

Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ96,000
Tiềm năng tăng/giảm: 16.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/8/2026)	82,700
Mã Bloomberg	VGI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	65,000-138,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	86,020
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	251,723
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,627
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,044
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0.01
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	(0.00%)
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Viettel (99.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.12)	(8.82)	3.37
So với chỉ số	3.56	0.50	(1.20)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,802	3,441	10.5
2027F	4,383	3,848	13.9
2028F	5,082	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VGI là cánh tay nối dài của Viettel, nhà mạng lớn nhất Việt Nam tại thị trường quốc tế, với vị trí số 1 tại 7 trên 8 thị trường đang vận hành, cùng kế hoạch tiếp tục mở rộng thị trường.

Bắt đầu hái "quả ngọt"; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với VGI, với giá mục tiêu 96.000 đồng/cp, tương ứng với tiềm năng tăng giá 16%. Là cánh tay nối dài của Tập đoàn Viettel tại thị trường quốc tế, VGI hiện diện và hoạt động hiệu quả tại tám quốc gia, trong đó xác lập vững chắc vị thế dẫn đầu tại bảy thị trường.
- Nhờ dư địa tăng trưởng của thị trường còn lớn khi tỷ lệ thâm nhập viễn thông vẫn ở mức thấp, nỗ lực mở rộng độ phủ cùng xu hướng chuyển dịch mạnh từ thoại/SMS sang dịch vụ dữ liệu sẽ thiết lập bộ phận tăng trưởng vững chắc cho VGI. Dự báo cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi cho thấy cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đều tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 19%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, VGI đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 9,6 lần. HSC cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn, dựa trên triển vọng khởi sắc của các yếu tố nền tảng cũng như sự cải thiện của thanh khoản.

Thông lĩnh 7/8 thị trường với lợi nhuận cốt lõi vững chắc

Chiến lược của VGI là thâm nhập vào các thị trường viễn thông kém phát triển tại Đông Nam Á, Châu Phi và Mỹ Latinh, những khu vực có hạ tầng viễn thông còn sơ khai và tỷ lệ thâm nhập di động còn nhiều dư địa mở rộng. Nhờ chiến lược thâm nhập thị trường mở rộng kết hợp cơ cấu giá cước cạnh tranh, VGI đã đẩy nhanh tốc độ phát triển thuê bao và nhanh chóng xác lập vị thế dẫn đầu tại các thị trường này. Công ty hiện đang nắm giữ vị thế dẫn đầu tại bảy trên tám thị trường đang hoạt động.

Khác với bức tranh bão hòa của ngành viễn thông thế giới, các thị trường của VGI có mức độ phát triển chậm hơn, tạo lợi thế giúp công ty tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng cao trong chu kỳ mở rộng. Trong giai đoạn 2020-2025, doanh thu và lợi nhuận thuần của công ty đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm lần lượt ở mức 18% (so với mức 4% của các công ty cùng ngành trên toàn cầu) và 75%. Nếu loại trừ lãi/lỗ tỷ giá và trích lập dự phòng các khoản phải thu quá hạn, LNTT từ HĐKD cốt lõi cũng tăng mạnh với tốc độ CAGR 5 năm đạt 28%.

Triển vọng tăng trưởng vững chắc và ít biến động

HSC kỳ vọng VGI sẽ tiếp tục hưởng lợi từ việc nâng cao tỷ lệ thâm nhập viễn thông và tốc độ phổ cập data tại các thị trường chủ lực. Dự báo cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi cho thấy cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần – cao hơn ở mức vừa phải so với mức kỳ vọng thấp của thị trường – đều tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 19%. Chúng tôi cho rằng rủi ro tỷ giá đã được kiểm soát hiệu quả nhờ quy mô dự nợ vay bằng USD của VGI ngày càng giảm. Song song đó, rủi ro chính trị cũng được giảm thiểu đáng kể nhờ vị thế dẫn đầu thị trường của VGI và tính chất thiết yếu của dịch vụ viễn thông trước mọi biến động chính trị.

Đáng chú ý, VGI đang lên kế hoạch thâm nhập thêm ít nhất hai thị trường mới vào năm 2030 (trong đó Dominica nhiều khả năng là điểm đến đầu tiên, sớm nhất có thể vào cuối năm nay). Tuy nhiên, chúng tôi chưa phản ánh kế hoạch này vào mô hình định giá do công ty vẫn đang trong quá trình chờ cấp phép viễn thông chính thức.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, VGI đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 9,6 lần. HSC cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn, dựa trên kỳ vọng tỷ lệ free-float và room ngoại sẽ cải thiện trong trung hạn. Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 96.000 đồng/cp, tương đương với tiềm năng tăng giá 16%. Theo đó, cổ phiếu có EV/EBITDA năm 2026 và 2027 lần lượt là 12,6 lần và 10,6 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,967	16,021	21,298	25,096	29,131
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,626	9,303	11,689	13,475	15,624
EPS ĐC (đồng)	1,848	3,028	3,802	4,383	5,082
DPS (đồng)	750	3,300	3,300	3,500	4,000
BVPS (đồng)	11,772	14,074	14,576	15,658	17,240
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.0	13.3	10.2	8.62	7.34
P/E ĐC (lần)	44.7	27.3	21.8	18.9	16.3
Lợi suất cổ tức (%)	0.91	3.99	3.99	4.23	4.84
P/B (lần)	7.03	5.88	5.67	5.28	4.80
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	804	63.8	25.5	15.3	16.0
ROAE (%)	17.4	24.6	28.0	30.5	32.4

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

Mục lục

Bước đi táo bạo: Chấp nhận rủi ro lấy cơ hội tăng trưởng	3
Thống lĩnh 7 thị trường, tăng trưởng HĐKD cốt lõi vượt trội	3
Khép lại chu kỳ thua lỗ trong quá khứ	3
Triển vọng tăng trưởng vững chắc và ít biến động	4
Bảng CĐKT lành mạnh với dòng tiền dồi dào	5
Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu 96.000 đồng (tiềm năng tăng giá 16%)	5
Tổng quan doanh nghiệp	8
Bối cảnh và các cột mốc phát triển chính	8
Giai đoạn 2015-2025: Khép lại giai đoạn thăng trầm, bước vào chu kỳ tăng trưởng	9
VGI ngày nay: Quy mô và cơ cấu	10
Cơ cấu cổ đông và tỷ lệ sở hữu nước ngoài	12
Các thị trường chủ lực và chiến lược của VGI	15
Chiến lược thâm nhập các thị trường cận biên được thực thi hiệu quả	15
Chiến lược đúng đắn đòi hỏi sự kiên nhẫn và tầm nhìn dài hạn	20
Phân tích tài chính	23
Lợi nhuận: Khép lại chu kỳ lỗ lũy kế	23
Bảng CĐKT và dòng tiền: Nợ vay giảm mạnh và tiền mặt dồi dào	29
Ý kiến kiểm toán ngoại trừ có thể sớm được loại bỏ	31
Dự báo lợi nhuận	32
Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028: Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 19%	32
Bảng CĐKT và dòng tiền	34
Lợi nhuận nửa đầu năm 2026: LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng vọt 68% svck34	
Định giá và khuyến nghị	36
Kết luận và phương pháp định giá	36
Bối cảnh định giá	37
Các rủi ro đầu tư chính	38

Bước đi táo bạo: Chấp nhận rủi ro lấy cơ hội tăng trưởng

Đóng vai trò là cánh tay nối dài ra thị trường toàn cầu của Viettel, VGI đã chứng minh hiệu quả đầu tư quốc tế bằng dấu ấn thị phần ấn tượng, hiện đang giữ vị trí dẫn đầu tại 7 trong số 8 thị trường đang hoạt động. VGI ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu vượt trội so với các công ty cùng ngành, trong khi lợi nhuận phục hồi mạnh nhờ đã hoàn tất trích lập dự phòng cho phần lớn các khoản nợ quá hạn phát sinh từ những dự án đầu tư kém hiệu quả trong quá khứ. Trong dài hạn, VGI có thể hướng tới quỹ đạo tăng trưởng bền vững với biên độ biến động lợi nhuận được thu hẹp đáng kể nhờ rủi ro từ biến động tỷ giá và rủi ro chính trị trở nên dễ kiểm soát hơn.

Thống lĩnh 7 thị trường, tăng trưởng HĐKD cốt lõi vượt trội

Được thành lập năm 2007 bởi Tập đoàn Viettel (tập đoàn viễn thông lớn nhất Việt Nam thuộc Bộ Quốc phòng), VGI ra đời với sứ mệnh mũi nhọn là đầu tư và phát triển các dự án viễn thông ở nước ngoài. Khởi đầu hành trình vươn ra quốc tế từ năm 2009, VGI từng mở rộng mạng lưới đến 9 thị trường trên toàn cầu. Hiện tại, công ty đang hoạt động tại 8 thị trường sau khi chấm dứt toàn bộ hoạt động tại Cameroon (Châu Phi) vì mâu thuẫn lợi ích với đối tác địa phương. Các thị trường đang hoạt động của VGI hiện bao gồm:

- bốn thị trường tại Đông Nam Á (Lào, Campuchia, Timor-Leste và Myanmar);
- ba thị trường tại Châu Phi (Mozambique, Burundi và Tanzania), và
- một thị trường tại châu Mỹ Latinh (Haiti).

Tại mỗi thị trường, VGI thành lập một công ty con hoặc công ty liên kết để quản lý và vận hành HĐKD viễn thông. Công ty mẹ thu xếp các khoản vay nội bộ để tài trợ chi phí vốn cho các công ty con và công ty liên kết, đồng thời trực tiếp cung ứng thiết bị viễn thông phục vụ quá trình phát triển mạng lưới.

Ở hầu hết các thị trường, bằng việc thâm nhập vào các thị trường ở thời kỳ sơ khai của ngành viễn thông, VGI đã tận dụng hiệu quả lợi thế của “người đi trước” kết hợp với năng lực cạnh tranh mạnh mẽ để nhanh chóng vươn lên chiếm lĩnh vị trí dẫn đầu:

- VGI đã thiết lập cơ sở thuê bao đạt hơn 80 triệu người dùng, tương đương 40% tổng dân số tại 8 thị trường đang hoạt động. Lợi thế cạnh tranh của VGI được định hình từ hạ tầng mạng lưới phủ rộng, chính sách giá cước cạnh tranh cùng năng lực bền bỉ thích ứng trước các biến động của thị trường. VGI đã chứng minh được năng lực triển khai phủ sóng mạng lưới với chi phí thấp và trong khoảng thời gian ngắn. Nhờ những lợi thế này, công ty đã giành được vị thế dẫn đầu tại bảy trên tám thị trường đang hoạt động với thị phần dao động từ 39-88%.
- Khác với thị trường viễn thông toàn cầu vốn đã trưởng thành, các thị trường VGI đang hoạt động có mức độ phát triển chậm hơn một nhịp, nhờ đó vẫn duy trì được chu kỳ tăng trưởng tích cực với nhiều dự địa khai thác. Trong giai đoạn 2020-2025, doanh thu và LNTT từ HĐKD cốt lõi của VGI đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm lần lượt ở mức 18% (so với mức 4% của các công ty cùng ngành trên toàn cầu) và 28% (loại trừ lãi/lỗ tỷ giá và các khoản trích lập dự phòng).

Khép lại chu kỳ thua lỗ trong quá khứ

Bức tranh lợi nhuận của VGI trong giai đoạn 2015-2025 trải qua nhiều biến động, chia làm 3 giai đoạn phát triển chính, với sự đan xen một chút giữa hai giai đoạn đầu:

- **Giai đoạn lỗ tỷ giá (2015-2020):** Sau chu kỳ mở rộng mạnh sang các thị trường mới trong giai đoạn 2011-2015, VGI phải gánh các khoản lỗ tỷ giá khá lớn do đồng nội tệ tại các nước Châu Phi mất giá nghiêm trọng, do gánh nặng nợ vay bằng USD ở mức cao. Trong giai đoạn này, các thị trường Châu Phi của VGI đã ghi nhận mức lỗ lũy kế 16,1 nghìn tỷ đồng.
- **Giai đoạn trích lập dự phòng (2019-2023):** VGI ghi nhận các khoản trích lập dự phòng lớn (tổng cộng 13,9 nghìn tỷ đồng) cho các khoản phải thu quá hạn, phần lớn bắt nguồn từ các khoản vay và bán thiết bị cho Nexttel (Cameroon) và Mytel

(Myanmar), trong đó VGI mất quyền kiểm soát tại Nexttel từ tháng 11/2018 dù sở hữu 70% cổ phần do mâu thuẫn với đối tác địa phương Bestiver (nắm giữ 30% cổ phần). Trong khi đó, hoạt động của Mytel bị gián đoạn nghiêm trọng khi nội chiến bùng nổ tại Myanmar vào năm 2021. Mytel liên tục ghi nhận KQKD thua lỗ cho đến năm 2024 trước khi chính thức có lãi trở lại trong năm 2025.

- **Giai đoạn hồi phục (2024-2025):** Lợi nhuận thuần phục hồi mạnh nhờ ba động lực chính: (i) lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng vững chắc; (ii) áp lực trích lập dự phòng giảm bớt sau khi đã trích lập phần lớn nợ xấu quá hạn, đồng thời các khoản phải thu mới phát sinh được kiểm soát chặt chẽ; và (iii) rủi ro tỷ giá được kiểm soát tốt nhờ chủ động thu hẹp dư nợ vay bằng USD. Trong năm 2025, lợi nhuận thuần của VGI đạt 9,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 65% svck) trên doanh thu thuần 44,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%). Tính đến cuối năm 2025, VGI đã trích lập dự phòng cho 91% tổng giá trị các khoản phải thu quá hạn.

Bảng 1: Các công ty con và công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực viễn thông, VGI

VGI hiện sở hữu 6 công ty con và 2 công ty liên kết với vai trò nhà cung cấp dịch vụ viễn thông tại 8 quốc gia

Công ty	Tỷ lệ sở hữu của VGI	Quốc gia	Khu vực	Thời gian bắt đầu HĐ	Hiện trạng/N 2025	2025 earnings status
Công ty con						
Metfone	90%	Campuchia	Đông Nam Á	T2/2009	Hoạt động	Có lãi
Telemor	100%	Timor Leste	Đông Nam Á	T7/2013	Hoạt động	Có lãi
Natcom	60%	Haiti	Mỹ Latinh	T9/2011	Hoạt động	Có lãi
Movitel	70%	Mozambique	Châu Phi	T5/2012	Hoạt động	Có lãi
Lumitel	85%	Burundi	Châu Phi	T5/2015	Hoạt động	Có lãi
Halotel	100%	Tanzania	Châu Phi	T10/2015	Hoạt động	Ghi nhận lỗ
Công ty liên kết						
Unitel	49%	Lào	Đông Nam Á	T10-2009	Hoạt động	Có lãi
Mytel	49%	Myanmar	Đông Nam Á	T6-2018	Hoạt động	Có lãi
Khác						
Nexttel	70%	Cameroon	Châu Phi	T9-2014	Không hoạt động	N/a

Nguồn: VGI

Bảng 2: KQKD giai đoạn 2015-2025, VGI

Lợi nhuận biến động mạnh trong giai đoạn 2015 - 2025, nhưng đã phục hồi mạnh trong 2 năm qua sau khi xử lý xong các khoản lỗ tồn đọng trong quá khứ

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	14,875	15,336	19,023	16,867	17,104	18,962	19,242	23,630	28,212	35,368	44,271
LNTT báo cáo	1,266	(3,037)	27	(150)	12	1,201	880	3,014	3,879	10,667	15,176
Lợi nhuận thuần	892	(2,534)	(331)	(1,059)	(641)	560	(367)	834	623	5,626	9,303
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(598)	(2,714)	(603)	(111)	(3,270)	(3,655)	(1,114)	(3,616)	(5,219)	(2,076)	(1,535)
Lãi/(lỗ) tỷ giá	(598)	(2,710)	(311)	(242)	(713)	(2,330)	250	440	(708)	1,416	178
Chi phí dự phòng	-	(4)	(292)	131	(2,557)	(1,325)	(1,365)	(4,056)	(4,510)	(3,493)	(1,712)
LNTT 'cốt lõi'	1,864	(323)	630	(39)	3,283	4,856	1,995	6,630	9,098	12,743	16,710
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		3.1%	24.0%	-11.3%	1.4%	10.9%	1.5%	22.8%	19.4%	25.4%	25.2%
PBT		-339.9%	N/m	-658.8%	N/m	9855.6%	-26.7%	242.4%	28.7%	175.0%	42.3%
Lợi nhuận thuần		-384.2%	-86.9%	219.5%	-39.5%	N/m	-165.5%	N/m	-25.4%	803.8%	65.3%
LNTT cốt lõi		-117.3%	N/m	-106.2%	N/m	47.9%	-58.9%	232.4%	37.2%	40.1%	31.1%
Tỷ suất lợi nhuận											
Tỷ suất LNTT	8.5%	-19.8%	0.1%	-0.9%	0.1%	6.3%	4.6%	12.8%	13.8%	30.2%	34.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.0%	-16.5%	-1.7%	-6.3%	-3.7%	3.0%	-1.9%	3.5%	2.2%	15.9%	21.0%
Tỷ suất LNTT cốt lõi	12.5%	-2.1%	3.3%	-0.2%	19.2%	25.6%	10.4%	28.1%	32.2%	36.0%	37.7%

Nguồn: VGI

Triển vọng tăng trưởng vững chắc và ít biến động

Do các thị trường của VGI có tốc độ phát triển viễn thông chậm hơn thế giới từ 5 đến 10 năm, HSC kỳ vọng các khu vực này sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ dư địa mở rộng tỷ lệ thâm nhập thuê bao và mức độ ứng dụng dữ liệu. Động lực này đặc

biệt rõ nét tại Châu Phi và Mỹ Latinh, nơi tỷ lệ thâm nhập mạng 4G mới chỉ đạt 40-45%, thấp hơn nhiều so với mức 80% tại Đông Nam Á.

Dự báo cho giai đoạn 2025-2028 của chúng tôi cho thấy cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đều tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 19%. Đáng chú ý, mô hình dự báo của chúng tôi giả định mức lỗ tỷ giá 1,5 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn dự báo, phản ánh quan điểm thận trọng hơn so với mục tiêu lỗ 1 nghìn tỷ đồng mà BLĐ đặt ra cho năm nay. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng phản ánh vào mô hình chi phí trích lập dự phòng 500 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn dự báo. Giả định này phản ánh kỳ vọng VGI sẽ tiếp tục trích lập cho phần nợ quá hạn tồn đọng chưa trích lập từ Mytel (1 nghìn tỷ đồng), đồng thời dự phòng cho khả năng nợ quá hạn từ Nexttel gia tăng theo đà mất giá của VND so với USD. Dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2027 hiện đang cao hơn một chút so với mức kỳ vọng thấp của thị trường.

Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố rủi ro trọng yếu đối với VGI phần lớn sẽ nằm trong tầm kiểm soát. Đáng chú ý:

- Rủi ro tỷ giá hiện đã nằm trong tầm kiểm soát nhờ dư nợ vay bằng USD của VGI ngày càng giảm (xuống còn 150 triệu USD vào cuối năm 2025, so với 700 triệu USD vào cuối năm 2015).
- Song song đó, rủi ro chính trị cũng được giảm thiểu đáng kể nhờ vị thế dẫn đầu thị trường của VGI và tính chất thiết yếu của dịch vụ viễn thông trước mọi biến động chính trị.
- Song song đó, rủi ro nợ phải thu quá hạn – chủ yếu phát sinh trong quá khứ từ các khoản cho vay và bán thiết bị cho Mytel (Myanmar) và Nexttel (Cameroon) – đã được kiểm soát tốt, nhờ VGI đã chấm dứt hoàn toàn hoạt động tại Nexttel trong khi tỷ suất sinh lời của Mytel có sự cải thiện rõ nét. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng các khoản phải thu quá hạn từ Nexttel có thể tăng lên khi đồng USD tăng giá so với VND.

HSC nhận thấy VGI hiện phải đối mặt với hai tầng rủi ro tỷ giá riêng biệt:

- Thứ nhất, các công ty con của VGI có thể phát sinh lãi hoặc lỗ tỷ giá từ các khoản tiền có gốc ngoại tệ khác với đồng tiền chức năng tương ứng của mình, đáng chú ý nhất là các khoản vay bằng USD. Ví dụ, khi đồng nội tệ tại nước sở tại mất giá so với USD, giá trị quy đổi của dư nợ vay USD sẽ tăng lên, dẫn đến lỗ tỷ giá trên báo cáo KQKD của công ty con, từ đó chuyển hóa trực tiếp thành chi phí lỗ tỷ giá trên BCTC hợp nhất của VGI.
- Thứ hai, VGI chịu rủi ro chênh lệch tỷ giá quy đổi khi chuyển đổi BCTC của các công ty con ở nước ngoài – vốn được lập bằng đồng tiền chức năng sở tại – sang VND phục vụ mục đích hợp nhất. Các khoản chênh lệch tỷ giá do chuyển đổi này thông thường được hạch toán và tích lũy tại mục chênh lệch tỷ giá hối đoái trong phần vốn CSH hợp nhất, thay vì ghi nhận trên báo cáo kết quả HĐKD, và chỉ được kết chuyển khi công ty thực hiện thanh lý công ty con ở nước ngoài có liên quan.

Bảng CĐKT lành mạnh với dòng tiền dồi dào

Nhờ dòng tiền từ HĐKD dồi dào, VGI đã dần thanh toán hết các khoản nợ vay và tạo dựng được vị thế tiền mặt thuần vững chắc, đạt 40 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025. Bảng CĐKT của VGI đang chuyển dịch theo hướng tinh gọn tài sản và dồi dào tiền mặt, thể hiện qua tỷ trọng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm đến 55% tổng tài sản (đạt 80,5 nghìn tỷ đồng) tính đến cuối năm 2025. Kết quả này có được chủ yếu nhờ công ty đã khấu hao phần lớn tài sản cố định, do các đợt đầu tư hạ tầng quy mô lớn đều đã được giải ngân từ hơn một thập kỷ trước (ngoại trừ Mytel – khoản đầu tư gần đây nhất được thực hiện vào năm 2018), kết hợp với dòng tiền mặt tích lũy tăng dần theo thời gian.

Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu 96.000 đồng (tiềm năng tăng giá 16%)

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 96.000 đồng/cp, tương đương tiềm năng tăng giá 16%. Theo đó, cổ phiếu có EV/EBITDA năm 2026 và 2027 lần lượt là 12,6 lần và 10,6 lần.

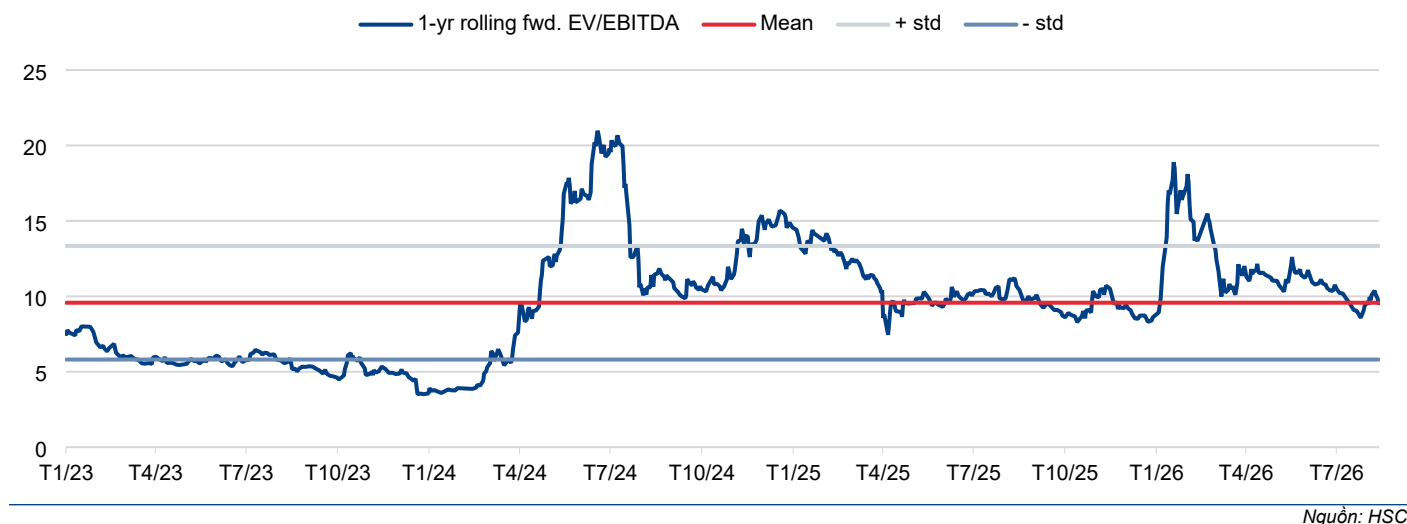
Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua theo nhịp điều chỉnh chung của thị trường, VGI đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 9,6 lần. Mặc dù VGI đang giao dịch với EV/EBITDA cao hơn so với các công ty cùng ngành trong nước và quốc tế – cụ thể EV/EBITDA năm 2026 cao hơn 21% (10,6 lần so với 8,7 lần) và EV/EBITDA năm 2027 cao hơn 12% (8,9 lần so với 7,9 lần) – chúng tôi đánh giá mức chênh lệch này hoàn toàn hợp lý. Mức định giá cao này được đưa ra dựa trên tốc độ tăng trưởng doanh thu vượt trội trong quá khứ (CAGR 3 năm giai đoạn 2022-2025 đạt 19% so với mức bình quân ngành 5,3%), đi kèm với tỷ suất sinh lời áp đảo khi tỷ suất EBITDA và tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2025 đạt lần lượt 37,7% và 21% (cao hơn so với mức bình quân ngành 35,9% và 12,9%).

Cụ thể, nhóm công ty cùng ngành dùng để so sánh với VGI trong mô hình định giá của chúng tôi bao gồm 2 công ty trong nước và 9 công ty nước ngoài. Tại thị trường trong nước, chúng tôi đánh giá CTR (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 85.179 đồng/cp) và FPT Viễn thông (FOX; chưa khuyến nghị; do FPT [Mua vào, giá mục tiêu: 94.200 đồng/cp] sở hữu 45,66% cổ phần) là các công ty niêm yết có độ tương đồng cao nhất, dù mô hình kinh doanh của các đơn vị này không hoàn toàn trùng khớp với VGI. Cụ thể, CTR là doanh nghiệp thuần về phát triển và vận hành hạ tầng viễn thông thay vì là một nhà mạng, trong khi FOX chỉ tập trung cung cấp dịch vụ băng thông rộng cố định và không cung cấp dịch vụ di động. Trong khi đó, nhóm đối sánh quốc tế bao gồm 6 nhà mạng viễn thông phổ biến nhất cùng 3 công ty thuộc nhóm 'tăng trưởng cao'.

So với nhóm công ty có tốc độ tăng trưởng cao trên toàn cầu vốn có mức độ tương đồng nhất, HSC nhận thấy VGI đang giao dịch với EV/EBITDA năm 2026 và 2027 thấp hơn lần lượt 5% và 9%, nhưng vẫn đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn (CAGR 3 năm tính đến năm 2025 đạt 19%, so với mức 15,4% của các công ty cùng ngành) và tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2025 cao hơn (21% so với mức 16,2%), mặc dù biên EBITDA thấp hơn một chút (37,7% so với mức 48,5%).

Biểu đồ 3: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, VGI

VGI đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 9,6 lần



Bảng 4: So sánh định giá các doanh nghiệp cùng ngành, VGI

VGI đang giao dịch với mức chiết khấu so với các doanh nghiệp tăng trưởng cao trên toàn cầu, dù đạt mức tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận thuần cao hơn.

	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	CAGR 5 năm 2020- 2025	CAGR 3 năm 2022- 25	Tỷ suất EBITDA 2025	2025 Tỷ suất LNT	2026 EV/EBITD A	2027 EV/EBITDA	2026 P/E	2027 P/E
DN trong nước											
Viettel Construction JSC	CTR VN	Việt Nam	372	17.0%	13.8%	7.8%	4.3%	8.9	6.8	18.5	16.0
FPT Telecoms JSC	FOX VN	Việt Nam	1,792	11.2%	7.2%	26.9%	17.5%	7.1	6.3	13.0	11.2
TB, DN trong nước				14.1%	10.5%	17.4%	10.9%	8.0	6.6	15.8	13.6
DN cùng ngành quốc tế											
DN lớn											
Telstra Group Ltd	TLS AU	Australia	37,666	-1.2%	-1.0%	37.3%	9.4%	7.9	7.7	22.0	20.7
SoftBank Corp	9434 JP	Nhật Bản	70,876	-0.8%	-5.4%	26.5%	8.0%	9.6	9.1	19.7	18.1
KDDI Corp	9433 JP	Nhật Bản	72,461	-4.5%	-7.6%	29.9%	11.2%	8.2	8.0	14.6	13.7
T-Mobile US Inc	TMUS US	Mỹ	196,708	5.2%	3.5%	41.6%	12.4%	7.6	7.0	16.8	13.2
AT&T Inc	T US	Mỹ	168,432	-6.1%	1.3%	40.6%	17.5%	6.4	6.2	10.5	9.6
Verizon Comms	VZ US	Mỹ	200,343	1.5%	0.3%	38.5%	12.4%	6.8	6.6	9.6	9.2
TB, DN lớn				-1.5%	-2.0%	34.6%	12.3%	8.0	7.6	15.4	13.6
DN tăng trưởng cao											
Bharti Airtel Ltd	BHARTI IN	Ấn Độ	130,435	13.1%	11.7%	49.1%	17.5%	10.3	9.1	31.8	23.8
Bharti Hexacom Ltd	BHARTIHE IN	Ấn Độ	8,465	10.6%	9.4%	53.9%	19.4%	14.9	12.6	34.2	24.9
CELCOMDIGI BHD	CDB MK	Malaysia	8,149	15.6%	25.2%	42.6%	11.7%	8.0	7.8	20.0	17.6
TB, DN tăng trưởng cao				13.1%	15.4%	48.5%	16.2%	11.1	9.8	28.7	22.1
TB, DN quốc tế				4.8%	5.5%	40.6%	14.0%	9.3	8.5	21.1	17.3
TB, tổng thể				5.6%	5.3%	35.9%	12.9%	8.7	7.9	19.2	16.2
VGI	VGI VN	Việt Nam	9,630	15.8%	19.0%	37.7%	21.0%	10.6	8.9	21.8	18.9
Chênh lệch so với tổng thể				182.3%	257.5%	5.2%	63.5%	21.4%	12.2%	13.6%	16.8%
Chênh lệch so với DN trong nước				12.4%	81.4%	117.5%	92.8%	32.1%	35.6%	38.1%	38.9%
Chênh lệch so với DN quốc tế				233.5%	248.4%	50.5%	13.8%	4.2%	3.3%	9.4%	9.4%
Chênh lệch so với DN lớn						8.9%	70.9%	33.0%	17.5%	41.4%	38.5%
Chênh lệch so với tăng trưởng cao				20.8%	23.3%	-22.2%	29.8%	-4.5%	-9.4%	-24.0%	-14.6%

Nguồn: Bloomberg, HSC

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2007 với sứ mệnh đầu tư vào các dự án viễn thông ở nước ngoài, VGI đã có mặt tại khắp khu vực Đông Nam Á, Châu Phi và Mỹ Latinh, đồng thời giành được vị thế dẫn đầu tại bảy trên tám thị trường đang hoạt động. VGI đã thiết lập cơ sở thuê bao đạt hơn 80 triệu người dùng, tương đương 40% tổng dân số tại 8 thị trường đang hoạt động. Tập đoàn Viettel – doanh nghiệp viễn thông lớn nhất Việt Nam – hiện là cổ đông sáng lập và cổ đông chi phối nắm giữ 99% vốn cổ phần tại VGI. Tập đoàn có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu xuống mức 90% (thời gian triển khai cụ thể chưa được xác định) nhằm tuân thủ các quy định đối với công ty đại chúng.

Bối cảnh và các cột mốc phát triển chính

Được thành lập vào năm 2007 với Viettel (doanh nghiệp viễn thông quân đội, 100% vốn Nhà nước) là cổ đông sáng lập kiêm cổ đông trọng yếu cùng sứ mệnh đầu tư vào các dự án viễn thông ở nước ngoài, VGI đã đặt dấu chân tới chín quốc gia, bao gồm bốn thị trường tại Đông Nam Á (Lào, Campuchia, Đông Timor, Myanmar), bốn thị trường tại Châu Phi (Mozambique, Burundi, Cameroon, Tanzania), và một thị trường tại Mỹ Latinh (Haiti).

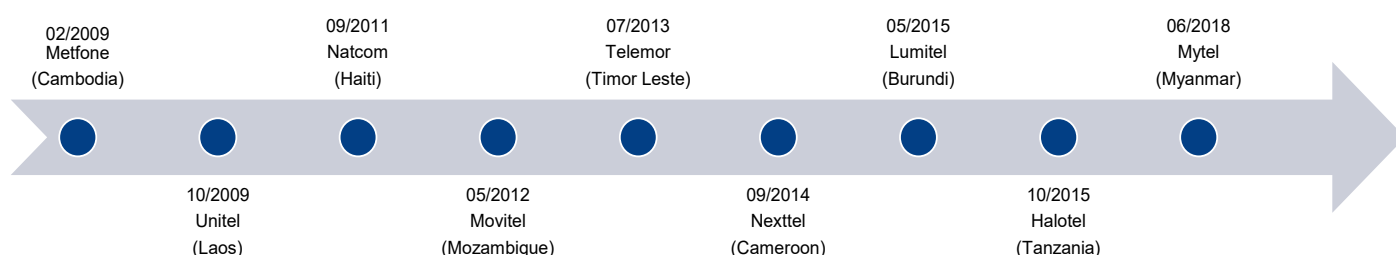
Sự ra đời của VGI thể hiện rõ nét chiến lược vươn ra toàn cầu đầy tham vọng của Viettel ngay từ giai đoạn đầu, đặc biệt khi đặt trong bối cảnh tập đoàn mới chỉ chính thức thương mại hóa dịch vụ di động tại thị trường trong nước từ năm 2004. Bước đi này được thực hiện ngay sau khi Viettel vươn lên chiếm lĩnh vị trí số 1 tại thị trường trong nước vào năm 2007 với khoảng 40% thị phần, dù là đơn vị gia nhập thị trường muộn hơn – bởi trước năm 2004, thị trường viễn thông Việt Nam vốn là sân chơi độc quyền theo luật định của VNPT (Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam; 100% vốn Nhà nước). Tính đến thời điểm hiện tại, Viettel tiếp tục khẳng định vị thế thống lĩnh thị trường viễn thông Việt Nam với khoảng 55% thị phần, bỏ xa các đối thủ theo sau là VNPT (23%) và MobiFone (18%, cũng thuộc 100% vốn Nhà nước).

Campuchia và Lào là hai thị trường nước ngoài đầu tiên của VGI (cả hai đều khởi động vào năm 2009), nhờ vị trí địa lý giáp ranh với Việt Nam. Trong giai đoạn 2011-2015, VGI liên tục đầu tư vào sáu thị trường khác, bao gồm bốn thị trường tại Châu Phi, một tại Đông Nam Á (Timor-Leste) và một tại Mỹ Latinh (Haiti). Vào năm 2018, VGI đầu tư vào Myanmar, thị trường mới nhất của công ty.

VGI chính thức giao dịch trên sàn UPCoM vào tháng 9/2018. Tính đến thời điểm hiện tại, công ty có vốn điều lệ 30,4 nghìn tỷ đồng và vốn hóa thị trường đạt 263 nghìn tỷ đồng (khoảng 10 tỷ USD), nằm trong top 3 công ty niêm yết có quy mô vốn hóa lớn nhất Việt Nam. Về quy mô vận hành, VGI hiện giữ vững vị trí số 1 về thị phần tại 7 trên tổng số 8 thị trường quốc tế đang hoạt động, sở hữu tệp khách hàng vững chắc với hơn 80 triệu thuê bao.

Biểu đồ 5: Quá trình VGI mở rộng sang các thị trường nước ngoài

Trong giai đoạn 2009 - 2018, VGI đã hiện diện tại 9 thị trường nước ngoài.



Nguồn: VGI

Giai đoạn 2015-2025: Khép lại giai đoạn thăng trầm, bước vào chu kỳ tăng trưởng

VGI đã chủ động thâm nhập vào các thị trường cận biên/sơ khai, nơi hạ tầng mạng viễn thông nhìn chung vẫn còn kém phát triển, chưa được đầu tư tương xứng. Tại thời điểm thâm nhập, tỷ lệ phổ cập di động tại hầu hết các thị trường đều ở mức rất thấp, mở ra cơ hội chiến lược để VGI đón đầu xây dựng hạ tầng mạng lưới trên quy mô toàn quốc trước khi làn sóng nhu cầu thực sự bùng nổ. Chiến lược này xuất phát từ đặc thù kinh tế của ngành viễn thông, vốn đòi hỏi chi phí vốn ban đầu rất lớn để hoàn thiện mạng lưới phủ sóng toàn quốc. Ngược lại, việc thâm nhập vào các thị trường đã bão hòa với tỷ lệ phổ cập thuê bao cao sẽ đẩy chi phí thu hút khách hàng lên rất lớn, do các nhà mạng hiện hữu đã xây dựng được rào cản phòng thủ vững chắc.

Khép lại giai đoạn thăng trầm

Tuy nhiên, cơ hội luôn đi kèm với rủi ro. Hầu hết các thị trường của VGI đều có đặc điểm chung là mức thu nhập thấp, bất ổn chính trị và tiền tệ biến động mạnh. Những rủi ro này đã thực sự phát sinh trong suốt chu kỳ đầu tư, khiến chặng đường phát triển không hề bằng phẳng. Chi tiết như sau:

- Trong giai đoạn 2015-2020, VGI đã ghi nhận các khoản lỗ tỷ giá đáng kể do sự mất giá mạnh của đồng nội tệ tại các thị trường Châu Phi. Tại những thị trường này, công ty ghi nhận lỗ lũy kế lên đến 16,1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn này.
- Tại thị trường Cameroon, tranh chấp với cổ đông địa phương (Bestinver Cameroon) đã khiến VGI không thể tiếp cận BCTC của Nexttel kể từ ngày 1/11/2018 dù VGI sở hữu 70% vốn. Hệ quả là, VGI đã loại Nexttel khỏi phạm vi hợp nhất BCTC và tái phân loại đơn vị này thành khoản "đầu tư khác" kể từ năm 2018.
- Tính đến thời điểm hiện tại, VGI đã dừng toàn bộ hoạt động tại Nexttel, đồng thời hoàn tất trích lập dự phòng 100% cho khoản đầu tư này trên BCTC công ty mẹ cũng như trích lập toàn bộ các khoản phải thu quá hạn liên quan trên BCTC hợp nhất. Tuy nhiên, do các khoản phải thu này được tính bằng USD, giá trị quy đổi tương đương sang VND vẫn có thể phình to khi tỷ giá USD/VND tăng lên, ngay cả khi không phát sinh thêm bất kỳ khoản phải thu mới nào. Việc không hợp nhất BCTC đối với Nexttel cũng là nguyên nhân dẫn đến ý kiến kiểm toán ngoại trừ, do đơn vị kiểm toán không thể thu thập đầy đủ bằng chứng kiểm toán thích hợp để xác định chính xác các tác động tài chính từ sự kiện này.
- Myanmar là một cú trượt dài lớn khác. Kể từ khi chính thức thương mại hóa dịch vụ vào năm 2018, Mytel đã nhanh chóng vươn lên trở thành một trong những dự án đầu tư giàu tiềm năng nhất trong danh mục quốc tế của VGI. Tuy nhiên, cuộc đảo chính quân sự vào năm 2021 đã thay đổi hoàn toàn môi trường hoạt động, khi các lệnh trừng phạt, bất ổn chính trị và xung đột vũ trang làm gián đoạn nghiêm trọng các hoạt động kinh doanh. Mytel đã phải gánh chịu những khoản lỗ lớn, trong khi triển vọng kinh doanh cũng trở nên ảm đạm. Do đó, VGI đã trích lập dự phòng toàn bộ cho khoản đầu tư vốn vào Mytel trên BCTC của công ty mẹ, cùng với trích lập dự phòng cho 86% các khoản phải thu từ công ty liên kết này trên BCTC hợp nhất tính đến cuối năm 2025.

Dưới áp lực từ các trở ngại này, lợi nhuận chưa phân phối của VGI đã rơi vào trạng thái âm kể từ năm 2016 và kéo dài suốt 8 năm, trước khi chính thức xóa lỗ lũy kế và ghi nhận số dư dương trở lại vào năm 2024.

... bước vào chu kỳ tăng trưởng

Khác với thị trường viễn thông toàn cầu vốn đã dần bão hòa, các thị trường VGI đang hoạt động có tốc độ phát triển chậm hơn một nhịp, nhờ đó vẫn duy trì được chu kỳ tăng trưởng tích cực với nhiều dự địa khai thác.

Trong khi đó, mức độ cạnh tranh tại hầu hết các thị trường nhìn chung không quá gay gắt do rủi ro chính trị – một số đối thủ quốc tế đã quyết định rút lui trước những bất ổn chính trị. Yếu tố này, kết hợp cùng với chiến lược hợp lý của VGI (đi trước về hạ tầng, mức giá cạnh tranh), đã giúp công ty nhanh chóng gia tăng thị phần. Tính đến nay,

công ty nắm giữ vị thế dẫn đầu thị trường tại 7 trên 8 thị trường hoạt động với thị phần từ 39-88%.

Trong giai đoạn 2020-2025, doanh thu của VGI tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 18%, cao hơn so với mức bình quân 4% của các công ty cùng ngành trên toàn cầu trong cùng giai đoạn, trong khi LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 28% trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên, bức tranh lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi vốn rất vững chắc đã bị che mờ trong giai đoạn 2020-2023 do công ty phải trích lập các khoản dự phòng quy mô lớn. Kể từ năm 2024, lợi nhuận thuần bắt đầu phục hồi mạnh khi áp lực trích lập dự phòng giảm bớt.

Trong năm 2025, VGI ghi nhận KQKD cao kỷ lục cho cả doanh thu (44,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 25%) và lợi nhuận thuần (9,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 57%). VGI kết thúc năm với vị thế tiền mặt thuần dồi dào 40 nghìn tỷ đồng, củng cố cấu trúc bảng CĐKT giàu thanh khoản khi tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm tới 55% tổng tài sản (đạt 81,5 nghìn tỷ đồng).

VGI ngày nay: Quy mô và cơ cấu

14 công ty con và 2 công ty liên kết

Tại mỗi thị trường đầu tư, VGI thành lập một pháp nhân. Công ty hiện có 14 công ty con và 2 công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực viễn thông, ví điện tử, hạ tầng viễn thông cùng các dịch vụ tài chính và ngân hàng.

Trong mảng viễn thông, VGI có 6 công ty con (với tỷ lệ sở hữu từ 60% trở lên) và 2 công ty liên kết (với tỷ lệ sở hữu 49%). Chiến lược đầu tư của VGI luôn ưu tiên giành quyền chi phối cao nhất có thể tại các công ty con/liên kết. Mặc dù vậy, rào cản pháp lý sở tại đôi khi là yếu tố giới hạn tỷ lệ nắm giữ này – chẳng hạn như trường hợp của Lào và Myanmar chỉ cho phép nhà đầu tư nước ngoài như VGI sở hữu tối đa 49% cổ phần tại một nhà mạng trong nước. Do đó, 6 công ty con được hợp nhất vào BCTC của VGI, trong khi 2 công ty liên kết tại Campuchia và Lào thì không – thay vào đó, phần đóng góp lợi nhuận của hai đơn vị này được ghi nhận là lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết trên báo cáo kết quả HĐKD hợp nhất của VGI. Khoản đầu tư của VGI tại Cameroon (Viettel Cameroon S.A.R.L, thương hiệu Nexttel) ban đầu được ghi nhận là công ty con (VGI nắm 70% vốn), nhưng hiện đã được tái phân loại thành khoản "đầu tư khác", do VGI không thể tiếp cận BCTC của đơn vị này kể từ ngày 01/11/2018 do tranh chấp với đối tác địa phương.

Bên cạnh các nhà mạng viễn thông cốt lõi, VGI còn sở hữu 8 công ty con phụ trách các mảng kinh doanh mở rộng từ hệ sinh thái viễn thông, bao gồm ví điện tử, phát triển hạ tầng mạng và cung ứng dịch vụ tài chính - ngân hàng.

Bảng 6: Công ty con and công ty liên kết, VGI

VGI có sáu công ty con và hai công ty liên kết là các nhà khai thác viễn thông tại tám thị trường

stt.	Công ty	Quốc gia	Chi nhánh	Tỷ lệ sở hữu	Quyền biểu quyết	Hoạt động kinh doanh
Công ty con						
1	Viettel Timor Leste Unipessoal LDA	Timor-Leste	Telemor	100%	100%	Viễn thông
2	Viettel (Campuchia) Pte. Ltd.	Campuchia	Metfone	90%	90%	Viễn thông
3	Movitel S.A.	Mozambique	Movitel	70%	70%	Viễn thông
4	National Telecom Haiti S.A.	Haiti	Natcom	60%	60%	Viễn thông
5	Vietel Burundi S.A.	Burundi	Lumitel	85%	85%	Viễn thông
6	Viettel Tanzania Limited	Tanzania	Halotel	100%	100%	Viễn thông
7	E-Mola S.A.	Mozambique	E-Mola	67%	96%*	Ví điện tử
8	Viettel E-commerce Tanzania	Tanzania	Halopesa	100%	100%	Ví điện tử
9	Lumicash SU	Burundi	Lumicash	85%	100%*	Ví điện tử
10	Telemor Fintech Unipessoal LDA	Timor-Leste	Mosan	100%	100%	Ví điện tử
11	E-money Payment Solutions Public Limited	Campuchia	E-money	89.1%	99%*	Ví điện tử
12	Metfone Network	Campuchia		90%	100%	Hạ tầng viễn thông
13	Metfone Tower Solutions	Campuchia		90%	100%	Hạ tầng viễn thông
14	Nattransfer Joint Stock Company	Haiti	Nattransfer	60%	99.99%*	Dịch vụ tài chính & Ngân hàng
Công ty liên kết						
1	Star Telecom Co., Ltd	Myanmar	Unitel	49%	49%	Viễn thông
2	Telecom International Myanmar Co., LTD	Lào	Mytel	49%	49%	Viễn thông

Lưu ý: *VGI có tỷ lệ quyền biểu quyết cao hơn tỷ lệ sở hữu tại các công ty này do các công ty này đồng thời được sở hữu bởi các công ty con viễn thông tương ứng của VGI tại cùng quốc gia.
Nguồn: VGI

Công ty mẹ không trực tiếp kinh doanh dịch vụ viễn thông tại thị trường trong nước. Nguồn thu trong nước chủ yếu đến từ hoạt động cung ứng thiết bị và dịch vụ viễn thông cho các công ty con và công ty liên kết, dù mảng hoạt động này đang ghi nhận xu hướng giảm dần. Doanh thu công ty mẹ tại đây đã giảm xuống còn một phần ba trong 10 năm qua (xuống 3,5 nghìn tỷ đồng trong 2025, từ mức 10,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2015). Trước đây, hoạt động mua sắm thiết bị được tập trung tại công ty mẹ, sau đó bán lại cho các công ty con và công ty liên kết. Tuy nhiên, các công ty con và công ty liên kết hiện đã có thể tự chủ động mua sắm thiết bị, dù giá mua vẫn phải thông qua sự phê duyệt của công ty mẹ. Sự thay đổi chính sách này nhằm triệt tiêu các rủi ro và lo ngại liên quan đến vấn đề chuyển giá tại các thị trường tiếp nhận đầu tư.

Cơ cấu doanh thu theo khu vực

VGI có mặt tại ba châu lục, bao gồm Châu Á (đặc biệt là Đông Nam Á), Châu Phi và Mỹ Latinh. Trong đó:

- Thị trường Đông Nam Á đóng góp 36% tổng doanh thu và 50% tổng LNST trong năm 2025. Cần lưu ý rằng doanh thu từ các thị trường này bao gồm nguồn thu từ công ty mẹ (sau khi đã thực hiện các bút toán loại trừ hợp nhất), kết hợp với doanh thu từ hai công ty con được hợp nhất trực tiếp là Metfone (Campuchia) và Telemor (Timor-Leste). Doanh thu từ Unitel (Lào) và Mytel (Myanmar) không được hợp nhất vào BCTC của VGI, do VGI chỉ nắm giữ 49% cổ phần tại hai công ty này.
- Các thị trường Châu Phi, bao gồm Mozambique, Tanzania và Burundi, đóng góp 51% tổng doanh thu và 36% tổng LNST trong năm 2025, trong đó Mozambique đóng góp tỷ trọng lớn nhất về cả doanh thu và LNST của khu vực. Tanzania hiện đang thua lỗ và vẫn là thị trường duy nhất của VGI chưa tạo ra lợi nhuận.
- Trong khi đó, thị trường Mỹ Latinh, bao gồm Haiti, đóng góp 13% tổng doanh thu và 14% tổng LNST trong năm 2025.

Biểu đồ 7: Khoản đầu tư vốn cổ phần của VGI (ghi nhận tại công ty mẹ)

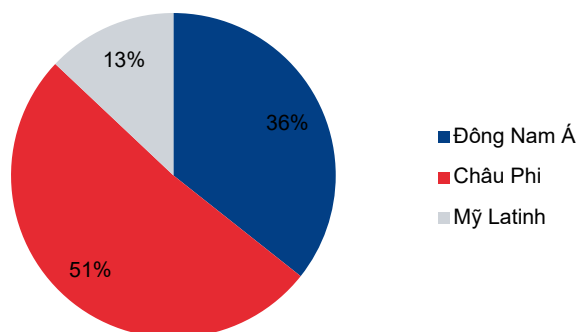
VGI đã trích lập dự phòng đầy đủ cho các khoản đầu tư tại Myanmar, Tanzania và Cameroon

Telco	Quốc gia	Khu vực địa lý	Bắt đầu HĐ	Vốn đầu tư ban đầu của VGI (tỷ đồng)	Dự phòng (tỷ đồng)	Giá trị khoản đầu tư cuối năm 2025 (tỷ đồng)	Tình hình lợi nhuận năm 2025
Metfone	Campuchia	Đông Nam Á	T2/2009	713		713	Có lãi
Unitel	Lào	Đông Nam Á	T10/2009	529		529	Có lãi
Telemor	Timor Least	Đông Nam Á	T7/2013	10		10	Có lãi
Mytel	Myanmar	Đông Nam Á	T6/2018	3,878	(3,878)	-	Có lãi
Natcom	Haiti	Mỹ Latinh	T9/2011	1,150		1,150	Có lãi
Movitel	Mozambique	Châu Phi	T5/2012	7		7	Có lãi
Lumitel	Burundi	Châu Phi	T3/2015	0		0	Có lãi
Halotel	Tanzania	Châu Phi	T10/2015	1,177	(1,177)	-	Lỗ
Nexttel	Cameroon	Châu Phi	T9/2014	1	(1)	-	N/a

Nguồn: VGI

Biểu đồ 8: Cơ cấu doanh thu 2025, VGI

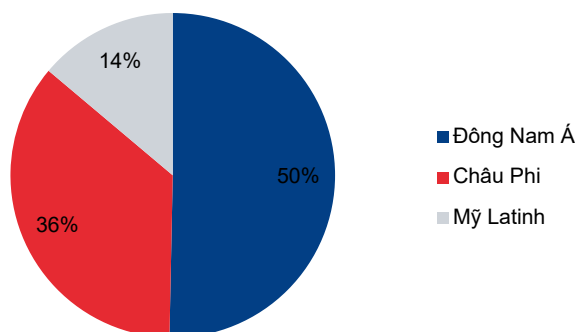
Thị trường châu Phi đóng góp doanh thu lớn nhất ...



Nguồn: VGI

Biểu đồ 9: đóng góp LNST năm 2025

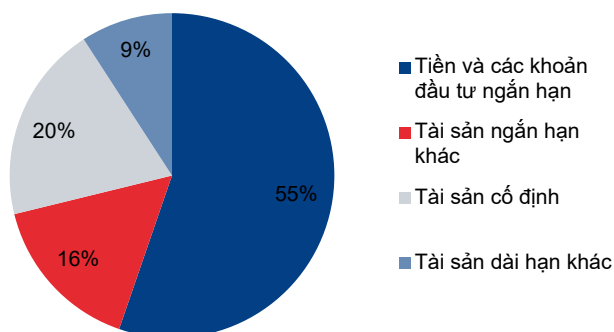
... nhưng Đông Nam Á mới là thị trường đóng góp vào LNST lớn nhất



Nguồn: VGI

Biểu đồ 10: Đóng góp vào tổng tài sản năm 2025, VGI

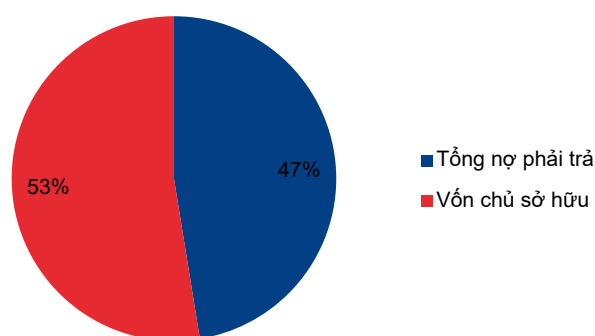
Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn chiếm 55% tổng tài sản của VGI năm 2025.



Nguồn: VGI

Biểu đồ 11: Cơ cấu tổng nguồn vốn năm 2025, VGI

Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của VGI khá cân bằng.



Nguồn: VGI

Cơ cấu cổ đông và tỷ lệ sở hữu nước ngoài**Nhiều khả năng Viettel sẽ giảm tỷ lệ sở hữu nhằm đáp ứng quy định cho công ty đại chúng**

Tại thời điểm thành lập, Viettel nắm giữ 51% cổ phần tại VGI. Sau các đợt phát hành riêng lẻ trong giai đoạn 2009-2018, Viettel đã tăng tỷ lệ sở hữu tại VGI lên 99% – và VGI cũng áp dụng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa là 0% (chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết hơn ở phần bên dưới). Với cơ cấu sở hữu cổ đặc như hiện tại, VGI chưa đáp ứng đầy đủ điều kiện về tư cách công ty đại chúng theo quy định, vốn yêu cầu tối thiểu

10% số cổ phần có quyền biểu quyết phải do ít nhất 100 nhà đầu tư không phải là cổ đông lớn nắm giữ.

Cần lưu ý rằng Viettel đã có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại VGI xuống 90%, nhằm đáp ứng các quy định này. Viettel hiện đang phối hợp với một đơn vị định giá độc lập để triển khai phương án thoái vốn, dù lộ trình và thời gian thực hiện cụ thể vẫn chưa được ấn định.

Thanh khoản cao bất chấp tỷ lệ free-float thấp

HSC tiến hành so sánh thanh khoản của VGI với hai công ty cùng hệ sinh thái Viettel là CTR và VTP (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 63.224 đồng/cp), cũng như cổ phiếu FOX trong cùng ngành viễn thông. Đáng chú ý, khối lượng giao dịch bình quân 10 phiên của VGI cao hơn FOX và tương đương với hai công ty cùng hệ sinh thái Viettel còn lại. Khi so sánh tương quan, thanh khoản bình quân của 10 phiên giao dịch gần nhất của VGI chiếm tới 0,7% tổng số cổ phiếu tự do chuyển nhượng, cao hơn nhiều so với cổ phiếu của các công ty cùng ngành.

Biểu đồ 12: Cơ cấu sở hữu, VGI

Viettel nắm giữ 99% cổ phần tại VGI



Nguồn: VGI

Bảng 13: Thanh khoản cổ phiếu VGI so với một số cổ phiếu niêm yết khác tại Việt Nam

Thanh khoản của VGI so với số cổ phiếu tự do chuyển nhượng khá tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	Cổ đông lớn	Tỷ lệ free float	Số cổ phiếu tự do chuyển nhượng (nghìn cổ phiếu)	Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (nghìn cổ phiếu)	Tỷ lệ khối lượng giao dịch/ số cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)
VGI	227,981	3,043,811	Viettel (99.0%)	1.0%	29,599	219	0.7%
CTR	8,712	128,112	Viettel (65.66%)	34.3%	43,994	203	0.5%
VTP	9,187	201,903	Viettel (60.84%)	39.2%	79,065	238	0.3%
FOX	45,065	738,763	FPT (45.66%), MoPS (50.17%)	4.2%	30,806	90	0.3%

Ghi chú: MoPS = Bộ Công an.
Nguồn: HSC

Những thay đổi về mặt chính sách nhằm gỡ bỏ nút thắt room ngoại và nâng trần sở hữu nước ngoài lên 49%

Như đã thảo luận ở phần trên, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa của VGI hiện ở mức 0%, phản ánh những hạn chế trước đây đối với HĐQT chuyển khẩu của công ty. Chi tiết như sau:

- VGI từng vận hành mảng kinh doanh chuyển khẩu, trong đó công ty mẹ mua sắm thiết bị từ nước thứ ba và bán lại trực tiếp cho các công ty con/công ty liên kết tại các thị trường quốc tế.
- Theo Nghị định 69/2018/NĐ-CP (có hiệu lực từ tháng 5/2018) hướng dẫn Luật Quản lý ngoại thương, HĐQT chuyển khẩu thuộc danh mục ngành nghề tiếp cận thị trường có điều kiện đối với nhà đầu tư nước ngoài, với phạm vi hạn chế áp dụng chung cho toàn bộ nhà đầu tư nước ngoài cùng các tổ chức kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài. Do đó, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối của VGI được ấn định ở mức 0%.

- Tuy nhiên, theo Nghị định 96/2026/NĐ-CP (hiệu lực từ tháng 3/2026) hướng dẫn Luật Đầu tư 2025, phạm vi hạn chế này đã được thu hẹp, hiện chỉ còn áp dụng đối với nhà đầu tư nước ngoài và các tổ chức kinh tế có tỷ lệ sở hữu nước ngoài vượt quá 50%.

Nhờ đó, VGI hoàn toàn có thể nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa lên mức 49% mà không bị ràng buộc bởi các điều kiện hạn chế tiếp cận thị trường áp dụng cho nhà đầu tư nước ngoài. Trao đổi với BLĐ, chúng tôi được biết VGI đang lên kế hoạch nâng trần sở hữu nước ngoài trong thời gian tới. Về mặt thủ tục, lãnh đạo công ty cho biết việc điều chỉnh room ngoại diễn ra tương đối tinh gọn khi chỉ cần thực hiện nghĩa vụ thông báo với UBCKNN, không cần ĐHCĐ thông qua. Dù thời gian triển khai cụ thể vẫn chưa được ấn định, chúng tôi cho rằng việc nới trần sở hữu nước ngoài sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng cho giá cổ phiếu và giúp cải thiện tâm lý nhà đầu tư.

Các thị trường chủ lực và chiến lược của VGI

Các thị trường đầu tư của VGI nhìn chung có quy mô kinh tế còn khiêm tốn và độ trễ công nghệ viễn thông khoảng 5-10 năm so với mặt bằng chung của các nhà mạng toàn cầu. Các thị trường này tiềm ẩn rủi ro đáng kể từ biến động tỷ giá và bất ổn địa chính trị. Tuy nhiên, các thị trường này hiện vẫn đang trong chu kỳ tăng trưởng, trái ngược với trạng thái bão hòa của ngành viễn thông toàn cầu. Mức độ cạnh tranh cũng ít khốc liệt hơn, mở ra cơ hội giành thị phần cho những công ty có quyết tâm cao và chiến lược phù hợp như VGI.

Chiến lược thâm nhập các thị trường cận biên được thực thi hiệu quả

Các thị trường của VGI tương đối kém phát triển, cả về kinh tế lẫn viễn thông. Trong 2025, GDP bình quân đầu người tại các nước này vẫn dưới 3.000 USD, với phần lớn dưới mức 2.000 USD. Toàn bộ 8 thị trường đang hoạt động của VGI đều thuộc danh sách các nước kém phát triển nhất theo phân loại của Liên Hợp Quốc.

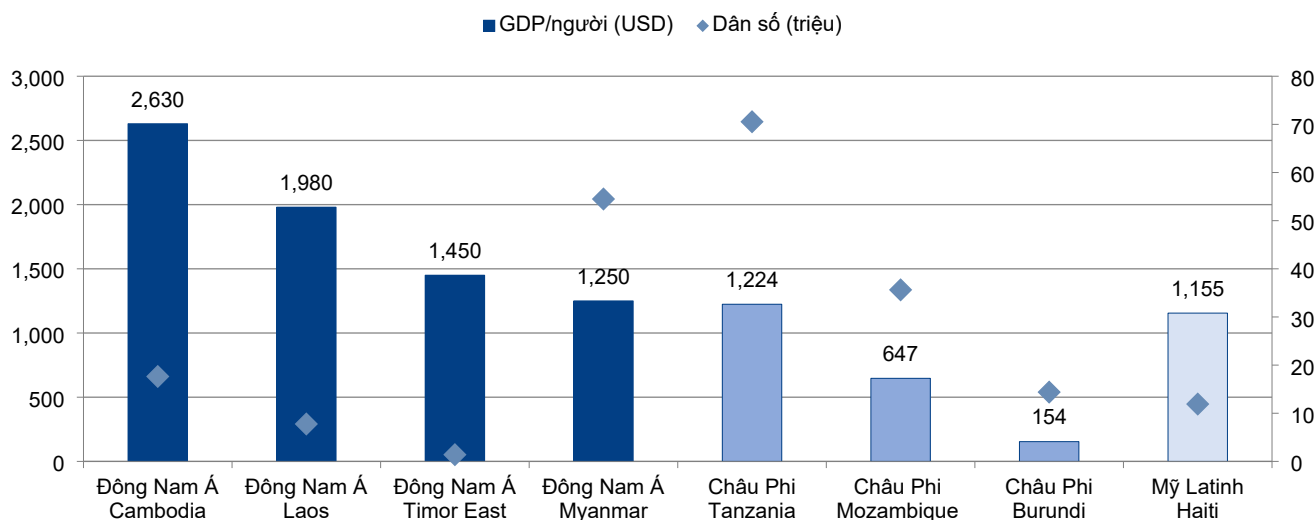
Tại thời điểm VGI bắt đầu thâm nhập, hạ tầng và dịch vụ viễn thông tại một số nước vẫn đang ở giai đoạn sơ khai. Động lực chiến lược thúc đẩy VGI đầu tư vào các thị trường kém phát triển xuất phát trực tiếp từ các đặc tính kinh tế cổ hủ của ngành viễn thông. Đầu tư vào ngành này đòi hỏi chi phí vốn rất lớn để xây dựng cơ sở hạ tầng và vùng phủ sóng mạng lưới trên quy mô rộng. Đầu tư ở quy mô nhỏ sẽ gây lãng phí nguồn lực vì khách hàng sẽ không lựa chọn một nhà mạng có độ phủ sóng thấp.

Trái lại, tại các thị trường phát triển nơi tỷ lệ sở hữu thiết bị di động và mức độ thâm nhập thuê bao đã chạm ngưỡng bão hòa, các nhà mạng mới gia nhập sẽ gặp thách thức rất lớn trong việc giành thị phần do tính gắn kết của thuê bao với nhà mạng hiện hữu khá cao.

Do đó, việc VGI tập trung đầu tư vào các thị trường kém phát triển thay vì các thị trường phát triển là một bước đi sáng suốt về mặt chiến lược đầu tư.

Biểu đồ 14: Dân số và GDP bình quân đầu người tại các thị trường của VGI.

Cả tám thị trường đang hoạt động của VGI vẫn nằm trong danh sách các nước kém phát triển nhất của Liên Hợp Quốc.



Nguồn: Liên Hợp Quốc

ARPU tương đối cao

Bất chấp bất lợi về mặt bằng kinh tế và thu nhập bình quân đầu người tại các nước sở tại, VGI ghi nhận doanh thu bình quân theo người dùng (ARPU) cao bất ngờ ở mức 6,9 USD. Mức doanh thu này không chỉ vượt mặt bằng chung tại Việt Nam (5 USD) mà còn cao hơn mức bình quân di động thế giới (6,2 USD theo Báo cáo Triển

vọng Viễn thông Toàn cầu 2025–2029 của PwC), dù tất nhiên vẫn thấp hơn nhiều so với nhóm các nước phát triển.

Dù nền kinh tế tại các thị trường đầu tư nhìn chung kém phát triển hơn Việt Nam, ARPU của VGI tại các nước này vẫn ở mức cao hơn thị trường trong nước nhờ các nguyên nhân chính sau: (i) Việt Nam có độ phủ Wi-Fi miễn phí rộng khắp, làm giảm sự phụ thuộc vào dữ liệu di động. (ii) Tại Việt Nam, thời lượng cuộc gọi thoại thường tương đối ngắn, trong khi tại một số thị trường Châu Phi, người dùng thường có thời lượng đàm thoại dài hơn nhiều. Do đó, ARPU tại các thị trường Châu Phi vẫn ở mức tương đối cao bất chấp tỷ lệ sử dụng dữ liệu di động còn thấp.

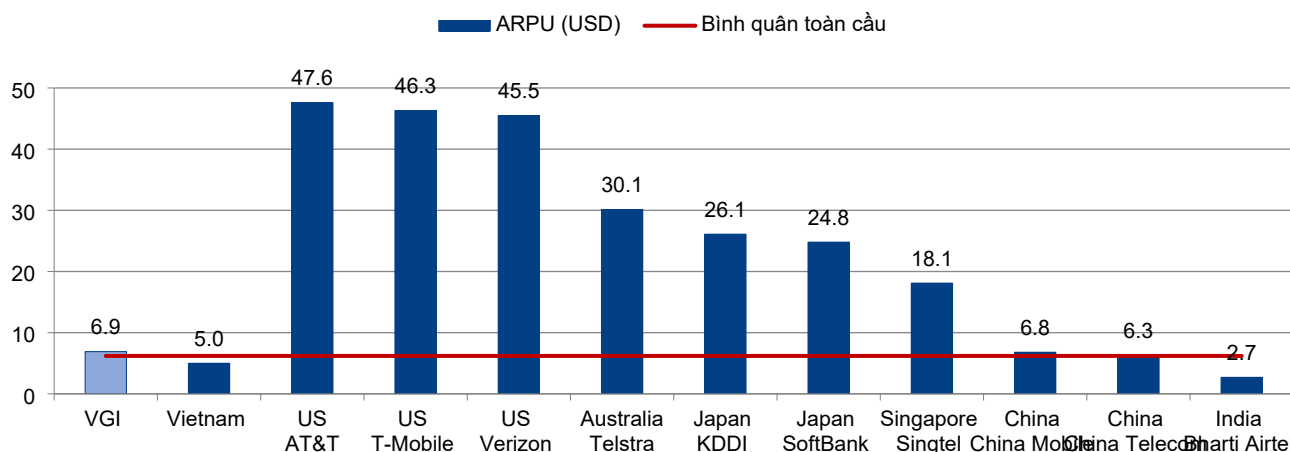
Áp lực cạnh tranh ít gay gắt hơn

Do các rủi ro chính trị, những thị trường này thường kém hấp dẫn hơn đối với các tập đoàn viễn thông lớn. Một số đơn vị từng đầu tư nhưng sau đó đã rút lui vì bất ổn chính trị. Điển hình tại Myanmar, cả hai nhà mạng quốc tế lớn là Telenor (Na Uy) và Ooredoo (Qatar) đều đã rút hoàn toàn khỏi thị trường sau biến cố chính trị năm 2021.

Hệ quả là mức độ cạnh tranh có xu hướng bớt gay gắt hơn so với các thị trường có sự góp mặt của các tập đoàn viễn thông lớn. Tính đến thời điểm hiện tại, VGI đã xác lập vị thế dẫn đầu tại 7/8 thị trường đang vận hành (ngoại trừ Tanzania do áp lực cạnh tranh gay gắt), trong đó giữ vị thế áp đảo với thị phần từ 50% trở lên tại 5 nước.

Biểu đồ 15: Doanh thu bình quân theo người dùng (ARPU) (USD/tháng)

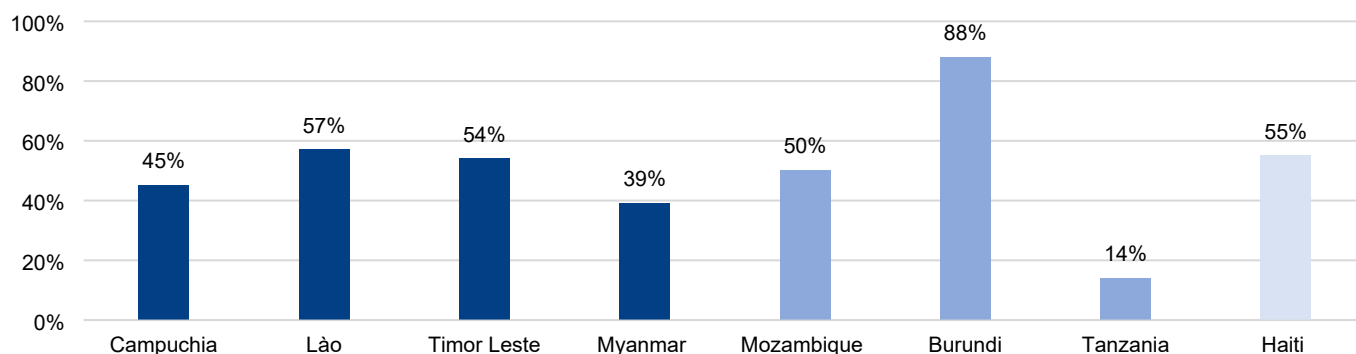
ARPU của VGI cao hơn đáng kể so với ARPU di động toàn cầu và ARPU tại Việt Nam



Nguồn: VGI, PwC, Số liệu do HSC thu thập

Biểu đồ 16: Thị phần thuê bao di động năm 2025 của VGI, VGI

VGI giữ vị trí dẫn đầu tại 7/8 thị trường đang hoạt động, ngoại trừ Tanzania



Nguồn: VGI

Vẫn còn dư địa tăng trưởng

Khác với thị trường viễn thông toàn cầu vốn đã dần bão hòa, các thị trường hiện diện của VGI có tốc độ phát triển chậm hơn một nhịp, nhờ đó vẫn duy trì được chu kỳ tăng trưởng tích cực với nhiều dư địa khai thác. Trong giai đoạn 5 năm (2020-2025), doanh thu của VGI đạt tốc độ tăng trưởng CAGR lên tới 18%. Mức tăng này bỏ xa tốc độ tăng trưởng chung của thị trường viễn thông toàn cầu (4%) cũng như mức bình quân của Top 20 tập đoàn viễn thông niêm yết hàng đầu thế giới (2%).

Chiến lược "xây dựng trước, khai thác sau" tạo lợi thế mở rộng thị phần

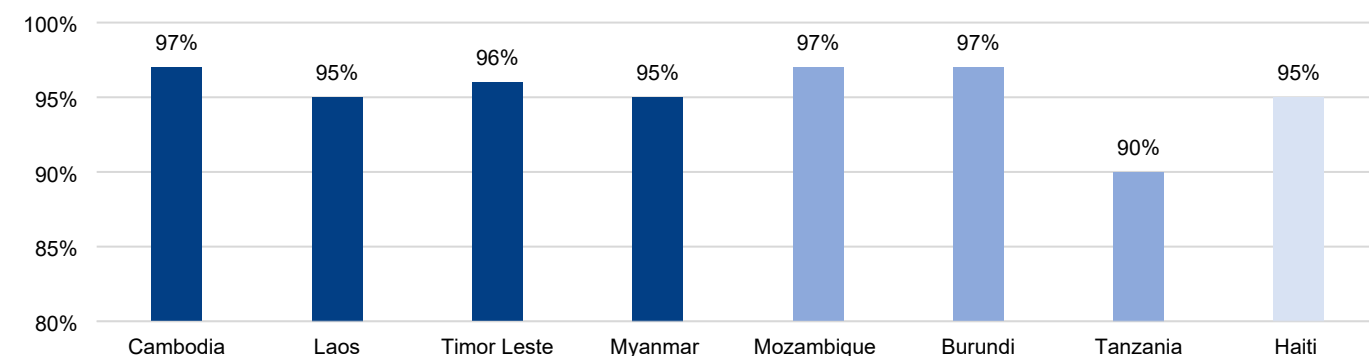
Chiến lược "xây dựng trước, khai thác sau" là trụ cột then chốt giúp VGI chiếm lĩnh thị phần, nhất quán với chiến lược của Tập đoàn Viettel tại thị trường trong nước. VGI đã đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng trên quy mô lớn từ giai đoạn đầu để thiết lập vùng phủ sóng trên toàn quốc. Công ty đã chứng minh năng lực triển khai hạ tầng với tốc độ vượt trội đi kèm hiệu quả tối ưu về mặt chi phí.

Khi VGI chính thức gia nhập thị trường Campuchia (dưới thương hiệu Metfone) vào năm 2009, ngành viễn thông tại đây vốn có tính phân mảnh và cạnh tranh gay gắt với 7 nhà mạng, trong đó Mobitel giữ vị thế thống lĩnh với khoảng 50% thị phần. Tuy nhiên, nhờ vùng phủ sóng vượt trội, Metfone chỉ mất hai năm để vươn lên thành nhà mạng lớn nhất với 46% thị phần băng thông rộng di động và 60% thị phần băng thông rộng cố định. Cho đến nay, Metfone vẫn duy trì vững chắc vị thế dẫn đầu cùng thị phần chi phối tại thị trường này.

Tính đến nay, độ phủ sóng mạng lưới của VGI đã đạt 90-97% dân số tại tám thị trường đang hoạt động, dẫn đầu về hạ tầng mạng lưới tại bảy thị trường, ngoại trừ Tanzania.

Biểu đồ 17: Độ phủ sóng mạng lưới tính theo tỷ lệ dân số tại các thị trường của VGI

VGI có độ phủ sóng mạng lưới rộng nhất tại 7/8 thị trường đang hoạt động, ngoại trừ Tanzania.



Nguồn: VGI

Chiến lược cạnh tranh về giá nhằm biến viễn thông thành nhu cầu thiết yếu

Với định hướng biến dịch vụ viễn thông thành nhu cầu cơ bản dễ tiếp cận, VGI chủ động duy trì chính sách giá bình dân nhằm khai thác tối đa quy mô tệp khách hàng đại chúng tại từng quốc gia. Dù nghe có vẻ đơn giản, nhưng điều này trên thực tế không hề dễ dàng khi xét đến chi phí đầu tư ban đầu rất lớn trong ngành viễn thông. Thực vậy, dịch vụ viễn thông từng là được xem là xa xỉ trước khi trở nên bình dân như hiện nay. Trong giai đoạn đầu khai phá thị trường, tâm lý chung của các nhà cung cấp dịch vụ là neo giá dịch vụ ở mức cao để nhanh chóng thu hồi vốn. VGI chọn trở thành đơn vị tiên phong cung cấp dịch vụ với mức giá thấp, cũng giống như chiến lược của Tập đoàn Viettel tại thị trường trong nước.

Sự gia nhập thị trường của Natcom đã tạo áp lực cạnh tranh tích cực, giúp kéo giảm mặt bằng giá cước viễn thông tại Haiti khoảng 20%. Trước khi Movitel gia nhập thị trường Mozambique, dịch vụ di động và internet chủ yếu chỉ tập trung tại khu vực thành thị với giá cước đắt đỏ, vượt quá khả năng chi trả của đại đa số người dân. Movitel đã tạo bước đột phá khi phổ cập hóa thiết bị đầu cuối với dòng điện thoại 3G giá rẻ (dưới 1 triệu đồng/chiếc), đồng thời áp dụng chính sách giá cước dịch vụ thấp hơn đáng kể so với các đối thủ cạnh tranh.

“Trái ngọt” từ sự kiên định và năng lực thích ứng cao

Năm 2010, chỉ 3 ngày trước thời điểm VGI ký kết hợp đồng liên doanh tại Haiti, nước này đã phải hứng chịu thảm họa động đất tồi tệ nhất lịch sử, gây thiệt hại nghiêm trọng với hơn 300.000 người thiệt mạng. Bất chấp biến cố đó, VGI vẫn giữ vững cam kết đầu tư. Một năm sau, Natcom chính thức khai trương dịch vụ với cơ sở hạ tầng mạng lưới có quy mô rộng lớn nhất.

Tương tự câu chuyện tại Haiti, VGI chính thức thâm nhập thị trường Burundi trong năm 2014 giữa lúc nước này rơi vào khủng hoảng chính trị nghiêm trọng – thời điểm mà các nhà mạng đang hoạt động đã phải tạm ngừng vận hành và sơ tán đội ngũ nhân sự chủ chốt. Trái lại, Lumitel – thương hiệu của VGI tại Burundi – vẫn quyết định ở lại. Tận dụng lợi thế là nhà mạng duy nhất không gián đoạn hoạt động trên quy mô cả nước, Lumitel nhanh chóng thu hút được 600.000 thuê bao và có lãi chỉ trong vòng một tháng. Sau bốn tháng, lượng thuê bao đã vượt mốc một triệu người dùng, tương đương 10% dân số Burundi, đánh dấu tốc độ giành lấy “ngôi vương” về mặt thị phần nhanh nhất lịch sử của VGI.

Tại Myanmar, sau những biến động chính trị năm 2021, Mytel chọn tiếp tục bám trụ và thích ứng với thị trường sở tại, trái ngược với động thái rút lui của đối thủ đến từ các nước khác (Telenor và Ooredoo, dù thương hiệu Ooredoo vẫn được giữ lại). Trong khi đó, công ty thuộc sở hữu nhà nước là MPT (Myanmar Post and Viễn thôngmunications) lại gặp phải các rào cản về thủ tục hành chính. Mytel đã biến bối cảnh này thành cơ hội để nhanh chóng gia tăng thị phần.

Tận dụng hệ sinh thái để tung ra dịch vụ mới

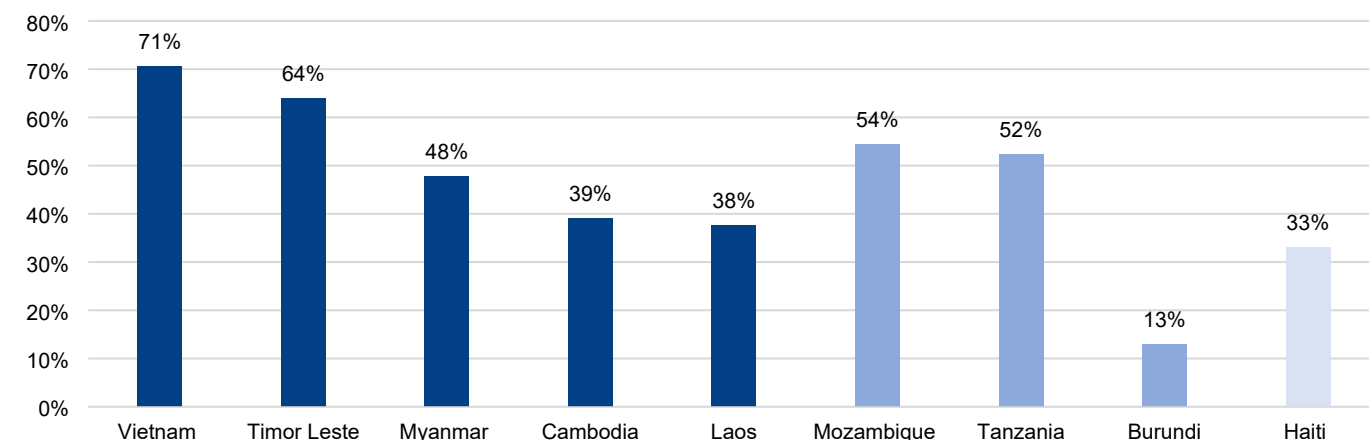
Tận dụng tệp khách hàng viễn thông sẵn có, VGI chủ động mở rộng chuỗi giá trị sang các dịch vụ phi viễn thông. Đáng chú ý nhất là ví điện tử, dịch vụ đã được triển khai đồng bộ trên tất cả thị trường đang hoạt động. VGI đã chuyển đổi thành công khoảng 80% lượng thuê bao di động sang người dùng ví điện tử (hiện đạt khoảng 66 triệu người dùng). Công ty cung cấp các dịch vụ tài chính như chuyển tiền, thanh toán hóa đơn và nạp tiền điện thoại, đặc biệt hướng tới nhóm dân cư ít tiếp cận với dịch vụ ngân hàng. Để giữ chân người dùng, công ty tập trung đa dạng hóa các dịch vụ thanh toán trong ví điện tử, đồng thời miễn phí giao dịch cho người dùng. Thay vào đó, VGI thu lợi nhuận từ hai nguồn chính: (i) Phí hoa hồng dựa trên giao dịch từ các đơn vị chấp nhận thanh toán. (ii) Cung cấp giải pháp chấm điểm tín dụng cho các ngân hàng.

Do tỷ lệ dân số chưa tiếp cận dịch vụ ngân hàng tại các thị trường của VGI vẫn còn khá cao, khối lượng giao dịch xử lý qua ví điện tử của VGI tương đương, thậm chí cao hơn so với hệ thống ngân hàng.

Trong năm 2025, mảng kinh doanh ví điện tử của VGI tại tất cả các thị trường đều báo lãi. Các mảng kinh doanh ngoài viễn thông đóng góp hơn 15% tổng doanh thu. Các mảng này được kỳ vọng sẽ tạo ra không gian tăng trưởng mới cho VGI, trong bối cảnh ngành viễn thông tại một số thị trường (đặc biệt là Đông Nam Á) có thể đạt ngưỡng bão hòa trong 5 năm tới. VGI đặt mục tiêu nâng mức đóng góp của các mảng kinh doanh phi viễn thông lên 17-25% tổng doanh thu vào năm 2030, góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu chung của toàn tập đoàn.

Biểu đồ 18: Tỷ lệ dân số sử dụng dịch vụ ngân hàng tại các thị trường đầu tư của VGI

Tỷ lệ dân số có tài khoản ngân hàng khá thấp tại các thị trường đầu tư của VGI, tạo dư địa phát triển mảng ví điện tử.



Nguồn: WorldBank, Số liệu do HSC thu thập

Mở rộng thị trường

Tính đến cuối năm 2025, tiềm lực tài chính của VGI đã được củng cố đáng kể nhờ: (i) Áp lực trích lập dự phòng giảm bớt, nhờ khả năng hoàn nhập dự phòng từ Mytel; (ii) Rủi ro tỷ giá trong tầm kiểm soát; (iii) KQKD và dòng tiền tại các thị trường không ngừng cải thiện. Trong khi đó, đà tăng trưởng tại một số thị trường chủ lực – đặc biệt là Đông Nam Á – đang có dấu hiệu chững lại do thị trường đã chạm ngưỡng trưởng thành và tiến gần đến điểm bão hòa. Do đó, trong giai đoạn 2026-2030, VGI đặt mục tiêu thâm nhập thêm tối thiểu hai thị trường mới nhằm tạo dư địa và duy trì động lực tăng trưởng.

Theo BLĐ, VGI đã nhận được nhiều lời mời đầu tư từ nhiều nước trong những năm qua. Về kế hoạch phát triển thị trường, VGI đặt mục tiêu thâm nhập Cộng hòa Dominica trong năm nay với tư cách là một nhà mạng di động hoàn toàn mới (greenfield). Đây là bước đi chiến lược quan trọng, đánh dấu thương vụ mở rộng thị trường quốc tế đầu tiên của công ty sau 8 năm. Chúng tôi lưu ý các thông tin chính như sau:

- Nước này có dân số 11,6 triệu người và là nền kinh tế lớn nhất khu vực Caribe, với GDP bình quân đầu người tương đối cao, đạt khoảng 10.800 USD (theo dữ liệu của World Bank năm 2024), cùng thể chế chính trị và an ninh ổn định.
- VGI dự kiến đầu tư khoảng 560 triệu USD vào thị trường này, bao gồm chi phí mua giấy phép băng tần và triển khai hạ tầng mạng lưới như lắp đặt trạm BTS, mạng truyền dẫn và hạ tầng viễn thông cốt lõi.
- Với vị thế là nhà mạng hoàn toàn mới (greenfield), việc hoàn tất thủ tục cấp phép và sở hữu tài nguyên băng tần là điều kiện tiên quyết mang tính sống còn để VGI có thể thương mại hóa dịch vụ và triển khai hạ tầng phủ sóng toàn quốc. HSC hiện chưa phản ánh thị trường này vào mô hình dự báo lợi nhuận và định giá do chưa có thông tin liên quan đến việc cấp phép và phân bổ băng tần cho VGI. Do đó, chúng tôi sẽ phản ánh thị trường này vào dự mô hình dự báo ngay khi VGI chính thức triển khai dịch vụ tại đây.

Tiền lệ thành công tại Peru được kỳ vọng sẽ là "bản thiết kế mẫu" tương đồng và thực tế nhất cho bước đi mới của VGI tại Dominica. Khác với chiến lược thâm nhập các thị trường sơ khai như trước đây, hai nước thuộc châu Mỹ Latinh nói tiếng Tây Ban Nha này đều có tỷ lệ thâm nhập di động cao, mức tiêu thụ dữ liệu di động tăng nhanh, đặt VGI vào thế cạnh tranh trực diện với các tập đoàn viễn thông lớn đang hoạt động tại đây:

- Công ty đã tích lũy kinh nghiệm tại thị trường Peru thông qua việc cung cấp dịch vụ tư vấn quản trị chiến lược cho Bitel – nhà mạng được Viettel thành lập và sở hữu từ năm 2014.
- Dù tham gia thị trường muộn hơn, Bitel đã ghi nhận lợi nhuận chỉ sau 2 năm ra mắt, giành được khoảng 11% thị phần trong 3 năm và vươn lên thành nhà mạng lớn thứ 2 tại Peru với khoảng 23% thị phần vào cuối năm 2025. Thành quả này là minh chứng rõ nét cho khả năng chiếm lĩnh thị phần của VGI ngay cả tại các thị trường đã trưởng thành.

Chúng tôi kỳ vọng năng lực thực thi đã được kiểm chứng tại Peru sẽ là tiền đề vững chắc giúp VGI từng bước thiết lập chỗ đứng và mở rộng thị phần tại Dominica.

Bảng 19: So sánh Peru và Dominica

Dominica cũng là thị trường khá trưởng thành với cấu trúc độc quyền nhóm gồm hai doanh nghiệp, tương tự Peru năm 2014.

	Peru (năm 2014)	Peru (tính đến nay)	Dominica ((tính đến nay)
Population (mn)	30.8	34.5	11.5
GDP per capita (USD)	6,400	9,000	10,800
% mobile subscription to total population	106%	130%	110%
Mobile operators	3	4	3
Major operators	Movistar, Claro, Nextel	Movistar, Claro, Bitel, Entel	Claro, Altice, Viva
Largest operator market share	Movistar (54%)	Claro (30%)	Claro (60%)
Second-largest operator market share	Claro (40%)	Bitel/Movistar (24%)	Altice (35%)

Nguồn: Số liệu do HSC thu thập

Chiến lược đúng đắn đòi hỏi sự kiên nhẫn và tầm nhìn dài hạn

Một chiến lược phù hợp là điều kiện cần, nhưng để hiện thực hóa thành công đòi hỏi cam kết đầu tư dài hạn và khả năng duy trì sức chống chịu tốt để vượt qua những giai đoạn thị trường chịu nhiều biến động. Do VGI chủ yếu đầu tư vào các thị trường kém phát triển, HĐKD của công ty về bản chất luôn phải đối mặt với các rủi ro trọng yếu, bao gồm bất ổn chính trị và biến động tỷ giá.

Bất ổn chính trị

Trong số 8 thị trường VGI đang hoạt động, chỉ có 3 thị trường (Lào, Campuchia và Tanzania) được đánh giá là có môi trường chính trị tương đối ổn định, trong khi 5 thị trường còn lại tiềm ẩn rủi ro ở các mức độ khác nhau, từ rủi ro thấp (Timor-Leste), rủi ro vừa (Mozambique) cho đến rủi ro cao (Burundi, Myanmar, Haiti).

Chúng tôi sử dụng chỉ số Ổn định Chính trị và Phi Bạo lực/Khủng bố thuộc bộ chỉ số Quản trị Toàn cầu của Ngân hàng Thế giới làm cơ sở tham chiếu (với dữ liệu mới nhất tính đến năm 2023). Đây là chỉ số thành phần thuộc bộ Chỉ số Quản trị Toàn cầu (WGI) do Ngân hàng Thế giới phát triển, nhằm đánh giá rủi ro địa chính trị thông qua việc đo lường khả năng bùng phát bất ổn, bạo lực chính trị, khủng bố hoặc các cuộc nổi dậy vũ trang tại nước sở tại. Thang điểm dao động từ -2,5 (thể hiện mức độ ổn định rất yếu và rủi ro bạo lực cao) đến +2,5 (thể hiện mức độ ổn định vững chắc và rủi ro thấp), với mức 0 đại diện cho ngưỡng trung tính. Bên cạnh đó, chỉ số còn cung cấp thứ hạng bách phân (thang điểm 0-100) nhằm phản ánh vị thế tương đối của từng nước trên quy mô toàn cầu. Theo đó, thứ hạng bách phân càng cao tương ứng với mức độ ổn định chính trị càng lớn và rủi ro bạo lực càng thấp.

Bảng 20: Rủi ro chính trị tại các thị trường VGI đầu tư

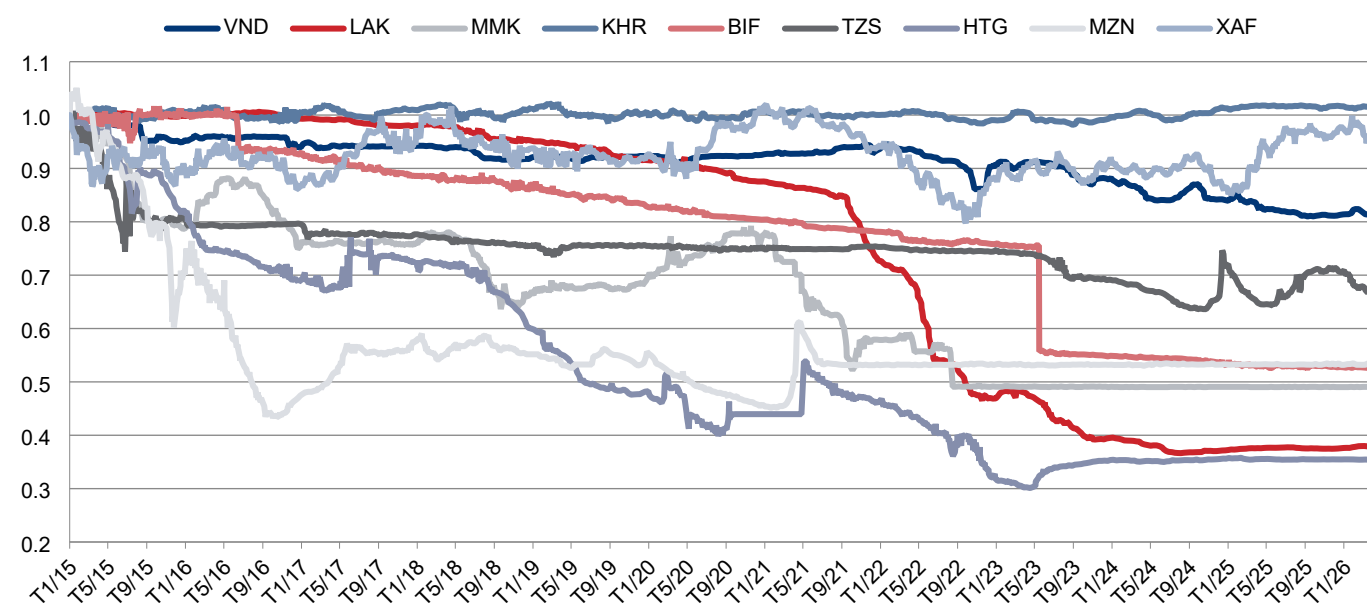
Lào, Campuchia và Tanzania có môi trường chính trị tương đối ổn định, trong khi 5 thị trường còn lại tiềm ẩn một mức độ rủi ro nhất định.

	Quốc gia	Điểm	Xếp hạng	Đánh giá rủi ro	Hệ thống chính trị	Ghi chú
ASEAN	Việt Nam	0.3	60	Ổn định	Một đảng	Rủi ro bạo lực thấp; chính phủ kiểm soát chặt chẽ
	Campuchia	-0.5	31	Tương đối ổn định	Đa đảng	Một đảng cầm quyền chi phối; phe đối lập bị hạn chế; ổn định nhưng độc đoán
	Lào	-0.4	34	Tương đối ổn định	Một đảng	Ổn định nhưng minh bạch hạn chế
	Đông Timor	-0.7	26	Rủi ro thấp	Đa đảng	Nền dân chủ còn non trẻ; thỉnh thoảng có căng thẳng chính trị nhưng không có xung đột lớn
	Myanmar	-2.5	1	Rủi ro cao	Chế độ cai trị quân sự	Các đảng phái chính trị bị hạn chế nghiêm trọng; xung đột dân sự kéo dài sau cuộc đảo chính quân sự năm 2021
Châu Phi	Mozambique	-1.2	19	Rủi ro trung bình	Đa đảng	Căng thẳng chính trị định kỳ, xung đột nổi dậy ở miền Bắc
	Burundi	-2.1	5	Rủi ro cao	Đa đảng	Một đảng cầm quyền chi phối, phe đối lập bị hạn chế; các quyền tự do chính trị hạn chế
	Tanzania	-0.4	35	Tương đối ổn định	Đa đảng	Một đảng cầm quyền chi phối, có một số hạn chế về chính trị, rủi ro bạo lực thấp
Mỹ Latinh	Haiti	-2.5	1	Rủi ro cao	Đa đảng	Gần như sụp đổ nhà nước; các băng nhóm kiểm soát lãnh thổ; rủi ro bạo lực cực kỳ cao

Nguồn: WorldBank, HSC

Biểu đồ 21: Khấu hao tiền tệ so với USD tại các thị trường VGI đầu tư

Timor-Leste và Campuchia không có rủi ro tiền tệ, trong khi đồng nội tệ tại các thị trường còn lại mất giá 30–60% so với USD trong 10 năm qua.



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biến động tỷ giá

Do VGI hoạt động tại nước ngoài và ghi nhận doanh thu bằng ngoại tệ, tỷ giá luôn là một yếu tố rủi ro. Trong số tám quốc gia, Timor-Leste và Campuchia hầu như không chịu rủi ro tiền tệ do Timor-Leste sử dụng đồng USD làm đồng tiền chính thức, trong khi Campuchia là nền kinh tế bị đô-la hóa ở mức độ cao. Tỷ giá KHR/USD ghi nhận mức biến động không đáng kể trong suốt 10 năm qua.

Trong khi đó, các đồng tiền khác ghi nhận mức mất giá (so với USD) từ trung bình đến rất mạnh, khoảng 30-60% trong vòng 10 năm qua: Kip Lào (LAK) và Gourde Haiti (HTG) mất giá nhiều nhất, lên đến gần 60%. Kyat Myanmar (MMK), Franc Burundi (BIF) và Metical Mozambique (MZN) mất giá khoảng 50%. Tanzania (TZS) ghi nhận mức mất giá thấp nhất, vào khoảng 33%.

Rủi ro này thể hiện rõ nét hơn trong giai đoạn đầu tư ban đầu của VGI do dư nợ vay bằng đồng USD ở mức cao. Tuy nhiên, khi VGI đã thanh toán phần lớn các khoản nợ

vay bằng USD trong 10 năm qua cùng với sự tăng trưởng tích cực của lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi, rủi ro được kiểm soát tốt hơn.

HSC nhận thấy VGI hiện phải đối mặt với hai tầng rủi ro tỷ giá riêng biệt:

- Thứ nhất, các công ty con của VGI có thể phát sinh lãi hoặc lỗ tỷ giá từ các khoản tiền có gốc ngoại tệ khác với đồng tiền chức năng tương ứng của mình, đáng chú ý nhất là các khoản vay bằng USD. Ví dụ, khi đồng nội tệ tại nước sở tại mất giá so với USD, giá trị quy đổi của dư nợ vay USD sẽ tăng lên, dẫn đến lỗ tỷ giá trên báo cáo KQKD của công ty con, từ đó chuyển hóa trực tiếp thành chi phí lỗ tỷ giá trên BCTC hợp nhất của VGI.
- Thứ hai, VGI chịu rủi ro chênh lệch tỷ giá quy đổi khi chuyển đổi BCTC của các công ty con ở nước ngoài – vốn được lập bằng đồng tiền chức năng sở tại – sang VND phục vụ mục đích hợp nhất. Các khoản chênh lệch tỷ giá do chuyển đổi này thông thường được hạch toán và tích lũy tại mục chênh lệch tỷ giá hối đoái trong phần vốn CSH hợp nhất, thay vì ghi nhận trên báo cáo kết quả HĐKD, và chỉ được kết chuyển khi công ty thực hiện thanh lý công ty con ở nước ngoài có liên quan.

Bên cạnh rủi ro biến động tỷ giá, VGI còn gặp khó khăn trong việc thu xếp nguồn tiền bằng USD tại một số nước. Tại Burundi và Myanmar, thị trường ngoại hối ghi nhận mức chênh lệch rất lớn giữa tỷ giá chính thức do ngân hàng trung ương công bố và tỷ giá giao dịch thực tế trên thị trường tự do. Tại Myanmar, kể từ biến cố chính trị năm 2021, chính quyền sở tại đã thắt chặt chính sách quản lý ngoại hối thông qua cơ chế bắt buộc chuyển đổi ngoại tệ sang nội tệ và áp dụng quy trình cấp phép theo từng trường hợp đối với dòng vốn chuyển ra nước ngoài. Các biện pháp can thiệp này dẫn đến tình trạng cạn kiệt thanh khoản USD trong hệ thống ngân hàng, làm cơ chế tỷ giá rơi vào trạng thái méo mó trầm trọng và doanh nghiệp phải hoạt động trong sự bất an từ các cú quay xe chính sách. Do đó, hoạt động chuyển lợi nhuận về nước phụ thuộc lớn vào sự can thiệp hành chính thay vì vận hành theo cơ chế thị trường minh bạch, khiến Myanmar trở thành một trong những thị trường có rủi ro hồi hương dòng vốn cao nhất khu vực ASEAN. Nhằm giảm thiểu rủi ro này, VGI đã chủ động đa dạng hóa rổ tiền tệ thanh toán sang các đồng tiền khác như Nhân dân tệ (RMB) và Baht Thái (THB), qua đó giảm bớt sự phụ thuộc vào đồng USD, đặc biệt tại những thị trường chịu áp lực thanh khoản ngoại tệ lớn.

Phân tích tài chính

Trong năm 2025, doanh thu và lợi nhuận của VGI đạt mức cao kỷ lục, với tỷ suất lợi nhuận tiệm cận với nhóm các tập đoàn viễn thông hàng đầu trên toàn cầu sau khi đã xử lý dứt điểm phần lớn số lỗ lũy kế trong quá khứ. Trong khi đó, quy mô tài sản trên bảng CĐKT tăng chậm lại rõ rệt do phần lớn các dự án đầu tư quốc tế đã vượt qua chu kỳ thâm dụng vốn lớn và giai đoạn chịu lỗ ban đầu. Nhờ việc xóa hoàn toàn lỗ lũy kế trong năm 2024 cùng với KQKD đặc biệt khả quan trong hai năm vừa qua, VGI đã bắt đầu thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt kể từ năm 2024.

Trong báo cáo này, chúng tôi tiến hành phân tích BCTC hợp nhất của VGI. HSC lưu ý rằng các công ty con tại 6 thị trường – bao gồm 2 thị trường Đông Nam Á (Campuchia, Timor-Leste), 3 thị trường Châu Phi (Mozambique, Tanzania, Burundi) và 1 thị trường Mỹ Latinh (Haiti) – được hợp nhất kinh doanh toàn phần, trong khi Unitel (Lào) và Mytel (Myanmar) được ghi nhận là công ty liên kết và hạch toán theo phương pháp vốn CSH.

Lợi nhuận: Khép lại chu kỳ lỗ lũy kế

Doanh thu thuần: tăng trưởng với tốc độ CAGR 10 năm đạt 12%

Trong giai đoạn 2015–2025, doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 10 năm ở mức 12%, chạm mốc 44,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2025. Quỹ đạo mở rộng này gần như liên tục và chỉ ghi nhận một nhịp gián đoạn duy nhất vào năm 2018 do doanh thu công ty mẹ sụt giảm – chủ yếu từ mảng cung ứng thiết bị và dịch vụ khi các công ty con và công ty liên kết được trao quyền tự chủ mua sắm (dưới sự phê duyệt giá của công ty mẹ). Trong đó, các thị trường Châu Phi ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh nhất, với CAGR 10 năm đạt 17% trong giai đoạn 2015-2025, trong khi khu vực Đông Nam Á và Mỹ Latinh đều đạt CAGR 10 năm trong cùng giai đoạn là 10%.

Mức tăng trưởng thậm chí còn ấn tượng hơn nếu nhìn vào giai đoạn 5 năm vừa qua. Trong giai đoạn 2020-2025, doanh thu thuần của VGI tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 18% (28% tại các thị trường Châu Phi, và 12% tại các thị trường Đông Nam Á và Mỹ Latinh).

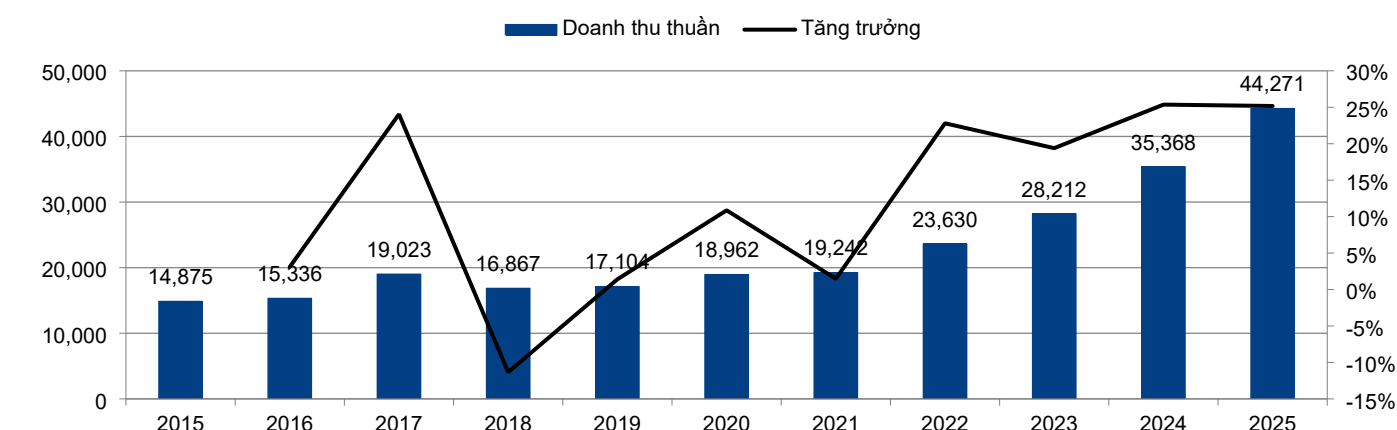
KQKD ấn tượng này là "quả ngọt" đến từ hai yếu tố cốt lõi: chiến lược đầu tư táo bạo khi đặt cược sớm vào các thị trường đang phát triển với dư địa mở rộng lớn và năng lực chiếm lĩnh thị phần tại các thị trường này.

Lợi nhuận cốt lõi và tỷ suất lợi nhuận cùng bứt phá

Khi quy mô thuê bao phình to, bài toán tối ưu chi phí phát huy tác dụng, với chi phí cho mỗi thuê bao mới giảm xuống mức rất thấp. Đồng thời, quá trình chuyển đổi từ SIM vật lý và thẻ cào truyền thống sang giải pháp eSIM cùng các kênh nạp tiền trực tuyến cũng đã giúp công ty tiết giảm chi phí. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp dần cải thiện, đạt mức cao kỷ lục 51,3% trong năm 2025. Tỷ suất EBITDA cũng đạt 34,3%, tương đương với các công ty cùng ngành trên thế giới. LNTT từ HĐKD cốt lõi (loại trừ lãi/lỗ tỷ giá thuần và các khoản trích lập dự phòng) tăng trưởng với tốc độ CAGR 10 năm là 25%.

Biểu đồ 22: Doanh thu thuần (Tỷ đồng), VGI

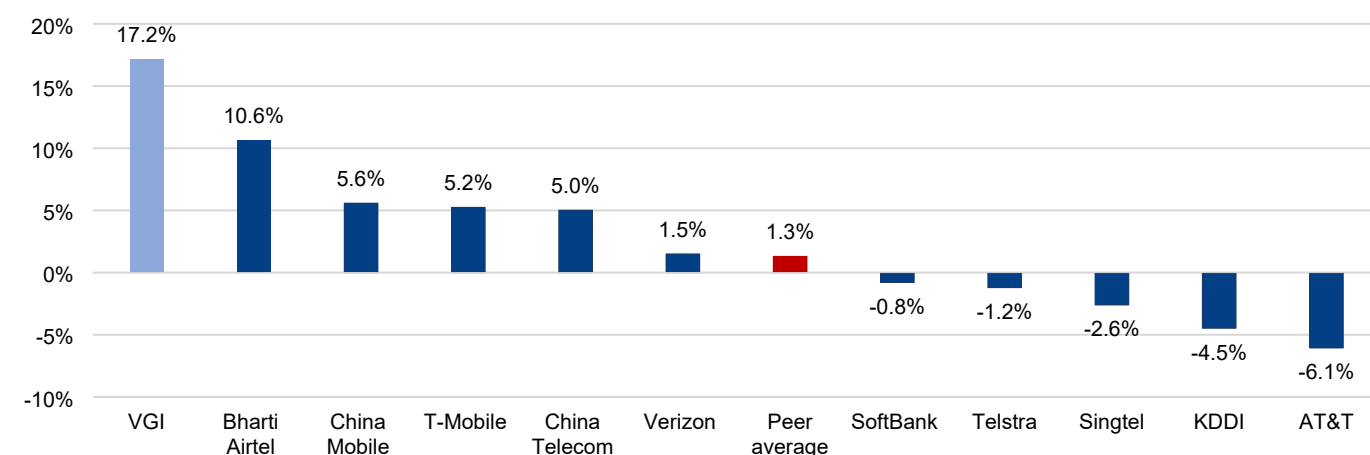
Doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 10 năm đạt 12% trong giai đoạn 2015-2025



Nguồn: VGI

Biểu đồ 23: Tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm của doanh thu giai đoạn 2020-2025, VGI và các DN cùng ngành

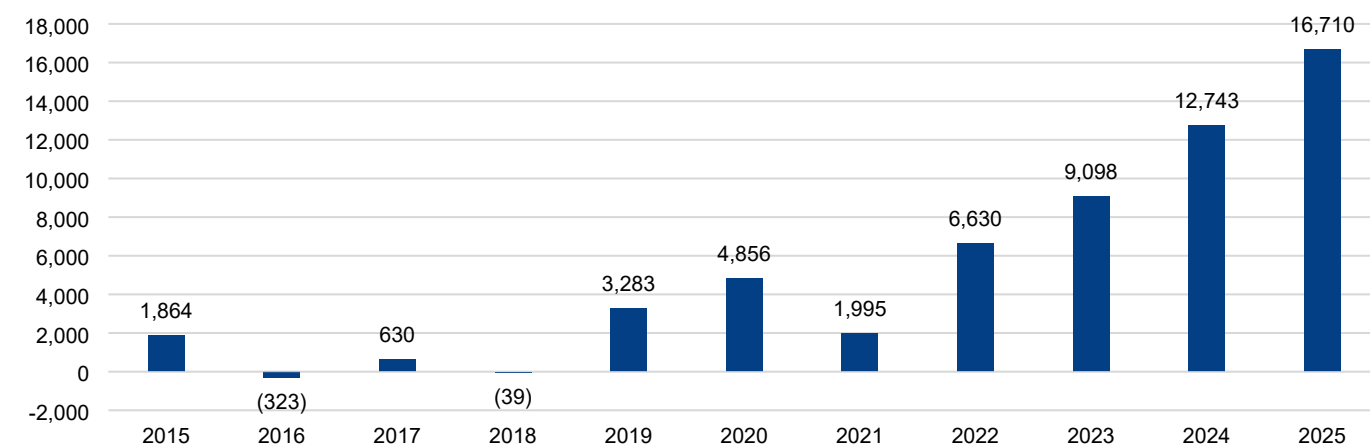
CAGR doanh thu 5 năm của VGI đạt 17,2%, so với mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành là 1,3%



Nguồn: VGI, Bloomberg

Biểu đồ 24: LNTT của HĐKD cốt lõi (Tỷ đồng), VGI

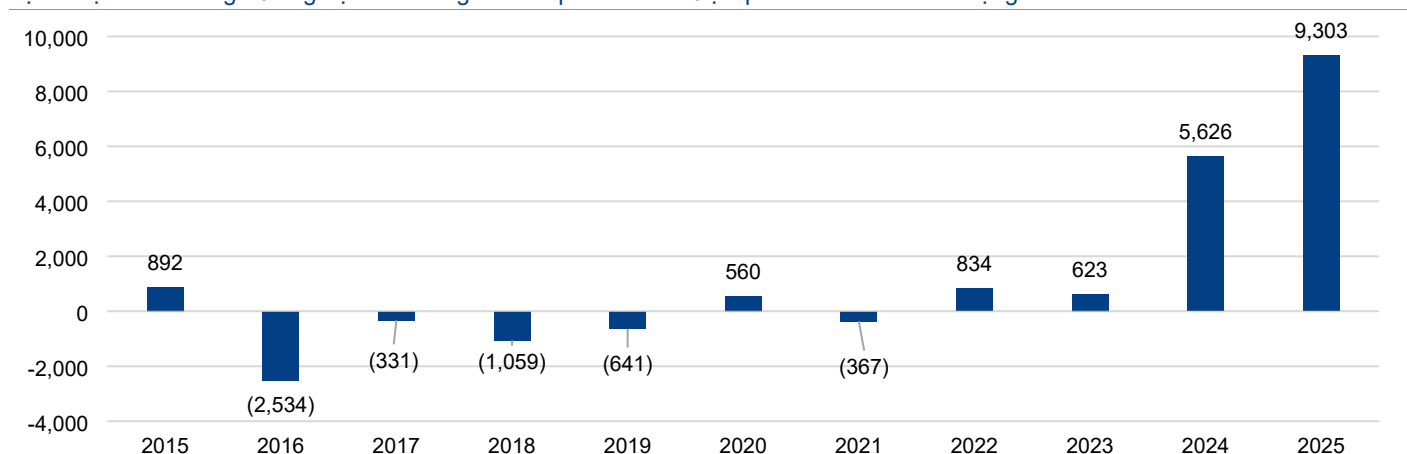
LNTT của HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 10 năm ở mức 25% trong gđ 2015-2025



Nguồn: VGI, HSC

Biểu đồ 25: Lợi nhuận thuần (Tỷ đồng), VGI

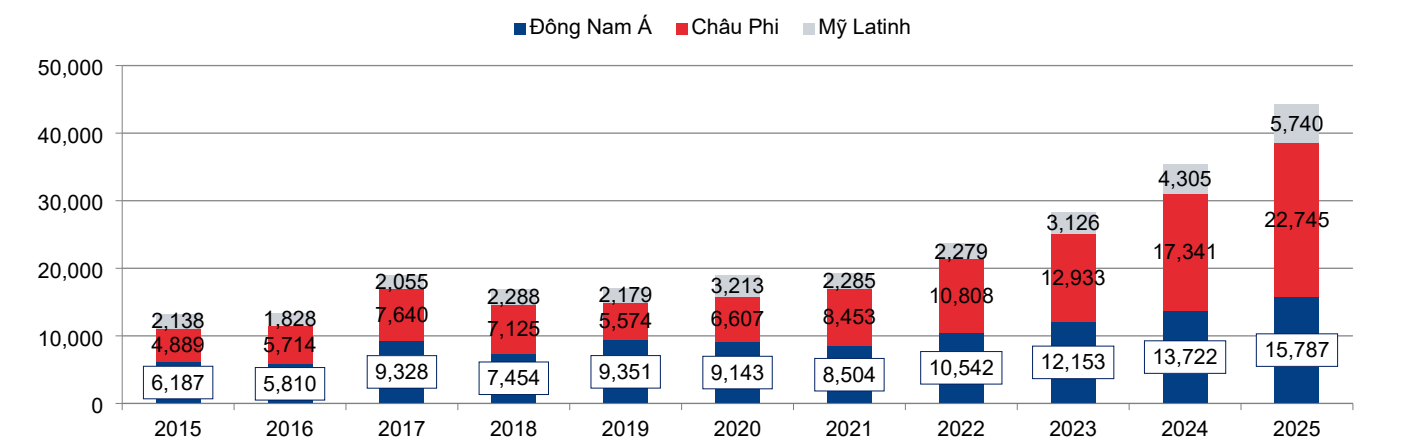
Lợi nhuận thuần tăng trưởng đột biến trong 2 năm qua sau khi vượt qua các khoản lỗ tồn đọng.



Nguồn: VGI

Biểu đồ 26: Cơ cấu doanh thu theo thị trường (tỷ đồng), VGI

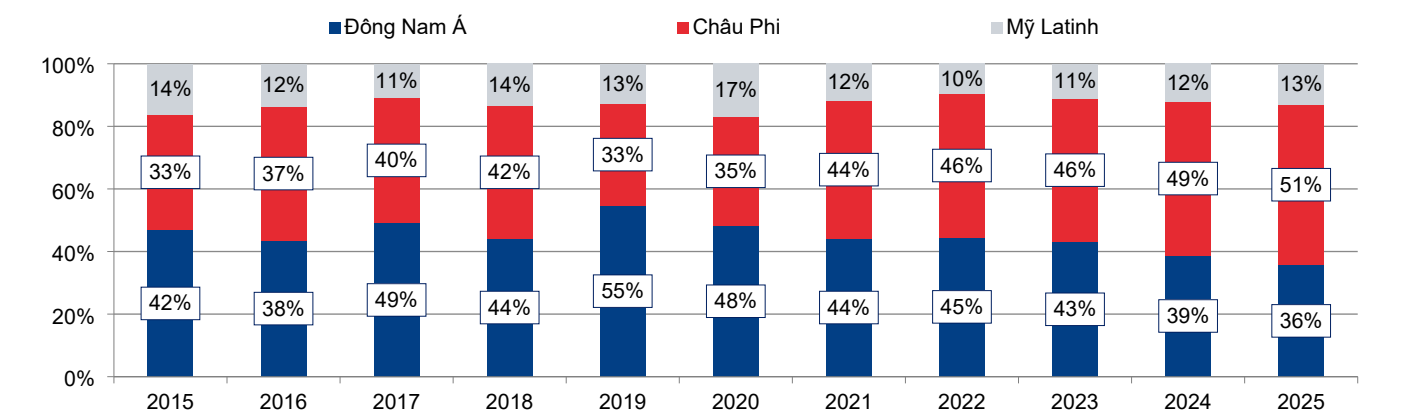
Các thị trường châu Phi ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh nhất trong 10 năm qua.



Nguồn: VGI

Biểu đồ 27: Đóng góp doanh thu theo thị trường, VGI

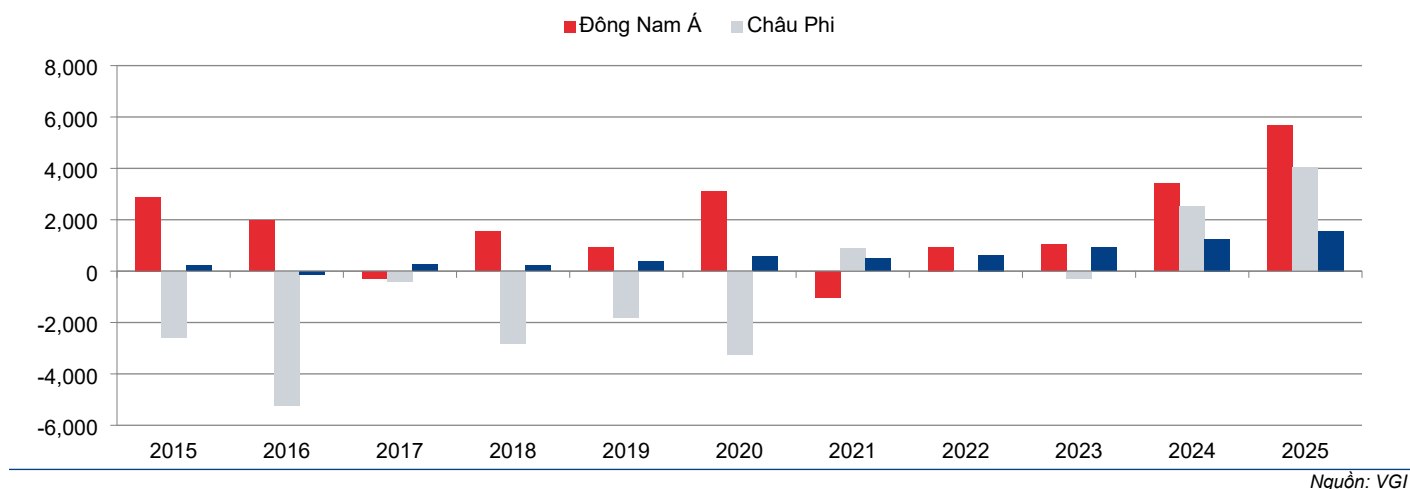
Châu Phi đóng góp 51% doanh thu năm 2025, tiếp theo là Đông Nam Á với 36% và Mỹ Latinh với 13%.



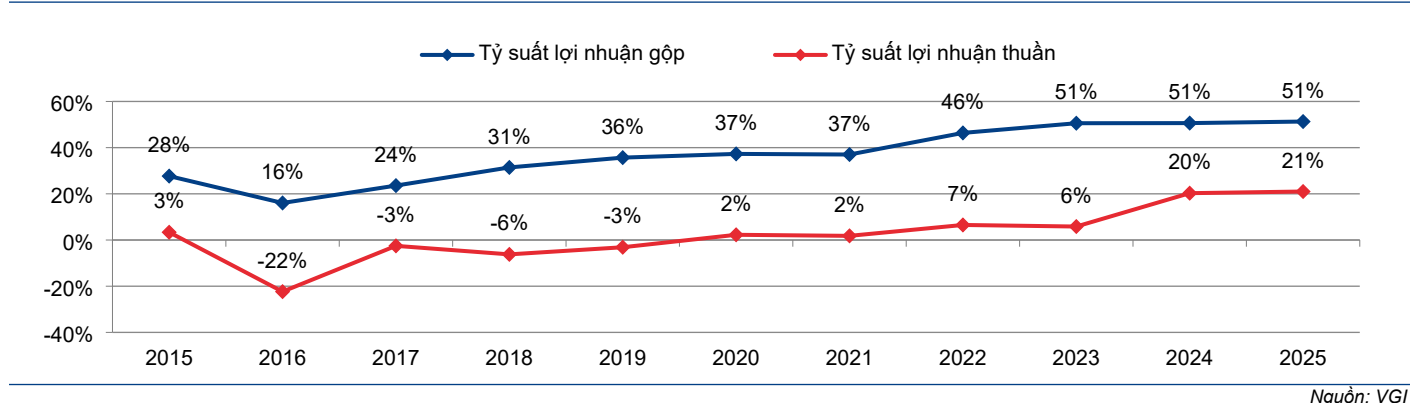
Nguồn: VGI

Biểu đồ 28: LNST theo thị trường, VGI

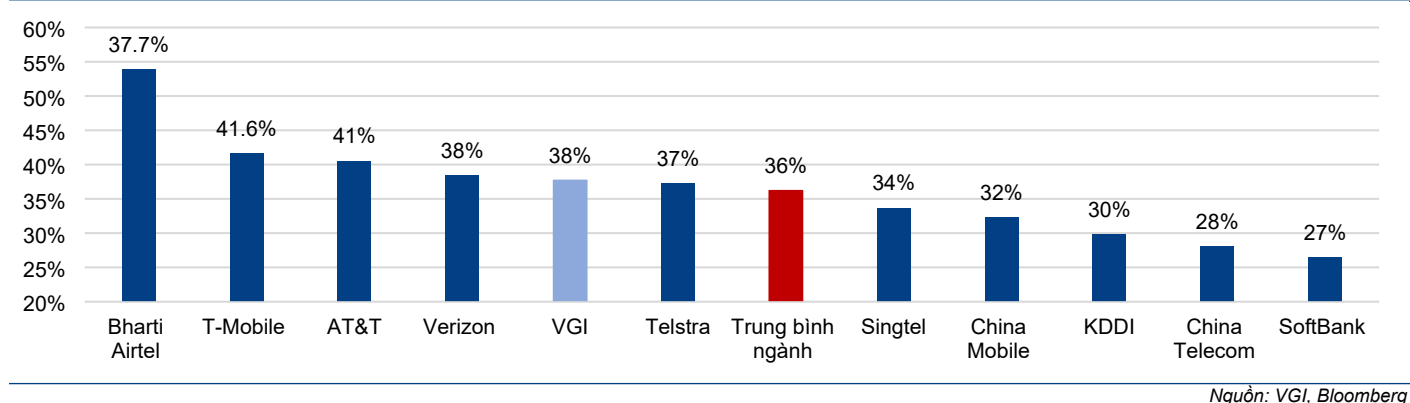
Các thị trường châu Phi ghi nhận khoản lỗ lớn trong giai đoạn 2015–2020 do lỗ tỷ giá, nhưng đã tăng trưởng mạnh trong 2 năm qua.

**Biểu đồ 29: Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần, VGI**

Tỷ suất lợi nhuận đã cải thiện qua các năm và đạt đỉnh năm 2025

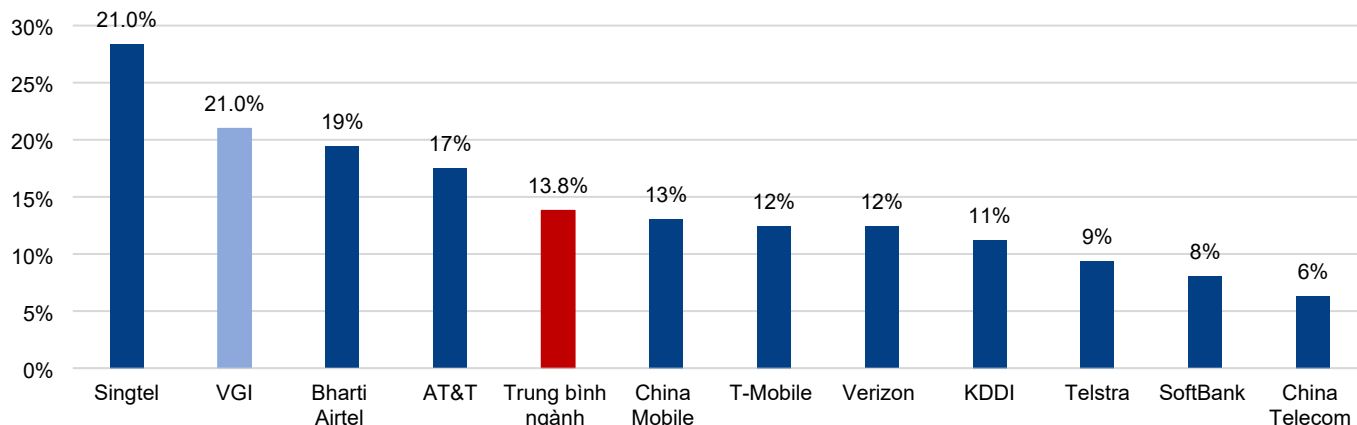
**Biểu đồ 30: Tỷ suất EBITDA năm 2025, VGI và các DN cùng ngành**

Tỷ suất EBITDA năm 2025 của tương đương với các doanh nghiệp cùng ngành.



Biểu đồ 31: Tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2025, VGI và các DN cùng ngành

Tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2025 của VGI cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành.



Nguồn: VGI, Bloomberg

Khép lại chu kỳ lỗ lũy kế

Trong 10 năm qua, dù doanh thu và LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng tích cực, lợi nhuận thuần vẫn biến động lớn do các khoản lỗ tỷ giá và trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng gánh nặng trích lập dự phòng và xử lý lỗ trong quá khứ cơ bản đã được xử lý, qua đó giảm thiểu tối đa rủi ro bào mòn lợi nhuận HĐKD cốt lõi của doanh nghiệp trong các chu kỳ tới. Chi tiết như sau:

- Các khoản phải thu quá hạn của VGI phần lớn bắt nguồn từ các khoản cho vay và bán thiết bị cho Mytel và Nexttel. Tính đến cuối năm 2025, VGI ghi nhận 21,1 nghìn tỷ đồng nợ phải thu quá hạn, chỉ tăng 2% so với cùng kỳ, trong đó Mytel và Nexttel lần lượt chiếm 51% và 45% tổng số dư.

Đối với các khoản này, VGI đã trích lập dự phòng 19,1 nghìn tỷ đồng, tương đương 91% tổng số dư nợ phải thu quá hạn. Trong đó, công ty đã trích lập dự phòng 100% đối với nợ phải thu quá hạn từ Nexttel và 86% đối với Mytel. Triển vọng hoàn nhập dự phòng đối với Mytel là hoàn toàn khả thi khi công ty liên kết này đã có lãi trở lại và bắt đầu hoàn trả một phần nợ phải thu cho VGI trong năm 2025.

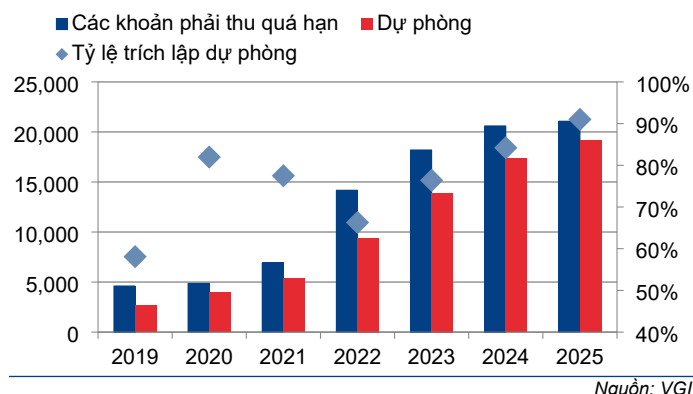
Rủi ro phát sinh mới các khoản nợ phải thu quá hạn nhìn chung đã được kiểm soát tốt, do VGI đã dừng toàn bộ hoạt động tại Nexttel, trong khi tỷ suất sinh lời của Mytel không ngừng cải thiện. Sẽ không có thêm nợ phải thu quá hạn mới phát sinh từ Nexttel. Tuy nhiên, số dư nợ phải thu quá hạn hiện tại từ đơn vị này (vốn được tính bằng USD) vẫn có thể tăng lên nếu đồng USD tăng giá so với VND.

- Trong khi đó, rủi ro tỷ giá nhìn chung nằm trong tầm kiểm soát nhờ quy mô nợ vay bằng USD giảm mạnh (xuống còn 150 triệu USD vào cuối năm 2025, so với mức 700 triệu USD vào cuối năm 2015).

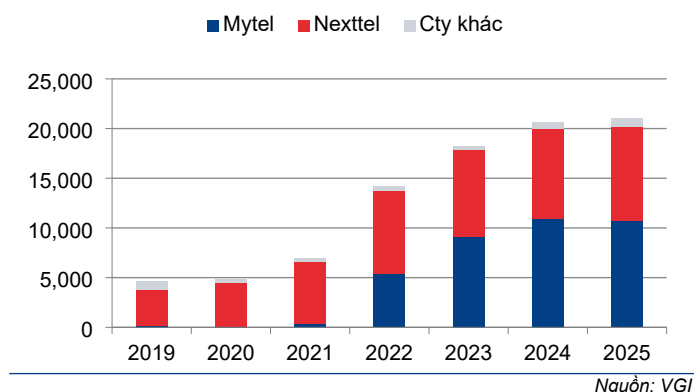
Lợi nhuận thuần phục hồi mạnh trong 2 năm qua

Khi áp lực trích lập dự phòng giảm bớt và rủi ro tỷ giá được kiểm soát tốt, lợi nhuận thuần bắt đầu phục hồi mạnh. Trước năm 2024, bức tranh lợi nhuận thuần của VGI không ngừng biến động và duy trì dưới ngưỡng 1 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, trong 2 năm qua, lợi nhuận thuần cải thiện mạnh, đạt 5,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 (cao gấp 8 lần so với cùng kỳ) và tiếp tục bứt phá lên 9,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 65%). Tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2025 đạt mức cao kỷ lục 21%, cao hơn nhiều so với mức bình quân 13,8% của các công ty cùng ngành trên toàn cầu.

Biểu đồ 32: Các khoản phải thu quá hạn và dự phòng, VGI
VGI đã trích lập dự phòng cho 91% các khoản phải thu quá hạn.



Biểu đồ 33: Cơ cấu các khoản phải thu quá hạn, VGI
96% các khoản phải thu quá hạn của VGI đến từ Mytel & Nexttel.



Bảng 34: Phân tích các khoản phải thu quá hạn và dự phòng, VGI

Cuối năm 2025, VGI đã trích lập dự phòng đầy đủ cho các khoản phải thu quá hạn từ Nexttel và 86% cho các khoản phải thu quá hạn từ Mytel.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Các khoản phải thu quá hạn	4,607	4,867	6,923	14,176	18,199	20,603	21,071
Mytel	211	20	407	5,333	9,111	10,912	10,756
Nexttel	3,541	4,485	6,142	8,437	8,690	9,070	9,469
Công ty khác	855	362	374	405	399	621	847
Dự phòng	2,676	3,990	5,365	9,397	13,904	17,348	19,177
Mytel	-	-	-	2,234	4,818	7,829	9,248
Nexttel	2,471	3,698	5,014	6,772	8,690	9,070	9,469
Công ty khác	205	292	351	391	395	449	460
% tỷ lệ trích lập dự phòng							
Tổng	58.1%	82.0%	77.5%	66.3%	76.4%	84.2%	91.0%
Mytel	0.0%	0.0%	0.0%	41.9%	52.9%	71.7%	86.0%
Nexttel	69.8%	82.5%	81.6%	80.3%	100.0%	100.0%	100.0%
Công ty khác	24.0%	80.6%	93.8%	96.4%	99.1%	72.3%	54.4%

Nguồn: VGI

Bảng 35: KQKD giai đoạn 2015-2025, VGI

Lợi nhuận biến động mạnh trong giai đoạn 2015–2025, nhưng đã phục hồi mạnh trong 2 năm qua sau khi xử lý xong các khoản lỗ tồn đọng.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	14,875	15,336	19,023	16,867	17,104	18,962	19,242	23,630	28,212	35,368	44,271
LNTT báo cáo	1,266	(3,037)	27	(150)	12	1,201	880	3,014	3,879	10,667	15,176
Lợi nhuận thuần	892	(2,534)	(331)	(1,059)	(641)	560	(367)	834	623	5,626	9,303
Lãi/lỗ ròng không thường xuyên	(598)	(2,714)	(603)	(111)	(3,270)	(3,655)	(1,114)	(3,616)	(5,219)	(2,076)	(1,535)
Lãi/lỗ tỷ giá	(598)	(2,710)	(311)	(242)	(713)	(2,330)	250	440	(708)	1,416	178
Chi phí dự phòng	-	(4)	(292)	131	(2,557)	(1,325)	(1,365)	(4,056)	(4,510)	(3,493)	(1,712)
LNTT cốt lõi	1,864	(323)	630	(39)	3,283	4,856	1,995	6,630	9,098	12,743	16,710
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	3.1%	24.0%	-11.3%	1.4%	10.9%	1.5%	22.8%	19.4%	25.4%	25.2%	
LNTT	-339.9%	N/m	-658.8%	N/m	9855.6%	-26.7%	242.4%	28.7%	175.0%	42.3%	
Lợi nhuận thuần	-384.2%	-86.9%	219.5%	-39.5%	N/m	-165.5%	N/m	-25.4%	803.8%	65.3%	
LNTT cốt lõi	-117.3%	N/m	-106.2%	N/m	47.9%	-58.9%	232.4%	37.2%	40.1%	31.1%	
Tỷ suất lợi nhuận											
Tỷ suất LNTT	8.5%	-19.8%	0.1%	-0.9%	0.1%	6.3%	4.6%	12.8%	13.8%	30.2%	34.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.0%	-16.5%	-1.7%	-6.3%	-3.7%	3.0%	-1.9%	3.5%	2.2%	15.9%	21.0%
Tỷ suất LNTT cốt lõi	12.5%	-2.1%	3.3%	-0.2%	19.2%	25.6%	10.4%	28.1%	32.2%	36.0%	37.7%

Nguồn: VGI

KQKD theo khu vực địa lý

Thị trường Đông Nam Á thể hiện sức chống chịu vượt trội. KQKD vững chắc tại Campuchia, Lào và Timor-Leste đã bù đắp phần lớn (thậm chí toàn bộ) các khoản lỗ cùng chi phí dự phòng phát sinh tại thị trường Myanmar.

Khu vực Đông Nam Á chỉ ghi nhận khoản lỗ nhẹ 306 tỷ đồng vào năm 2017 và mức lỗ vừa phải 1 nghìn tỷ đồng vào năm 2021. Các năm còn lại trong giai đoạn 2015-2025 đều duy trì trạng thái có lãi. Kết quả này càng đáng chú ý khi khu vực phải hấp thụ gánh nặng trích lập dự phòng rất lớn cho Mytel trong giai đoạn 2022-2024 (lũy kế 7,8 nghìn tỷ đồng, bình quân 2,2-3 nghìn tỷ đồng/năm).

Các thị trường này ghi nhận LNST đáng khích lệ 3,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 dù phải trích lập dự phòng 3 nghìn tỷ đồng cho các khoản phải thu từ Mytel. Sang năm 2025, LNST của khu vực này cải thiện mạnh lên 5,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 66%), khi Mytel có lãi trở lại và áp lực trích lập dự phòng cho các khoản phải thu từ Mytel cũng giảm mạnh.

Thị trường Châu Phi gần như chìm trong trạng thái thua lỗ trong giai đoạn trước năm 2024, ngoại trừ điểm sáng hiếm hoi vào năm 2021. Các khoản lỗ trong giai đoạn 2015-2020 phần lớn bắt nguồn từ lỗ tỷ giá, trong khi giai đoạn 2022-2023 chủ yếu do trích lập dự phòng cho Nexttel.

Tuy nhiên, nhờ chính sách điều hành tỷ giá thận trọng hơn tại các quốc gia sở tại cùng việc VGI đã hoàn tất 100% trích lập dự phòng cho Nexttel vào cuối năm 2023, lợi nhuận từ khối thị trường Châu Phi đã đảo chiều sang dương trong 2 năm qua, đạt 2,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 và bứt phá lên 4 nghìn tỷ đồng trong 2025 (tăng trưởng 60%). Tính đến năm 2025, Tanzania là thị trường duy nhất còn thua lỗ, trong khi cả Mozambique và Burundi đều đã tạo ra lợi nhuận.

Thị trường Mỹ Latinh (Haiti) thể hiện sức chống chịu vượt trội và tính ổn định cao nhất trong danh mục khi chỉ ghi nhận thua lỗ duy nhất vào năm 2016, trong khi toàn bộ các năm còn lại của chu kỳ 2015-2025 đều duy trì trạng thái có lãi. LNST từ thị trường này cũng duy trì đà tăng trưởng bền bỉ, mở rộng từ mức 213 tỷ đồng trong năm 2015 lên 1,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2025, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 10 năm đạt 22%.

Bảng CĐKT và dòng tiền: Nợ vay giảm mạnh và tiền mặt dồi dào

Tổng nợ vay đã giảm 72% trong 10 năm qua, xuống còn 5 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025 (từ mức 18 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2015). Nhờ đó, các chỉ số đòn bẩy tài chính đã giảm rõ rệt, với tỷ lệ nợ/tổng tài sản giảm từ 42,1% tại thời điểm cuối năm 2015 xuống chỉ còn 6,2% vào cuối năm 2025; trong khi tỷ lệ tổng nợ/vốn CSH giảm mạnh từ 115,9% xuống mức an toàn 11,7%.

VGI cũng đã chuyển sang vị thế tiền mặt thuần kể từ năm 2021. Tính đến cuối năm 2025, VGI sở hữu vị thế tiền mặt thuần dồi dào với 40 nghìn tỷ đồng.

Bảng 36: Dư nợ, VGI

VGI đã giảm đáng kể đòn bẩy tài chính trong 10 năm qua.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vay ngắn hạn	7,756	11,089	11,913	9,229	6,857	6,356	6,663	3,669	1,871	1,748	2,770
Vay dài hạn	10,213	10,009	7,983	10,376	11,123	8,705	5,575	2,289	1,071	975	2,257
Tổng nợ	17,969	21,099	19,896	19,605	17,981	15,061	12,238	5,958	2,941	2,723	5,027
Tiền và đầu tư ngắn hạn	5,766	8,471	5,909	10,836	10,404	11,514	12,596	16,902	23,114	36,864	45,060
Nợ thuần/(tiền thuần)	12,203	12,628	13,987	8,769	7,577	3,547	(359)	(10,944)	(20,172)	(34,141)	(40,033)
% tổng nợ/Tổng tài sản	42.1%	45.0%	38.3%	33.9%	29.5%	25.5%	23.2%	11.8%	5.6%	4.3%	6.2%
% tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	115.9%	114.8%	107.8%	79.5%	62.3%	50.4%	42.7%	20.5%	9.6%	7.6%	11.7%

Nguồn: VGI

Quá trình giảm mạnh tỷ lệ đòn bẩy này phản ánh đúng chu kỳ vốn đặc thù của ngành viễn thông, vốn đòi hỏi gánh nặng vốn đầu tư ban đầu rất lớn để phủ sóng hạ tầng trong giai đoạn đầu tích lũy số lượng thuê bao (tổng vốn đầu tư giai đoạn 2015-2016 từng chiếm tới 40-60% doanh thu thuần), trước khi bước vào giai đoạn gặt hái dòng

tiền dồi dào để hoàn trả nợ vay. Do đó, đòn bẩy tài chính thường ở mức tương đối cao trong giai đoạn đầu. Tuy nhiên, khi HĐKD bước vào giai đoạn trưởng thành hơn và tạo ra dòng tiền ổn định, các khoản nợ vay sẽ dần được thanh toán và đòn bẩy tài chính nhờ đó giảm xuống theo thời gian.

Do hầu hết các thị trường của VGI đều đã đi vào hoạt động hơn 10 năm (ngoại trừ Mytel tại Myanmar đã hoạt động được 8 năm), nhu cầu vay nợ giảm đáng kể. Trong giai đoạn 2020-2025, tổng vốn đầu tư chỉ dao động trong khoảng 2-6 nghìn tỷ đồng mỗi năm, tương đương 9-13% tổng doanh thu thuần và 3-5% tổng tài sản, chủ yếu dùng để nâng cấp hạ tầng cũng như gia hạn hoặc mua mới các giấy phép băng tần.

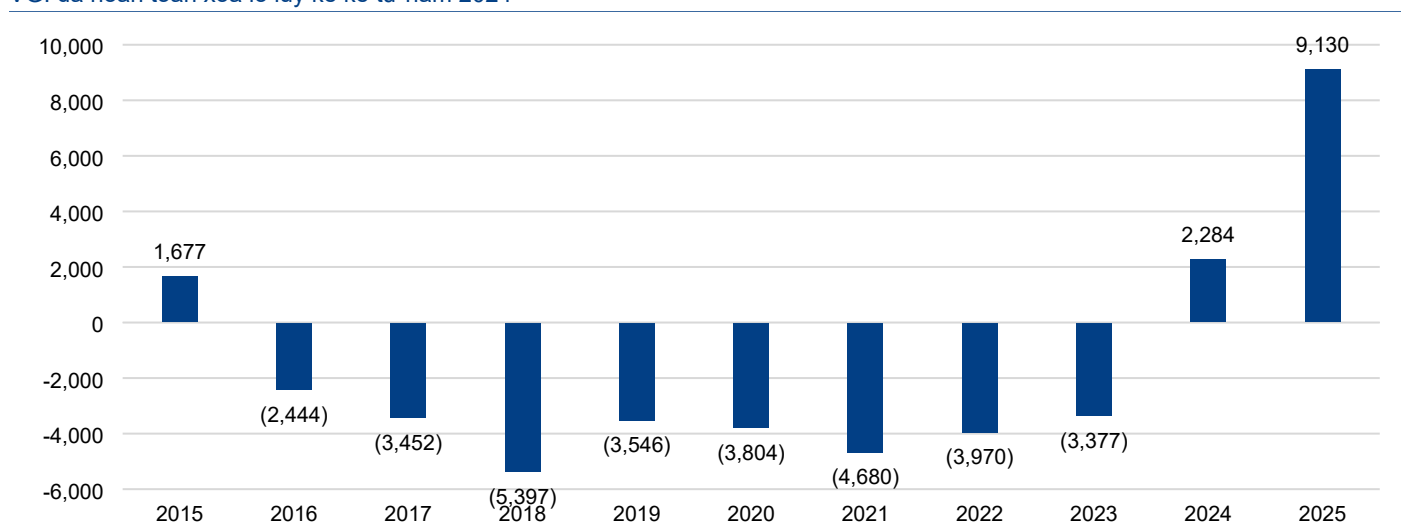
Chi trả cổ tức

HSC ghi nhận các điểm đáng chú ý như sau:

- Cổ tức bằng tiền mặt: VGI bắt đầu chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ năm 2024 sau khi xóa sạch các khoản lỗ lũy kế. Cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu đạt 750 đồng trong năm 2024, tương ứng với tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức 40,6%. Sang năm 2025, công ty dự kiến tăng mạnh mức chi trả lên 3.300 đồng/cổ phiếu, tương đương tỷ lệ lợi nhuận chi trả 108% và lợi suất cổ tức 3,9% theo thị giá hiện tại.
- Cổ tức bằng cổ phiếu: VGI không thực hiện chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trong suốt 10 năm qua. Công ty đã thực hiện phát hành riêng lẻ trong các năm 2018 và 2019, với 8 triệu cổ phiếu được phát hành cho cổ đông lớn Tập đoàn Viettel mỗi đợt với mức giá 10.000 đồng/cổ phiếu. Vốn điều lệ sau đó đã tăng thêm 8 nghìn tỷ đồng trong các năm 2016 và 2018 lên mức 30,4 nghìn tỷ đồng và duy trì ổn định ở quy mô này kể từ năm 2018.t

Biểu đồ 37: Lợi nhuận chưa phân phối (tỷ đồng), VGI

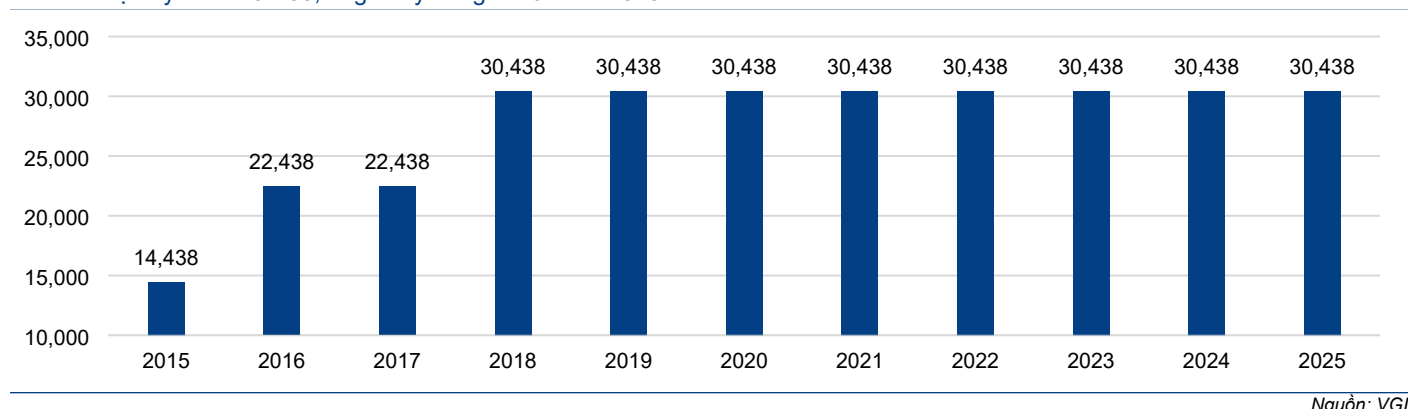
VGI đã hoàn toàn xóa lỗ lũy kế kể từ năm 2024



Nguồn: VGI

Biểu đồ 38: Vốn điều lệ (tỷ đồng), VGI

Vốn điều lệ duy trì ở mức 30,4 nghìn tỷ đồng kể từ năm 2018

**Ý kiến kiểm toán ngoại trừ có thể sớm được loại bỏ**

BCTC kiểm toán của VGI đã phải nhận ý kiến ngoại trừ từ đơn vị kiểm toán kể từ năm 2018 do các vướng mắc tại các khoản đầu tư quốc tế. Cụ thể, kiểm toán viên không thể thu thập đầy đủ bằng chứng kiểm toán thích hợp liên quan đến: (i) khả năng thu hồi các khoản phải thu, cho vay và giá trị khoản đầu tư vào Mytel và Nexttel; (ii) thời điểm ghi nhận cũng như ảnh hưởng của việc không hợp nhất BCTC đối với Nexttel trong các kỳ kế toán trước đó.

VGI đã xử lý được một phần các ý kiến ngoại trừ này. Tính đến năm 2025, BCTC kiểm toán của công ty mẹ đã hoàn toàn không còn ý kiến ngoại trừ (ý kiến chấp nhận toàn phần), trong khi BCTC hợp nhất chỉ còn nhận ý kiến ngoại trừ liên quan đến việc ngừng hợp nhất đối với Nexttel. Nhờ việc VGI đã hoàn tất báo cáo toàn diện thực trạng tại Nexttel lên Chính phủ, chúng tôi kỳ vọng điểm ngoại trừ kiểm toán cuối cùng này sẽ sớm được tháo gỡ dứt điểm, nhiều khả năng ngay trong năm 2026.

Dự báo lợi nhuận

HSC dự báo cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của VGI sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn 2025-2028) ở mức 19% nhờ đà tăng trưởng vững chắc tại các thị trường đang hoạt động, đặc biệt là Châu Phi và Mỹ Latinh. Đáng chú ý, chúng tôi chưa phản ánh bất kỳ đóng góp nào từ các thị trường mới vào mô hình dự báo lợi nhuận cho đến khi kế hoạch thâm nhập và giải ngân đầu tư được xác nhận rõ ràng hơn.

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028: Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 19%

Doanh thu thuần: HSC dự báo doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt 23%/18%/16% trong giai đoạn 2026-2028 (CAGR 3 năm đạt 18,9%), trong đó động lực tăng trưởng chính đến từ khối thị trường Châu Phi và Mỹ Latinh. Cả hai khu vực này được kỳ vọng đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu tương ứng 25%/20%/18% (CAGR 3 năm đạt 21%) nhờ dư địa thâm nhập còn rất lớn về quy mô thuê bao và tiềm năng mở rộng thị phần. Trong khi đó, chúng tôi dự báo doanh thu của thị trường Đông Nam Á sẽ tăng trưởng ở mức vừa phải hơn, lần lượt đạt 18%/15%/12% trong các năm 2026/2027/2028 (CAGR 3 năm đạt 15%), do các thị trường này nhìn chung đã phát triển hơn so với hai khu vực còn lại.

Tỷ suất lợi nhuận gộp: Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp lần lượt đạt 51%/51,1%/51,2% trong các năm 2026/2027/2028 (so với mức 51,3% trong năm 2025). Đà cải thiện kỳ vọng trong giai đoạn 2027-2028 chủ yếu được thúc đẩy bởi sự mở rộng liên tục và vững chắc của cơ sở thuê bao.

Chi phí bán hàng & quản lý: Trong khi đó, HSC dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý (không bao gồm chi phí dự phòng) trên doanh thu lần lượt duy trì ở mức 11% và 10% trong các năm dự báo, tương đương với mức đã ghi nhận trong năm 2025. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng dự báo chi phí dự phòng 500 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn dự báo dựa trên kỳ vọng áp lực trích lập dự phòng sẽ giảm bớt, mặc dù VGI sẽ tiếp tục trích lập cho phần nợ quá hạn từ Mytel (1 nghìn tỷ đồng), đồng thời dự phòng cho khả năng nợ quá hạn từ Nexttel gia tăng theo đà mất giá của VND so với USD.

Lợi nhuận HD tài chính: HSC dự báo lợi nhuận HD tài chính đạt 1,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, 1,07 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 và 1,12 nghìn tỷ đồng trong năm 2028 (so với 2,09 nghìn tỷ đồng trong năm 2025), dựa trên giả định lỗ tỷ giá ở mức 1,5 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn dự báo – thận trọng hơn so với mục tiêu lỗ tỷ giá 1 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 do BLĐ đặt ra.

LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần: Dựa trên các cơ sở trên, chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2026/2027/2028 sẽ tăng trưởng lần lượt 25%/14%/15%. Dựa trên giả định thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu dụng ở mức 25%, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 22%/19%/17% trong các năm tương ứng. Lưu ý rằng các thị trường nước ngoài của VGI có xu hướng áp dụng mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cao hơn Việt Nam, ngoại trừ Timor-Leste. Cần lưu ý thêm là Mytel hiện đang được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp nhờ các khoản lỗ lũy kế, dù đã có lãi trở lại từ năm 2025.

Dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2027 hiện đang cao hơn một chút so với mức kỳ vọng thấp của thị trường.

Bảng 39: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, VGI

Chúng tôi dự báo CAGR 3 năm đạt 19% đối với cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2026–2028.

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	Tăng trưởng			3Y CAGR
					2026F	2027F	2028F	
Doanh thu thuần	44,271	54,234	64,150	74,411	22.5%	18.3%	16.0%	18.9%
Lợi nhuận thuần	9,303	11,689	13,475	15,624	25.6%	15.3%	16.0%	18.9%
LNTT 'cốt lõi'	16,710	20,848	23,728	27,195	24.8%	13.8%	14.6%	17.6%
EBITDA	16,705	20,430	24,323	28,431	22.3%	19.1%	16.9%	19.4%

Nguồn: HSC

Bảng 40: Dự báo cơ cấu doanh thu, VGI

HSC dự báo các thị trường châu Phi và Mỹ Latinh sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2025–28F, với CAGR 3 năm đạt 21% ở cả hai thị trường

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	Tăng trưởng			
					2026F	2027F	2028F	3Y CAGR
Doanh thu thuần	44,271	54,234	64,150	74,411	22.5%	18.3%	16.0%	18.9%
Đông Nam Á	15,787	18,628	21,423	23,993	18.0%	15.0%	12.0%	15.0%
Châu Phi	22,745	28,431	34,117	40,258	25.0%	20.0%	18.0%	21.0%
Mỹ Latinh	5,740	7,175	8,609	10,159	25.0%	20.0%	18.0%	21.0%
Đóng góp								
Đông Nam Á	35.7%	34.3%	33.4%	32.2%				
Châu Phi	51.4%	52.4%	53.2%	54.1%				
Mỹ Latinh	13.0%	13.2%	13.4%	13.7%				

Nguồn: VGI

Bảng 41: Thuế suất thuế TNDN áp dụng tại các thị trường của VGI

Hầu hết các thị trường nước ngoài có thuế suất thuế TNDN cao hơn Việt Nam, ngoại trừ Timor-Leste và Myanmar (do Mytel lỗ lũy kế)

Tỷ lệ sở hữu của VGI	Quốc gia	Thuế suất thuế TNDN hiện hành	Thuế suất thuế TNDN hiện hành
Công ty mẹ	Việt Nam	20%	N.a
Công ty con			
Metfone	Campuchia	20%	10%
Telecom	Timor Leste	10%	0%
Halotel	Tanzania		Chưa áp dụng
Movitel	Mozambique	24%	10%
Lumitel	Burundi	30%	15%
Natcom	Haiti	30%	20%
Công ty liên kết			
Unitel	Lào	20%	10%
Mytel	Myanmar	0%	Chưa áp dụng

Nguồn: VGI

KHKD năm 2026

Cho năm 2026, BLĐ đặt kế hoạch doanh thu 52.561 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) và LNTT 13.275 tỷ đồng (giảm 12,5% svck). Mục tiêu doanh thu thuần của công ty có phần thận trọng hơn so với kỳ vọng của HSC, do BLĐ đã tính đến tác động của việc mất giá đồng nội tệ tại các nước mà VGI đang hoạt động. Đáng lưu ý, nếu loại bỏ hoàn toàn yếu tố trượt giá ngoại hối (giả định tỷ giá cố định), mục tiêu tăng trưởng doanh thu thuần của công ty có thể chạm ngưỡng 15% so với cùng kỳ. Đối với mục tiêu LNTT, ban lãnh đạo VGI cũng thận trọng trích lập dự phóng khoản lỗ tỷ giá 1.221 tỷ đồng từ việc đánh giá lại các khoản mục tiền tệ có gốc ngoại tệ, trái ngược hoàn toàn so với lãi tỷ giá 1.074 tỷ đồng đã ghi nhận trong năm 2025. Nếu loại trừ các tác động từ tỷ giá, mục tiêu LNTT từ HĐKD cốt lõi sẽ đạt 13.670 tỷ đồng (tăng trưởng 3%).

KHKD của công ty có phần thấp hơn so với mô hình dự báo của chúng tôi, phản ánh định hướng thận trọng của BLĐ trước các rủi ro vĩ mô tiềm ẩn, đặc biệt là tác động tiêu cực từ tình hình căng thẳng địa chính trị Mỹ - Iran leo thang kể từ cuối tháng 2/2026.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng VGI có tiền lệ liên tục vượt xa các chỉ tiêu kế hoạch kinh doanh đã đề ra trong giai đoạn 2022–2025. Tuy nhiên, trong năm 2021, VGI đã không thể hoàn thành mục tiêu LNTT do chịu tác động tiêu cực từ cú sốc biến động chính trị bất ngờ tại thị trường Myanmar.

Bảng 42: Doanh thu thực tế & kế hoạch, VGI

VGI có lịch sử vượt đáng kể các mục tiêu đề ra trong giai đoạn 2022 - 2025, trong khi không đạt mục tiêu năm 2021 do ảnh hưởng chính trị tại Myanmar

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025
Kế hoạch					
Tổng doanh thu	20,000	23,000	28,000	31,746	38,649
LNTT	1,201	880	3,014	5,477	7,599
Thực tế					
Tổng doanh thu	22,618	27,329	32,165	40,000	49,109
LNTT	880	3,014	3,879	10,667	15,176
Thực tế /kế hoạch					
Tổng doanh thu	113.1%	118.8%	114.9%	126.0%	127.1%
LNTT	73.3%	342.4%	128.7%	194.8%	199.7%

Nguồn: VGI

Bảng 43: Dự nợ thực tế và dự báo, VGI

Chúng tôi kỳ vọng VGI duy trì vị thế tiền thuần mạnh trong giai đoạn dự báo

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Vay ngắn hạn	2,770	3,254	3,849	4,465	5,062	4,685
Vay dài hạn	2,257	3,758	5,316	6,485	7,213	7,457
Tổng nợ	5,027	7,012	9,165	10,950	12,275	12,142
Tiền và đầu tư ngắn hạn	45,060	44,290	46,345	50,691	56,913	64,192
Nợ thuần/(tiền thuần)	(40,033)	(37,278)	(37,180)	(39,741)	(44,637)	(52,050)
Tổng nợ/Tổng tài sản	6.2%	8.2%	9.9%	10.8%	11.1%	10.3%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	11.7%	15.8%	19.2%	20.9%	21.2%	19.0%

Nguồn: HSC

Bảng CĐKT và dòng tiền

Tổng vốn đầu tư: HSC dự phóng tỷ lệ chi phí đầu tư vốn/doanh thu sẽ duy trì ở mức 12% trong các năm 2026 và 2027, trước khi giảm xuống 10% trong năm 2028, tương ứng với quy mô vốn đầu tư dao động trong khoảng 6,5-7,7 nghìn tỷ đồng mỗi năm. Dự báo này hiện chưa bao gồm các dòng vốn đầu tư phân bổ cho việc mở rộng sang các thị trường mới. Nếu VGI chính thức cam kết giải ngân 560 triệu USD vào thị trường Dominica, quy mô chi tiêu vốn có thể tăng gấp đôi trong năm 2026 và 2027.

Dự nợ vay: Chúng tôi kỳ vọng VGI sẽ tiếp tục giữ vững vị thế tiền mặt thuần trong suốt giai đoạn dự báo. Nhờ sở hữu vị thế tiền mặt thuần rất dồi dào (40 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025), áp lực gia tăng đòn bẩy nợ vay để tài trợ cho chiến lược mở rộng sang thị trường mới (nếu có) nhìn chung vẫn nằm trong tầm kiểm soát.

Chi trả cổ tức: Với KQKD vững chắc được dự phóng trong giai đoạn 2026-2028, HSC kỳ vọng VGI sẽ chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 3.300 đồng/cổ phiếu cho năm 2026, 3.500 đồng/cổ phiếu cho năm 2027 và 4.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2028, tương ứng với tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức 86% cho năm 2026, 78-79% cho 2027-2028 và lợi suất cổ tức đạt 4-5%.

Lợi nhuận nửa đầu năm 2026: LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng vọt 68% svck

Trong nửa đầu năm 2026, doanh thu tăng mạnh 29% so với cùng kỳ đạt 26,2 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần tăng vọt 126% so với cùng kỳ, đạt 5,3 nghìn tỷ đồng. Loại trừ lãi/lỗ tỷ giá thuần và các khoản trích lập dự phòng, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 10,3 nghìn tỷ đồng (+68% svck). Doanh thu thuần, lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi trong nửa đầu năm 2026 đã hoàn thành lần lượt 48%, 45% và 49% các dự báo cho cả năm 2026 của HSC. Theo đó, doanh thu thuần nửa cuối năm 2026 dự kiến tăng 17% so với cùng kỳ, đạt 28,1 nghìn tỷ đồng (tăng 7% so với nửa đầu năm), nhưng LNTT từ HĐKD cốt lõi gần như đi ngang so với cùng kỳ, đạt 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng 3% so với nửa đầu năm) và lợi nhuận thuần giảm 8% so với cùng kỳ (đạt 6,4 nghìn tỷ đồng, nhưng tăng 22% so với nửa đầu năm).

Doanh thu thuần 6 tháng đầu năm 2026 ghi nhận đà tăng trưởng bùng nổ đồng đều trên tất cả các thị trường (Đông Nam Á tăng 32% svck, Châu Phi tăng 27% svck và Mỹ Latinh tăng 32% svck). Tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp nhẹ xuống 50,9% trong nửa

đầu năm 2026, so với mức 51,9% trong nửa đầu năm 2025. Chi phí bán hàng & quản lý giảm 3% so với cùng kỳ xuống còn 5,6 nghìn tỷ đồng, nhờ chi phí trích lập dự phòng giảm mạnh (giảm 92% so với cùng kỳ xuống còn 26 tỷ đồng). Lợi nhuận HĐ tài chính tăng gấp 4,7 lần so với cùng kỳ lên 478 tỷ đồng nhờ thu nhập lãi tiền gửi dồi dào, để dàng khóa lấp gánh nặng từ các khoản lỗ tỷ giá thuần ngày càng phình to.

Bảng 44: KQKD 6 tháng cuối năm 2026, VGI

Lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2026 tăng 126% svck lên 5.263 tỷ đồng, trong khi LNTT “cốt lõi” tăng 68% svck lên 10.254 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	Svqt	6T25	6T26	Tăng trưởng	HSC dự báo 2026F	% dự báo HSC 2026F
Doanh thu thuần	10,603	12,568	13,610	28.4%	8.3%	20,260	26,178	29.2%	54,234	48.3%
Lợi nhuận gộp	5,541	6,329	6,988	26.1%	10.4%	10,505	13,316	26.8%		
Lợi nhuận tài chính	1,296	(553)	1,031	-20.4%	N/a	83	478	473.4%		
Chi phí BH&QL	(3,065)	(2,440)	(3,204)	4.5%	31.3%	(5,820)	(5,644)	-3.0%		
LNTT	3,954	3,484	4,969	25.7%	42.6%	5,264	8,453	60.6%	18,848	44.8%
Lợi nhuận thuần	2,364	1,795	3,467	46.7%	93.1%	2,331	5,263	125.8%	11,689	45.0%
Lãi/lỗ ròng không thường xuyên	833	(1,143)	(658)	-179.0%		(830)	(1,801)	116.9%	(2,000)	
Lãi/lỗ tỷ giá	987	(1,146)	(629)	-163.7%		(515)	(1,775)	244.8%	(1,500)	
Chi phí dự phòng	(155)	3	(29)	-81.4%		(315)	(26)	-91.8%	(500)	
LNTT cốt lõi	3,122	4,627	5,627	80.3%	21.6%	6,094	10,254	68.2%	20,848	49.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	52.3%	50.4%	51.3%			51.9%	50.9%			
Chi phí BH&QL/dt	-28.9%	-19.4%	-23.5%			-28.7%	-21.6%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	22.3%	14.3%	25.5%			11.5%	20.1%			
Tỷ suất LNTT 'cốt lõi'	29.4%	36.8%	41.3%			30.1%	39.2%			

Nguồn: VGI, HSC

Bảng 45: Cơ cấu doanh thu theo khu vực, VGI

Doanh thu 6 tháng đầu năm 2026 tăng trưởng mạnh tại tất cả các thị trường

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	Q2/26	Tăng trưởng	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	10,603	12,568	13,610	28.4%	8.3%	20,260	26,178	29.2%
Đông Nam Á	3,750	4,694	4,936	32.3%	5.1%	7,299	9,630	31.9%
Châu Phi	5,452	6,198	6,884	27.2%	11.1%	10,324	13,082	26.7%
Mỹ Latinh	1,401	1,676	1,791	35.5%	6.9%	2,637	3,466	31.5%
Tỷ trọng								
Đông Nam Á	35.4%	37.4%	36.3%			36.0%	36.8%	
Châu Phi	51.4%	49.3%	50.6%			51.0%	50.0%	
Mỹ Latinh	13.2%	13.3%	13.2%			13.0%	13.2%	

Nguồn: VGI

Tính đến cuối Q2/2026, số dư nợ phải thu quá hạn đã giảm nhẹ 5% xuống còn 20 nghìn tỷ đồng (từ mức 21,1 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025). Mức thu hẹp này chủ yếu được dẫn dắt bởi tiến độ thu hồi công nợ quá hạn từ Mytel, với mức giảm 9% từ 10,8 nghìn tỷ đồng vào cuối 2025 xuống 9,8 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/2026. Đối với các khoản này, VGI đã thực hiện trích lập dự phòng 18,8 nghìn tỷ đồng, tương đương tỷ lệ bao phủ 93,6% tổng nợ phải thu quá hạn (so với mức 91% vào cuối năm 2025).

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 96.000 đồng/cp, tương đương với tiềm năng tăng giá 16%. Theo đó, cổ phiếu có EV/EBITDA năm 2026 và 2027 lần lượt là 12,6 lần và 10,6 lần. Cổ phiếu hiện đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 9,6 lần. Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn dựa trên sự cải thiện của các yếu tố nền tảng cùng với triển vọng lợi nhuận vững chắc.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC xác định giá mục tiêu ở mức 96.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 16%, tương đương EV/EBITDA năm 2026 và 2027 lần lượt là 12,6 lần và 10,6 lần. Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi các gánh nặng thua lỗ trong quá khứ đã được xử lý dứt điểm, đi kèm với việc kiểm soát rủi ro hiệu quả và triển vọng tăng trưởng vững chắc.

Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với VGI. Khi gánh nặng lỗ lũy kế đã được xử lý dứt điểm và rủi ro biến động tỷ giá dần được kiểm soát hiệu quả, HSC kỳ vọng chất lượng lợi nhuận của công ty sẽ ổn định hơn trong các giai đoạn tới. Triển vọng tăng trưởng nhìn chung rất vững chắc, bất chấp một số biến số bất định trong giai đoạn đầu phân bổ vốn vào các dự án đầu tư mới. Tuy nhiên, với năng lực thực thi đã được kiểm chứng, chúng tôi kỳ vọng dự án đầu tư mới sẽ tiếp tục thành công và đóng góp tích cực vào đà tăng trưởng lợi nhuận của VGI trong dài hạn. Chúng tôi cũng lưu ý về khả năng tăng tỷ lệ free-float và nới room ngoại đối với cổ phiếu này – cả hai yếu tố đều có thể là động lực tăng trưởng tích cực cho giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để xác định giá trị hợp lý cho VGI. Các giả định của chúng tôi như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,8%, hệ số beta 1 lần (theo dữ liệu của Bloomberg). Các giả định trên dẫn đến chi phí vốn CSH là 12,8%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn được giả định ở mức 3% (cao hơn mức tiêu chuẩn 2% trong mô hình định giá thông thường của chúng tôi), phản ánh kỳ vọng nhu cầu đổi mới với các dịch vụ viễn thông sẽ duy trì đà tăng trưởng bền bỉ trong dài hạn nhờ chu kỳ nâng cấp liên tục của các thế hệ công nghệ mạng mới.
- Thời điểm định giá là giữa năm 2027.

Các tính toán và giả định đầu vào trong mô hình định giá được trình bày tại Bảng 46-48. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 49.

Bảng 46: Giá định chi phí vốn CSH và chi phí nợ, VGI

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

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	12.8%
Chi phí nợ	9.0%
Thuees TNDN	25.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.8%

Nguồn: HSC

Bảng 47: Tính toán WACC, VGI

Cơ cấu vốn dẫn đến WACC là 12,6%

Cơ cấu nguồn vốn	Mới
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	96.6%
Nợ / Tổng nguồn vốn	3.4%
WACC	12.6%

Nguồn: HSC

Bảng 48: Định giá DCF, VGI

Giá mục tiêu giữa năm 2027 theo định giá của chúng tôi sẽ đạt 96.000đ

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F	FY31F	FY32F
Thu nhập thuần trừ thưởng & phúc lợi	9,218	11,572	13,340	15,468	17,680	19,670	21,831	23,745
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	254	361	485	603	697	733	722	699
+ Khấu hao	3,436	4,578	5,164	5,857	6,526	7,134	7,640	8,009
- Thay đổi vốn lưu động	2,649	(1,355)	(234)	(23)	243	515	762	999
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(5,649)	(6,508)	(7,698)	(7,441)	(6,750)	(5,622)	(4,100)	(2,208)
FCFF	9,908	8,648	11,057	14,464	18,396	22,430	26,854	31,245
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								3.0%
Giá trị dài hạn								335,439
Dòng tiền tương lai	9,908	8,648	11,057	14,464	18,396	22,430	26,854	366,683
Giá trị hiện tại			10,420	12,107	13,675	14,809	15,747	190,967
Giá trị của doanh nghiệp			257,724					
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030			83,030					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn			174,694					
- Tổng nợ			(10,723)					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền			45,318					
Giá trị của vốn CSH			292,319					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)			3,044					
Giá cổ phiếu (đồng)			96,000					

Nguồn: HSC

Bảng 49: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), VGI

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

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	92,700	88,800	85,200	81,900	78,900
	2.0%	98,800	94,200	90,100	86,300	82,900
	3.0%	106,300	100,900	96,000	91,600	87,600
	4.0%	115,800	109,200	103,300	98,100	93,400
	5.0%	128,200	119,900	112,600	106,100	100,500

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

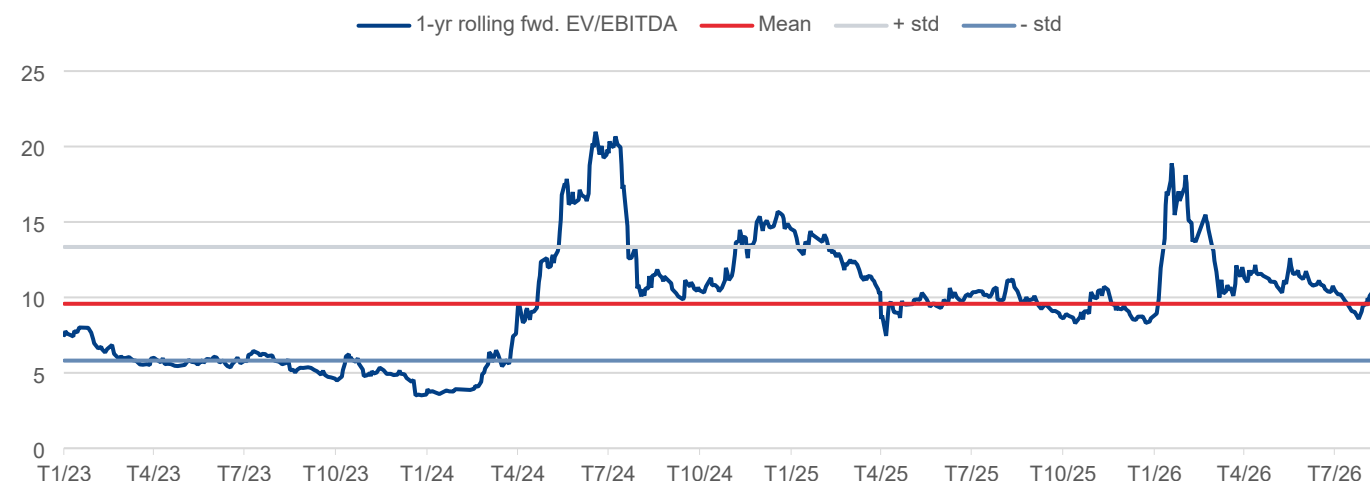
Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua theo nhịp điều chỉnh chung của thị trường, VGI đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 9,6 lần. Mặc dù VGI đang giao dịch với EV/EBITDA cao hơn so với các công ty cùng ngành trong nước và quốc tế – cụ thể EV/EBITDA năm 2026 cao hơn 21% (10,6 lần so với 8,7 lần) và EV/EBITDA năm 2027 cao hơn 12% (8,9 lần so với 7,9 lần) – chúng tôi đánh giá mức chênh lệch này hoàn toàn hợp lý. Mức định giá cao này được đưa ra dựa trên tốc độ tăng trưởng doanh thu vượt trội trong quá khứ (CAGR 3 năm giai đoạn 2022-2025 đạt 19% so với mức bình quân ngành 5,3%), đi kèm với tỷ suất sinh lời áp đảo khi tỷ suất EBITDA và tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2025 đạt lần lượt 37,7% và 21% (cao hơn so với mức bình quân ngành 35,9% và 12,9%).

Cụ thể hơn, nhóm công ty cùng ngành dùng để so sánh với VGI trong mô hình định giá của chúng tôi bao gồm 2 công ty trong nước và 9 công ty nước ngoài. Tại thị trường trong nước, chúng tôi đánh giá CTR (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 85.179 đồng/cp) và FPT Viễn thông (FOX; chưa khuyến nghị; do FPT [Mua vào, giá mục tiêu: 94.200 đồng/cp] sở hữu 45,66% cổ phần) là các công ty niêm yết có độ tương đồng cao nhất, dù mô hình kinh doanh của các đơn vị này không hoàn toàn trùng khớp với VGI. Cụ thể, CTR là doanh nghiệp thuần về phát triển và vận hành hạ tầng viễn thông thay vì là một nhà mạng, trong khi FOX chỉ tập trung cung cấp dịch vụ băng thông rộng cố định và không cung cấp dịch vụ di động. Trong khi đó, nhóm đối sánh quốc tế bao gồm 6 nhà mạng viễn thông phổ biến nhất cùng 3 công ty thuộc nhóm tăng trưởng cao.

Xem xét kỹ hơn nhóm công ty có tốc độ tăng trưởng cao trên toàn cầu có mức độ tương đồng nhất, HSC nhận thấy VGI đang giao dịch với EV/EBITDA năm 2026 và 2027 thấp hơn thấp hơn lần lượt 5% và 9%, nhưng vẫn đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn (CAGR 3 năm tính đến năm 2025 đạt 19%, so với mức 15,4% của các công ty cùng ngành) và tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2025 cao hơn (21% so với mức 16,2%), mặc dù tỷ suất EBITDA thấp hơn một chút (37,7% so với mức 48,5%).

Biểu đồ 50: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, VGI

VGI đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 9,6 lần



Nguồn: HSC

Các rủi ro đầu tư chính

Do hoạt động kinh doanh của VGI hoàn toàn tập trung tại các thị trường nước ngoài, công ty về bản chất luôn phải đối mặt với các rủi ro chính trị đặc thù theo từng nước và sự biến động tỷ giá. Đồng thời, áp lực cạnh tranh giành thị phần luôn là một biến số rủi ro thường trực.

- **Bất ổn chính trị** tại các thị trường mà VGI đầu tư vẫn là rủi ro trọng yếu, do công ty hiện diện tại các nền kinh tế cận biên và mới nổi – nơi điều kiện chính trị cùng kinh tế vĩ mô thường xuyên biến động. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này được giảm thiểu một phần nhờ tính chất thiết yếu của dịch vụ viễn thông: Dù trong bất kỳ bối cảnh kinh tế hay chính trị nào, các chính phủ đều phải duy trì khả năng kết nối mạng lưới trên toàn quốc như một phần hạ tầng trọng yếu.

VGI cũng đã chứng minh năng lực chống chịu vượt trội và sức bền vận hành khi liên tục củng cố vững chắc vị thế dẫn đầu thị trường ngay tại những nước có mức độ bất ổn cao như Myanmar, Burundi và Haiti. Đồng thời, vị thế dẫn đầu thị trường sẽ giúp VGI duy trì tính liên tục trong HĐKD cốt lõi (loại trừ lãi/lỗ tỷ giá và trích lập dự phòng) ngày càng vững chắc và ổn định hơn. Nhờ đó, dù biến động tỷ giá vẫn có thể tạo ra sự trồi sụt nhất định về lợi nhuận, mức độ tác động nhìn chung sẽ ở ngưỡng vừa phải và trong tầm kiểm soát, không còn ảnh hưởng nghiêm trọng hay triệt tiêu phần lớn lợi nhuận như trước đây.

- **Biến động tỷ giá** trong quá khứ từng là một trong những rủi ro lớn nhất đối với lợi nhuận của VGI, chủ yếu bắt nguồn từ quy mô nợ vay lớn bằng đồng USD trong giai đoạn đầu đầu tư – thời điểm nhu cầu vốn đầu tư ở mức cao trong khi lợi nhuận HĐKD cốt lõi còn thấp. Tuy nhiên, rủi ro này đã trở nên dễ kiểm soát hơn do dư nợ vay giảm đáng kể, trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi (loại trừ lãi/lỗ tỷ giá và trích lập dự phòng) ngày càng vững chắc và ổn định hơn. Nhờ đó, dù biến động tỷ giá vẫn có thể tạo ra sự trồi sụt nhất định về lợi nhuận, mức độ tác động nhìn chung sẽ ở ngưỡng vừa phải và trong tầm kiểm soát, không còn ảnh hưởng nghiêm trọng hay triệt tiêu phần lớn lợi nhuận như trước đây.
- **Áp lực cạnh tranh** là một rủi ro hiện hữu, nhưng VGI dường như đang ứng phó rất tốt: VGI hiện giữ vững vị thế dẫn đầu thị phần tại hầu hết các thị trường hoạt

động nhờ lợi thế về hạ tầng mạng lưới sâu rộng và vùng phủ sóng vượt trội. Tanzania hiện là thị trường hoạt động duy nhất mà VGI chưa thể xác lập vị thế dẫn đầu. Thương hiệu Halotel vẫn tiếp tục ghi nhận lỗ lũy kể từ khi đi vào hoạt động, xuất phát từ áp lực cạnh tranh gay gắt giữa các nhà mạng lớn tại nước này. Halotel gia nhập thị trường Tanzania vào năm 2015 trong bối cảnh các nhà mạng hiện hữu (Vodacom, Airtel, Tigo và Zantel) đã xác lập vị thế thống lĩnh vững chắc, tạo ra rào cản gia nhập ngành rất lớn và gây bất lợi lớn cho đơn vị mới tham gia.

Rủi ro cạnh tranh có thể sẽ cao hơn tại các thị trường mới như Cộng hòa Dominica, nơi tỷ lệ thâm nhập thị trường đã ở mức tương đối cao và các nhà mạng hiện hữu đã có vị thế vững chắc. Mặc dù vậy, năng lực vận hành thực chiến của VGI vẫn là điểm tựa vững chắc. Kinh nghiệm quản lý thành công tại thị trường Peru (dự án do Viettel rót vốn ban đầu và VGI trực tiếp vận hành), vốn có cấu trúc ngành tương tự, cộng hưởng với thế mạnh xây dựng hạ tầng nhanh gọn với chi phí cạnh tranh, sẽ là vũ khí giúp công ty vượt qua cuộc chiến cạnh tranh khốc liệt này.

Bảng 51: So sánh định giá các doanh nghiệp cùng ngành, VGI

VGI đang giao dịch với mức chiết khấu so với các doanh nghiệp tăng trưởng cao trên toàn cầu, dù đạt mức tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận thuần cao hơn.

	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	CAGR 5 năm 2020- 2025	CAGR 3 năm 2022- 25	Tỷ suất EBITDA 2025	2025 Tỷ suất LNT	2026 EV/EBITD A	2027 EV/EBITDA	2026 P/E	2027 P/E
DN trong nước											
Viettel Construction JSC	CTR VN	Việt Nam	372	17.0%	13.8%	7.8%	4.3%	8.9	6.8	18.5	16.0
FPT Telecoms JSC	FOX VN	Việt Nam	1,792	11.2%	7.2%	26.9%	17.5%	7.1	6.3	13.0	11.2
TB, DN trong nước				14.1%	10.5%	17.4%	10.9%	8.0	6.6	15.8	13.6
DN cùng ngành quốc tế											
DN lớn											
Telstra Group Ltd	TLS AU	Australia	37,666	-1.2%	-1.0%	37.3%	9.4%	7.9	7.7	22.0	20.7
SoftBank Corp	9434 JP	Nhật Bản	70,876	-0.8%	-5.4%	26.5%	8.0%	9.6	9.1	19.7	18.1
KDDI Corp	9433 JP	Nhật Bản	72,461	-4.5%	-7.6%	29.9%	11.2%	8.2	8.0	14.6	13.7
T-Mobile US Inc	TMUS US	Mỹ	196,708	5.2%	3.5%	41.6%	12.4%	7.6	7.0	16.8	13.2
AT&T Inc	T US	Mỹ	168,432	-6.1%	1.3%	40.6%	17.5%	6.4	6.2	10.5	9.6
Verizon Comms	VZ US	Mỹ	200,343	1.5%	0.3%	38.5%	12.4%	6.8	6.6	9.6	9.2
TB, DN lớn				-1.5%	-2.0%	34.6%	12.3%	8.0	7.6	15.4	13.6
DN tăng trưởng cao											
Bharti Airtel Ltd	BHARTI IN	Ấn Độ	130,435	13.1%	11.7%	49.1%	17.5%	10.3	9.1	31.8	23.8
Bharti Hexacom Ltd	BHARTIHE IN	Ấn Độ	8,465	10.6%	9.4%	53.9%	19.4%	14.9	12.6	34.2	24.9
CELCOMDIGI BHD	CDB MK	Malaysia	8,149	15.6%	25.2%	42.6%	11.7%	8.0	7.8	20.0	17.6
TB, DN tăng trưởng cao				13.1%	15.4%	48.5%	16.2%	11.1	9.8	28.7	22.1
TB, DN quốc tế				4.8%	5.5%	40.6%	14.0%	9.3	8.5	21.1	17.3
TB, tổng thể				5.6%	5.3%	35.9%	12.9%	8.7	7.9	19.2	16.2
VGI	VGI VN	Việt Nam	9,630	15.8%	19.0%	37.7%	21.0%	10.6	8.9	21.8	18.9
Chênh lệch so với tổng thể				182.3%	257.5%	5.2%	63.5%	21.4%	12.2%	13.6%	16.8%
Chênh lệch so với DN trong nước				12.4%	81.4%	117.5%	92.8%	32.1%	35.6%	38.1%	38.9%
Chênh lệch so với DN quốc tế				233.5%	248.4%	50.5%	13.8%	4.2%	3.3%	9.4%	9.4%
Chênh lệch so với DN lớn						8.9%	70.9%	33.0%	17.5%	41.4%	38.5%
Chênh lệch so với tăng trưởng cao				20.8%	23.3%	-22.2%	29.8%	-4.5%	-9.4%	-24.0%	-14.6%

Nguồn: Bloomberg, HSC

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	35,368	44,271	54,234	64,150	74,411
Lợi nhuận gộp	17,905	22,711	27,659	32,780	38,098
Chi phí BH&QL	(10,416)	(10,972)	(11,889)	(13,971)	(16,126)
Thu nhập khác	386	972	1,085	1,283	1,488
Chi phí khác	(83.8)	(126)	(136)	(160)	(186)
EBIT	7,791	12,585	16,719	19,932	23,274
Lãi vay thuần	2,467	2,085	1,497	1,069	1,120
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	409	506	632	727	800
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LN TT	10,667	15,176	18,848	21,728	25,195
Chi phí thuế TNDN	(3,494)	(3,925)	(4,712)	(5,432)	(6,299)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,547)	(1,948)	(2,448)	(2,822)	(3,272)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	5,626	9,303	11,689	13,475	15,624
Lợi nhuận thuần ĐC	5,626	9,218	11,572	13,340	15,468
EBITDA ĐC	10,967	16,021	21,298	25,096	29,131
EPS (đồng)	1,848	3,028	3,802	4,383	5,082
EPS ĐC (đồng)	1,848	3,028	3,802	4,383	5,082
DPS (đồng)	750	3,300	3,300	3,500	4,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,044	3,044	3,044	3,044	3,044
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,044	3,044	3,044	3,044	3,044
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,044	3,044	3,044	3,044	3,044

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	13,376	18,198	17,173	14,271	13,486
Đầu tư ngắn hạn	23,487	26,862	27,117	32,075	37,206
Phải thu khách hàng	7,912	6,494	7,593	8,660	9,673
Hàng tồn kho	2,794	5,161	6,074	7,056	8,036
Các tài sản ngắn hạn khác	1,111	1,300	1,627	1,924	2,232
Tổng tài sản ngắn hạn	48,681	58,016	59,584	63,986	70,633
TSCĐ hữu hình	11,490	16,033	17,963	20,497	22,081
TSCĐ vô hình	12,761	11,970	0	0	0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,473	1,984	1,984	1,984	1,984
Đầu tư vào Cty LD,LK	643	4,359	4,359	4,359	4,359
Tài sản dài hạn khác	444	410	163	192	223
Tổng tài sản dài hạn	14,758	23,495	26,095	28,957	30,880
Tổng cộng tài sản	63,439	81,511	85,680	92,943	101,513
Nợ ngắn hạn	1,748	2,770	3,254	3,849	4,465
Phải trả người bán	3,885	7,486	8,135	9,943	11,906
Nợ ngắn hạn khác	14,802	20,113	20,113	20,113	20,113
Tổng nợ ngắn hạn	22,599	32,499	33,640	36,050	38,636
Nợ dài hạn	975	2,257	3,758	5,316	6,485
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2,328	2,702	2,702	2,702	2,702
Nợ dài hạn khác	1,705	1,214	1,214	1,214	1,214
Tổng nợ dài hạn	5,008	6,173	7,674	9,232	10,401
Tổng nợ phải trả	27,607	38,672	41,314	45,282	49,037
Vốn chủ sở hữu	34,595	41,008	42,536	45,831	50,646
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,238	1,830	1,830	1,830	1,830
Tổng vốn chủ sở hữu	35,832	42,838	44,365	47,661	52,476
Tổng nợ phải trả và VCSH	63,439	81,511	85,680	92,943	101,513
BVPS (đ)	11,772	14,074	14,576	15,658	17,240
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(10,653)	(13,171)	(10,161)	(5,106)	(2,536)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	7,791	12,585	16,719	19,932	23,274
Khấu hao	(3,175)	(3,436)	(4,578)	(5,164)	(5,857)
Lãi vay thuần	2,467	2,085	1,497	1,069	1,120
Thuế TNDN đã nộp	(1,644)	(3,191)	(4,712)	(5,432)	(6,299)
Thay đổi vốn lưu động	4,791	3,862	(1,355)	(234)	(23.0)
Khác	4,350	3,414	(1,171)	(6,065)	(6,449)
LCT thuần từ HĐKD	16,329	16,964	13,578	12,717	15,555
Đầu tư TS dài hạn	(3,159)	(6,435)	(6,508)	(7,698)	(7,441)
Góp vốn & đầu tư	(24,337)	(31,338)	0	0	0
Thanh lý	16.0	175	0	0	0
Khác	16,783	27,031	(35.3)	(29.7)	(30.8)
LCT thuần từ HĐĐT	(10,697)	(10,568)	(6,543)	(7,728)	(7,472)
Cổ tức trả cho CSH	(1,155)	(4,034)	(10,045)	(10,045)	(10,653)
Thu từ phát hành CP	0	17.3	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(345)	2,173	1,985	2,153	1,785
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,500)	(1,845)	(8,059)	(7,892)	(8,869)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,874	13,376	18,198	17,173	14,271
LCT thuần trong kỳ	4,132	4,551	(1,025)	(2,903)	(785)
Ảnh hưởng của tỷ giá	370	271	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	13,376	18,198	17,173	14,271	13,486
Dòng tiền tự do	13,171	10,529	7,070	5,019	8,114

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	50.6	51.3	51.0	51.1	51.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	31.0	36.2	39.3	39.1	39.1
Tỷ suất LNT (%)	15.9	21.0	21.6	21.0	21.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	32.8	25.9	25.0	25.0	25.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	25.4	25.2	22.5	18.3	16.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	70.7	46.1	32.9	17.8	16.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	804	63.8	25.5	15.3	16.0
Tăng trưởng EPS (%)	804	63.8	25.5	15.3	16.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	804	63.8	25.5	15.3	16.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	340	0	6.06	14.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.6	109	86.8	79.9	78.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.4	24.6	28.0	30.5	32.4
ROACE (%)	20.7	28.0	33.1	36.6	38.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.61	0.61	0.65	0.72	0.77
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.10	1.35	0.81	0.64	0.67
Số ngày tồn kho	58.4	87.4	83.4	82.1	80.8
Số ngày phải thu	165	110	104	101	97.2
Số ngày phải trả	81.2	127	112	116	120
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(30.7)	(32.0)	(23.8)	(11.0)	(4.90)
Nợ/tài sản (%)	4.35	6.21	8.23	9.91	10.8
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.25	0.32	0.33	0.37	0.38
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.15	1.79	1.77	1.77	1.83
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.19	4.82	3.99	3.37	2.87
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.0	13.3	10.2	8.62	7.34
P/E (lần)	44.7	27.3	21.8	18.9	16.3
P/E ĐC (lần)	44.7	27.3	21.8	18.9	16.3
P/B (lần)	7.03	5.88	5.67	5.28	4.80
Lợi suất cổ tức (%)	0.91	3.99	3.99	4.23	4.84

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