỷ, còn đầu tư liên kết tăng từ 3,6 lên 9,4 nghìn tỷ.
- ◆ **Không đổi:** LN cổ đông mẹ và vốn chủ của cổ đông mẹ. Quý 1/2026 vốn chủ mẹ chỉ tăng đúng bằng LN trong kỳ, không có lãi đánh giá lại. Vì vậy chuỗi P/E và P/B lịch sử vẫn liên tục.
- ◆ Chuỗi pro-forma của AAS (trừ số liệu FOX, cộng 45,66% LN FOX) khớp với số "cùng cơ sở" FPT công bố: doanh thu Q1/2026 +8,7% (FPT công bố +9%), LNTT +16,5% (FPT công bố +16%).

LNTT khối "Giáo dục, Đầu tư và Khác" 6T/2026	Tỷ đồng	Tỷ trọng
Phần LN FPT Telecom (45,66% × LN FOX)	857	36%
LN các công ty liên kết khác	566	24%
Còn lại: giáo dục + thu nhập tài chính ròng + khác	977	41%
Tổng khối (FPT công bố)	2.400	100%

Doanh thu giáo dục 6T/2026 giảm 2,1%, 8T giảm 2,8%. Khối này tăng LNTT 19,8% chủ yếu nhờ phần lãi FPT Telecom (LN FOX 6T +14%) và các công ty liên kết khác. Số liên kết khác là ước tính của AAS, bằng lãi liên kết trừ đi 45,66% LN FOX.

3

Chất lượng tăng trưởng (không gồm FPT Telecom)

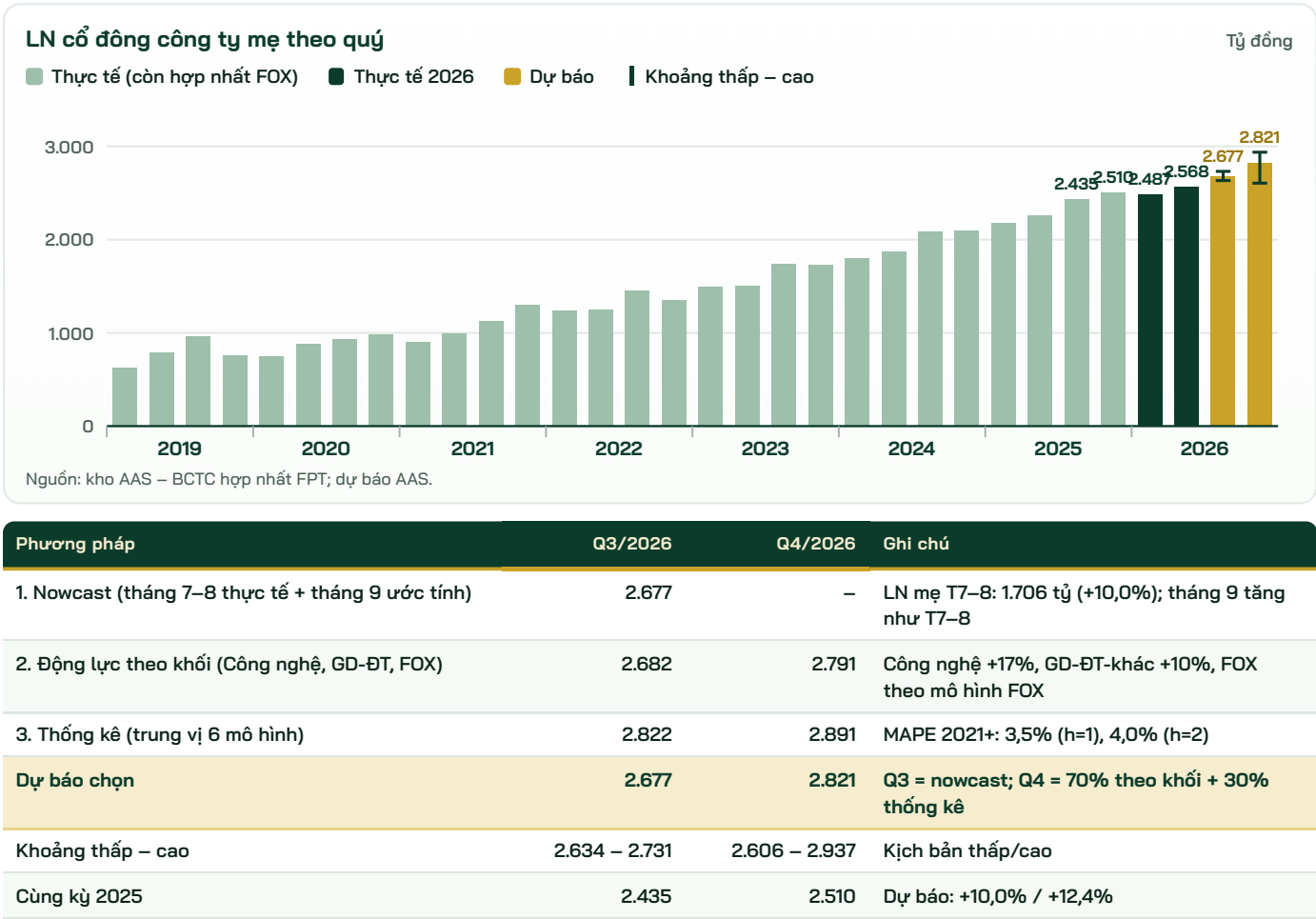
Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TTM Q2/26
Tăng trưởng DT (không gồm FOX)	+20%	+6%	+25%	+27%	+26%	+23%	+12%	+13%
Tăng trưởng LN mẹ	+20%	+13%	+22%	+22%	+22%	+21%	+19%	+16%
Biên LN lõi (không gồm FOX)	13,7%	14,4%	14,0%	14,4%	15,6%	15,9%	14,0%	14,8%
Rule of 40 (tăng trưởng + biên)	34	20	39	42	41	39	26	28
CFO / LNST	1,00	1,43	1,09	0,78	1,22	1,24	0,90	–
Capex / doanh thu	11,7%	10,1%	8,2%	7,3%	7,6%	5,2%	7,3%	–
Chi phí nhân công / DT	37%	42%	42%	43%	43%	42%	44%	–
DSO (ngày phải thu KH)	77	68	64	66	63	61	66	74*
ROE	24%	24%	26%	27%	28%	29%	28%	27%

Rule of 40 = tăng trưởng doanh thu + biên LN lõi (%). Doanh thu từ 2018 không còn FPT Retail và Synnex. *DSO TTM được tính trên doanh thu đã tách FOX, nên cao hơn các năm trước một phần vì cách tính.

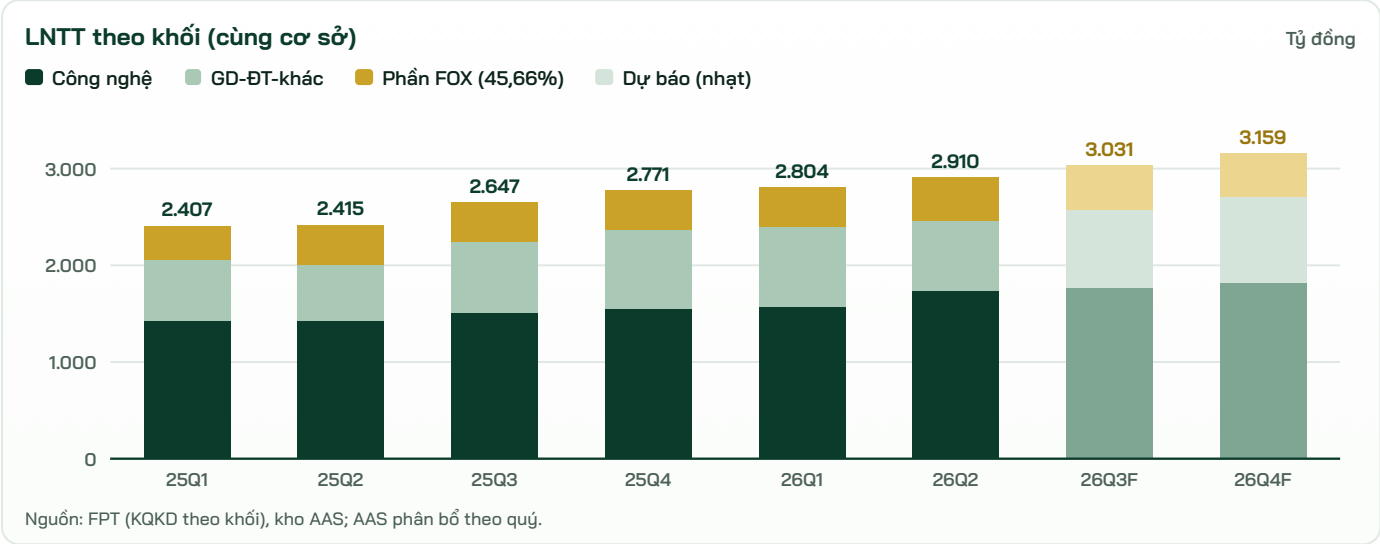
- ◆ **Tăng trưởng chậm lại là lý do chính khiến P/E giảm:** doanh thu cùng cơ sở tăng 23–28%/năm giai đoạn 2021–2024, nay chỉ còn 12–13%. Rule of 40 giảm từ khoảng 40 xuống 26–28. Thị trường đã chuyển từ định giá FPT như cổ phiếu tăng trưởng cao (P/E 20–29x) sang định giá như cổ phiếu tăng trưởng vừa.
- ◆ **Chỉ báo dẫn dắt đang tốt lên:** đơn hàng ký mới ở nước ngoài 8T/2026 đạt 33.285 tỷ (+28,2%), gấp 1,30 lần doanh thu CNTT nước ngoài cùng kỳ (năm 2025 là 1,15 lần). Doanh thu Nhật Bản +20,8% (+27% tính theo yên), AI/dữ liệu +60%, và hai cụm AI Factory đã có lãi từ Q2/2026. Đơn hàng thường được ghi nhận thành doanh thu sau 6–18 tháng, nên năm 2027 có cơ sở tăng tốc trở lại.
- ◆ **Các điểm cần theo dõi:** CFO/LNST năm 2025 giảm xuống 0,90, capex tăng (AI Factory), chi phí nhân công/doanh thu lên 44%, DSO tăng. ROE vẫn ổn định quanh 27–28%. LN mẹ tăng chậm hơn LNTT khoảng 4 điểm % (6T/2026: +14,1% so với +18,1%), do thuế suất thực tế tăng.

4

Dự báo LN cổ đông mẹ quý 3 và quý 4/2026



Q3: LN mẹ tháng 7–8 là 1.706 tỷ (+10,0%); LNTT tháng 7–8 là 1.934 tỷ (+14,7%), trong đó khối Công nghệ +17,7%. Tháng 9 chiếm khoảng 36% LN của quý, vì lãi liên kết và các bút toán cuối quý dồn vào tháng này. Mô hình thống kê cho Q3 cao hơn (2.822 tỷ) vì chỉ thấy đà +14% của 6 tháng đầu năm, không thấy tăng trưởng LN mẹ đã chậm lại còn +10% trong tháng 7–8.



Kiểm định: backtest thống kê trên LN mẹ

Mô hình (backtest 2021Q1–2026Q2, 22 điểm)	MAPE h=1	MAPE h=2	Độ lệch h=1	Q3/26F	Q4/26F
Giữ nguyên quý gần nhất	6,1%	8,8%	−4,1%	2.568	2.568
Mùa vụ × tăng trưởng TTM	4,2%	5,3%	+0,0%	2.826	2.913
Mùa vụ × YoY 2 quý	4,7%	5,2%	+0,6%	2.777	2.863
ETS (Holt-Winters, log)	4,1%	4,5%	−1,7%	2.887	2.931
SARIMA(1,1,0)(0,1,1)4	5,0%	5,1%	+0,0%	2.818	2.869
Hồi quy log 4 năm + mùa vụ	4,2%	4,0%	−0,9%	2.985	2.950
Trung vị các mô hình	3,5%	4,0%	−0,9%	2.822	2.891

Dự báo lặp lại từ mỗi quý gốc 2020Q4–2026Q1, mỗi lần chỉ dùng dữ liệu có đến thời điểm đó. LN mẹ của FPT rất ổn định, nên sai số của các mô hình thống kê chỉ khoảng 4%. Chúng tôi dùng trung vị các mô hình làm đối chiếu và lấy sai số này làm cơ sở cho khoảng dự báo.

5 Định giá: P/E theo chế độ tăng trưởng và SOTP



P/E trượt	Số phiên	LN 120 phiên sau (trung vị)	LN 250 phiên sau (trung vị)	Tỷ lệ dương 250 phiên
0–10x	886	+14,3%	+32,9%	78%
10–12x	1.102	+10,7%	+20,3%	91%

P/E trượt	Số phiên	LN 120 phiên sau (trung vị)	LN 250 phiên sau (trung vị)	Tỷ lệ dương 250 phiên
12–14x	725	+4,5%	+7,9%	59%
14–16x	257	+5,9%	–8,4%	42%
16–18x	263	+20,0%	+48,4%	92%
18–20x	185	–1,5%	+37,9%	65%
20–25x	540	+6,5%	+5,7%	56%
25–40x	213	–9,0%	–13,7%	11%

Từ 2009 đến nay, lần nào P/E ≤ 12x thì 250 phiên sau giá tăng 20–33% (trung vị), tỷ lệ dương 78–91%. Khi P/E ≥ 25x thì lợi nhuận trung vị là –14% và chỉ 11% số lần có lãi.

SOTP theo LN 2027E (tỷ đồng)	Thấp	Cơ sở	Cao
Khối Công nghệ: LN 2027E 6.898 × P/E	82.778 (12x)	110.371 (16x)	137.964 (20x)
GD-ĐT-khác (không gồm FOX): LN 3.044 × P/E	24.353 (8x)	30.442 (10x)	36.530 (12x)
45,66% FPT Telecom theo giá thị trường (62,8k)	21.184	21.184	21.184
Giá trị vốn chủ	128.316	161.997	195.678
Giá trị / cổ phiếu (nghìn đ, 1.885,8 triệu cp)	68,0	85,9	103,8

Vốn hóa hiện tại là 122.011 tỷ. Trừ đi 45,66% FPT Telecom theo giá thị trường (21.184 tỷ) thì phần còn lại (100.828 tỷ) chỉ bằng 12,1x LN không gồm FOX, tức gần bằng P/E của chính FOX, dù khối Công nghệ tăng trưởng gấp đôi. Mức P/E 12–20x cho khối Công nghệ là giả định của AAS, cần đối chiếu thêm với P/E của các công ty dịch vụ CNTT toàn cầu.



Hiện tại chênh lệch là +1,3%: lợi suất LN 8,2% so với lãi suất tiết kiệm 6,85%. Theo lịch sử, vùng mua mạnh là khi chênh lệch từ +2% trở lên (250 phiên sau dương 97–100% số lần). Với lãi suất hiện tại, mức này tương ứng P/E khoảng 11,3x, hay giá ≤ 59,9 theo EPS TTM hiện tại. Vì lãi suất tiết kiệm đang cao hơn giai đoạn 2020–2024, cùng mức P/E 12x bây giờ kém hấp dẫn hơn trước.

6

Mua bán FPT: kết quả backtest

Quy tắc (tín hiệu đóng cửa, phí 0,4% khứ hồi)	CAGR 2011–26	Sụt tối đa	Số lệnh	Thời gian giữ	Tỷ lệ thắng	CAGR 2011–18	CAGR 2019–26
Mua và giữ (giá điều chỉnh)	+18,3%	–52%	1	100%	–	+12,6%	+24,8%
P/E ≤ 12 mua, ≥ 20 bán	+14,5%	–37%	2	67%	100%	+12,8%	+16,9%
P/E ≤ 12 mua, ≥ 17 bán	+13,1%	–37%	2	65%	100%	+12,8%	+13,8%
P/E ≤ 14 mua, ≥ 22 bán	+13,8%	–37%	2	70%	50%	+12,8%	+15,3%
Z P/E 3 năm ≤ –1 mua, ≥ +1 bán	+6,1%	–41%	5	42%	80%	+3,6%	+9,3%
Z P/B 3 năm ≤ –1 mua, ≥ +1 bán	+10,1%	–41%	5	48%	80%	+14,5%	+6,2%

Quy tắc (tín hiệu đóng cửa, phí 0,4% khứ hồi)	CAGR 2011–26	Sụt tối đa	Số lệnh	Thời gian giữ	Tỷ lệ thắng	CAGR 2011–18	CAGR 2019–26
LS LN – LS TK ≥ 2% mua, ≤ 0 bán	+15,9%	–34%	5	51%	100%	+20,3%	+12,1%
PEG ≤ 0,8 mua, ≥ 1,5 bán	+5,3%	–52%	6	66%	67%	–1,5%	+13,2%
P/E ≤ 14 + giá > MA200 mua; P/E ≥ 22 hoặc < MA200 bán	+12,0%	–27%	35	46%	23%	+11,4%	+12,7%
P/E ≤ 16 + giá > MA200 mua; P/E ≥ 22 bán	+15,2%	–37%	1	62%	100%	+14,2%	+15,7%
Chỉ xu hướng: giá > MA200 mua, < MA200 bán	+16,8%	–29%	48	67%	23%	+11,4%	+22,6%
Bậc thang P/E (tỷ trọng 20–100%)	+16,0%	–37%	–	76%	–	+13,2%	+19,6%
Bậc thang P/E + chênh lệch lãi suất (20–100%)	+15,3%	–36%	–	75%	–	+12,2%	+19,0%

Tín hiệu lấy theo giá đóng cửa. Lợi nhuận tính trên giá điều chỉnh (đã gồm cổ tức), phí 0,4% khứ hồi, khi không nắm giữ thì không tính lãi tiền gửi. Z-score dùng cửa sổ trượt 3 năm, không nhìn trước dữ liệu.

- ♦ Không quy tắc nào thắng được chiến lược mua và giữ (+18,3%/năm). FPT là cổ phiếu tăng trưởng kép: bán sớm theo P/E làm mất phần tăng giá khi P/E mở rộng, như giai đoạn 2021–2024. Ưu điểm của các quy tắc định giá là giảm mức sụt giảm tối đa, từ –52% xuống còn khoảng –34% đến –37%.
- ♦ Quy tắc cân bằng tốt nhất giữa lợi nhuận và rủi ro là bậc thang P/E (giữ 20–100% tùy P/E): CAGR +16,0%, sụt tối đa –37%, tỷ trọng bình quân 76%. Quy tắc chênh lệch lợi suất LN – lãi suất cho CAGR +15,9%, sụt tối đa –34% và thắng cả 5/5 lệnh.
- ♦ Z-score P/E 3 năm là bẫy giá trị: CAGR chỉ +6,1%. Quy tắc này mua từ 10/2025 ở P/E khoảng 17x và hiện đang lỗ 17%, vì trung bình 3 năm vẫn phản ánh giai đoạn định giá tăng trưởng cao. Hiện z-score = –1,70 nhưng P/E chỉ ở mức trung vị dài hạn.
- ♦ Kiểm tra độ bền: nếu tối ưu ngưỡng mua/bán P/E trên dữ liệu 2011–2018, ngưỡng tốt nhất (mua ≤ 9x, bán ≥ 16x) chỉ đạt 10,9%/năm giai đoạn 2019–2026, so với 24,8% nếu mua và giữ. Vì vậy không nên chọn ngưỡng quá chặt.

KHUYẾN NGHỊ

Tích lũy theo bậc thang P/E

TỶ TRỌNG NGAY
60%

NÂNG LÊN 80%
≤ 63,6

NÂNG LÊN 100%
≤ 58,3

GIẢM CÒN 50% / 20%
≥ 106,0 / ≥ 132,6

P/E	Tỷ trọng	Giá hiện tại (EPS 5.302)	Sau Q3F (EPS 5.431)
≤ 11x	100%	≤ 58,3	≤ 59,7
11 – 12x	≥ 80%	58,3 – 63,6	59,7 – 65,2
12 – 14x	≥ 60%	63,6 – 74,2	65,2 – 76,0
14 – 20x	giữ nguyên	74,2 – 106,0	76,0 – 108,6
≥ 20x	≤ 50%	≥ 106,0	≥ 108,6
≥ 25x	20%	≥ 132,6	≥ 135,8

- ♦ Xu hướng: giá dưới MA200 (72,1). Người giao dịch ngắn hạn có thể chờ giá vượt MA200 mới mua phần còn lại. Tuy vậy, khi P/E ≤ 12x thì dù giá dưới MA200, 250 phiên sau vẫn lãi +32%, tỷ lệ dương 85%.
- ♦ Sau KQ Q3 (khoảng 20/10/2026, EPS TTM khoảng 5.431 đ): các mốc giá tăng khoảng 2,4%. Nếu LN mẹ Q3 lệch quá ±3% so với 2.677 tỷ thì cần xem lại giả định cho tháng 9.
- ♦ Xem lại khuyến nghị nếu LNTT khối Công nghệ tăng dưới 10% trong 2 quý liên tiếp, hoặc đơn hàng ký mới ở nước ngoài tăng trưởng âm.

Biến động năm 31%, beta so với VN-Index 0,98, GTGD trung vị 1 năm 559 tỷ/phiên, giá đang thấp hơn –45% so với đỉnh 01/2025. Dữ liệu đến 25/09/2026.