

TỔNG CTCP ĐẦU TƯ QUỐC TẾ VIETTEL (UPCOM: VGI)

Làn gió tăng trưởng từ chiến lược “Techco hóa”

Sử dụng phương pháp DCF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý 12 tháng tới của cổ phiếu VGI là **77.200** đồng, tương đương P/E & P/B dự phóng năm 2025 lần lượt là 36,0/ 5,9 lần. Kết hợp với cổ tức tiền mặt 750 đồng/CP, chúng tôi cho rằng giá hiện tại đã phản ánh đầy đủ triển vọng dài hạn của doanh nghiệp.

Dịch vụ viễn thông truyền thống là mảng tạo doanh thu chính dù đã đi vào giai đoạn bão hòa

VGI nhận định dịch vụ viễn thông truyền thống đã và đang ở giai đoạn bão hòa dù tốc độ tăng trưởng doanh thu đang cao hơn trung bình thế giới với CAGR 2020 – 2024 đạt 15%. Động lực tăng trưởng chính từ nhu cầu 4G tại Châu Phi và cáp quang FTTH tại Đông Nam Á, và sắp tới đây là 5G. Trong trung và dài hạn, tăng trưởng số thuê bao (trung bình 3 triệu thuê bao/năm) sẽ bù đắp cho doanh thu trung bình/thuê bao (ARPU), vốn đang có xu hướng duy trì/ giảm do công nghệ dẫn trở nên phổ biến.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này tăng với CAGR đạt 6,9% giai đoạn 2024 – 2029, từ 29.148 tỷ đồng (2024) lên 40.632 tỷ đồng (2029) nhờ tiếp tục mở rộng thị phần thuê bao ở các thị trường.

Dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống (dịch vụ số) trở thành động lực tăng trưởng mới nhờ đón đầu xu hướng chuyển đổi số ở các khu vực

Năm 2024, doanh thu dịch vụ số đạt 5.376 tỷ đồng (+69,9% YoY), đóng góp 15,2% vào tổng doanh thu. Tỷ trọng đang tăng lên nhờ vào chiến lược “techco hóa” đúng lộ trình và đúng thời điểm.

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng mảng dịch vụ số với kỳ vọng mảng này sẽ đạt doanh thu 17.719 tỷ đồng vào 2029 (đóng góp doanh thu 30,1%, CAGR 26,9%/năm trong giai đoạn 2024 – 2029), nhờ:

- (1) Khoảng trống lớn trong hệ thống thanh toán ngân hàng còn kém phát triển, đặc biệt tại Burundi, Mozambique, Haiti và Đông Timor.
- (2) Tận dụng bước đệm nội lực từ Việt Nam (thế mạnh và kinh nghiệm từ Cty Mẹ) và sự ủng hộ tích cực từ Chính phủ các nước trong công tác chuyển đổi số quốc gia.

Chúng tôi nhìn thấy một vài điểm sáng đáng kỳ vọng đối với VGI trong giai đoạn tới:

- Tính đến 2025, VGI hoàn vốn ở 5/9 thị trường với tỷ lệ hoàn vốn 85%, số 1 thị phần thuê bao tại 7/9 thị trường và những con số này sẽ tiếp tục tăng lên.
- Về tài sản và dòng tiền, tỷ trọng nợ vay giảm dần, doanh nghiệp ghi nhận lãi từ 2022 và dòng tiền trở nên ổn định hơn. Thêm vào đó, khả năng cao sẽ dẫn thu hồi được khoản phải thu từ Mytel sau khi thực hiện thủ tục thay đổi lịch thu nợ gốc/lãi vay đến 2031, theo công bố tại ĐHĐCĐ 2025.
- VGI đang ghi nhận xu hướng tăng trưởng “ngược dòng” sau khi định hình được nhu cầu tiêu dùng ở các nước đầu tư sau thời gian dài thâm nhập: ROE đạt 15,7% vào 2024, cải thiện tốt từ mức -1,3% (2021) do biên ròng nở mạnh khi vẫn duy trì được đòn bẩy thấp so với doanh nghiệp cùng ngành.

Rủi ro

- Tăng trưởng thị phần thuê bao và doanh thu trung bình/thuê bao (ARPU) không như kỳ vọng
- Rủi ro biến động và khả năng phòng ngừa tỷ giá có thể tạo gánh nặng chi phí tài chính bất thường

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026F	...FY2029F
Doanh thu thuần	23.629,6	28.212,2	35.367,7	39.764,2	43.836,3	58.917,8
Tăng trưởng (%)	22,8%	19,4%	25,4%	12,4%	10,2%	10,1%
EBITDA	4.911,7	6.247,6	10.664,4	13.142,4	14.724,9	20.521,1
LNST-CTM	834,1	622,5	5.626,2	6.528,3	7.518,2	10.898,8
Tăng trưởng (%)	-327,5%	-25,4%	803,8%	16,0%	15,2%	12,5%
Biên ròng (%)	3,5%	2,2%	15,9%	16,4%	17,2%	18,5%
ROA (%)	1,7%	1,2%	8,9%	9,5%	10,2%	10,9%
ROE (%)	2,9%	2,0%	15,7%	16,3%	17,2%	18,7%
EPS cơ bản (Đồng)	274,0	205,0	1.848,0	2.145,0	2.470,0	3.581,0
GTSS (Đồng)	9.563,0	10.026,0	11.772,0	13.167,0	14.402,0	19.188,0
Cổ tức tiền mặt (Đồng)	-	-	-	750,0	1.235,0	1.790,0
P/E (x)	98,1	444,2	36,9	36,0	31,3	21,6
P/BV (x)	2,8	9,2	6,0	5,9	5,4	4,0

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 12/08/2025

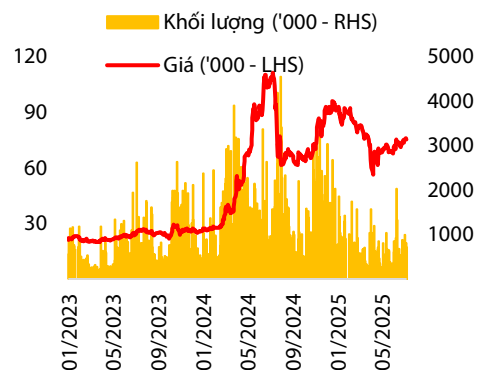
TRUNG LẬP

Giá thị trường (Đồng)	80.400
Giá mục tiêu (Đồng)	77.200

* Cổ tức tiền 12 tháng tới (Đồng/CP) 750

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Viễn thông
Vốn hóa (tỷ đồng)	244.722
SLCPDLH (triệu cp)	3.043,8
Beta	1,25
Free Float (%)	0,97
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	111.031
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	56.025
KLGD bình quân 20 phiên	813.267



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
VGI	6,8	-30,0	188,8
VN30 Index	22,4	16,2	16,1
VN-Index	21,1	13,1	10,3

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn CN-VT Quân đội	99,03%
Khác	0,97%

Trần Ngọc Lan Anh

(084) 028 - 6299 2006

anh.tnl@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	13%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	33%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	189.561,9
Chi phí VCSH	13%	+ Tiền mặt & Tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	46.174,8
Lãi suất phi rủi ro	4,6%	- Nợ	761,2
Phân bù rủi ro VCSH	6,4%	Giá trị VCSH	234.975,5
Beta	1,25	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	3.043,8
Exit EV/EBITDA	11,0x	Giá mục tiêu (đồng/CP)	77.198

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho giá trị VCSH của VGI trên mỗi Cổ phiếu (Đồng) – DCF

WACC	Exit EV/EBITDA					
		9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	13,0x
	11%	72.848	77.205	81.562	85.919	90.276
	12%	70.949	75.139	79.330	83.520	87.710
	13%	69.135	73.166	77.198	81.229	85.260
	14%	67.401	71.281	75.161	79.041	82.920
	15%	65.743	69.478	73.214	76.949	80.684

Nguồn: CTCK Rông Việt

Chúng tôi dự phóng và định giá dựa trên giả định trọng yếu là VGI chưa đầu tư vào thị trường mới trong giai đoạn 2025 - 2029, đồng nghĩa với việc doanh nghiệp vẫn hoạt động và khai thác dịch vụ tại 09 thị trường hiện hữu (Xem phần "[Các mốc thời gian đầu tư ra thị trường nước ngoài của VGI](#)"). Chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của VGI trong tương lai, chủ yếu nhờ mở rộng thêm mảng dịch vụ ngoài viễn thông, và đã phản ánh đầy đủ khách quan triển vọng này vào các dự phóng và định giá.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm (DCF), chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý đối với cổ phiếu VGI là 77.200 đồng/CP. Dựa trên giá đóng cửa tại ngày 12/8/2025, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** dành cho VGI, đồng thời, cung cấp thêm bảng phân tích độ nhạy để quý nhà đầu tư có thể đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro tăng giá – Xảy ra khi KQKD tương lai lạc quan hơn so với dự phóng và giả định của chúng tôi, đến từ việc VGI có thêm các thị trường quốc tế tiềm năng mới: VGI vẫn đang đánh giá và xem xét đầu tư thêm ít nhất 1-2 thị trường nước ngoài. Trong kịch bản thuận lợi, điều này có thể thúc đẩy giá trị doanh nghiệp tăng lên trong dài hạn.

Rủi ro giảm giá – Xảy ra khi xuất hiện các yếu tố bất định nằm ngoài phạm vi dự báo của chúng tôi và doanh nghiệp, trong bối cảnh tình hình quốc tế phức tạp và biến động không ngừng: (1) Thiên tai và bạo động thường xuyên (đặc biệt tại Myanmar, Haiti) có thể gây gián đoạn HĐKD nếu ảnh hưởng nặng nề đến hạ tầng viễn thông và nhu cầu tiêu dùng; (2) Trong kịch bản không thuận lợi đối với kế hoạch đầu tư thêm, thị trường mới khó tiếp cận có thể khiến tình hình kinh doanh kém khả quan.

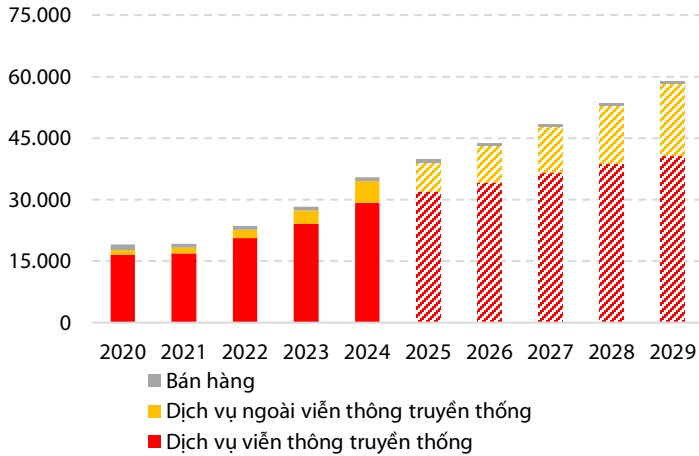
Chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu VGI, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

MỤC LỤC	
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29	Tham khảo trang 4
PHỤ LỤC 1 – TỔNG QUAN VÀ CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Tham khảo trang 17
1. Thông tin tổng quan doanh nghiệp	Tham khảo trang 17
2. Chuỗi giá trị trong hoạt động của VGI	Tham khảo trang 19
PHỤ LỤC 2 – TỔNG QUAN VỀ NGÀNH VIỄN THÔNG THẾ GIỚI	Tham khảo trang 22
PHỤ LỤC 3 - CÁC CHỈ TIÊU KINH TẾ - XÃ HỘI, QUY MÔ VÀ MỨC ĐỘ THÂM NHẬP NGÀNH VIỄN THÔNG Ở CÁC THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ CỦA VGI	Tham khảo trang 24
PHỤ LỤC 4 - PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029	Tham khảo trang 26
PHỤ LỤC 5 – CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG	Tham khảo trang 27

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

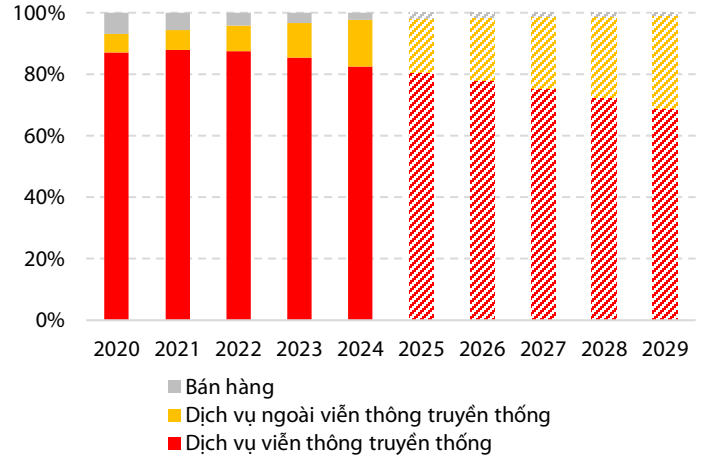
Doanh thu: Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của VGI tăng trưởng với CAGR đạt 10,7%/năm trong giai đoạn 2025 – 2029 với kỳ vọng tiếp tục duy trì động lực tăng trưởng cốt lõi là dịch vụ viễn thông truyền thống, tốc độ tăng trưởng mảng này chậm lại với CAGR 6,9% so với mức 15,2%/năm (giai đoạn 2020 -2024) do các thị trường gần như đã bão hòa, thị phần tăng chậm hơn hoặc duy trì. Thay vào đó, dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống trở thành động lực tăng trưởng mới với CAGR ước đạt 26,9%/năm trong cùng giai đoạn.

Hình 1: Doanh thu thuần của VGI (Tỷ đồng)



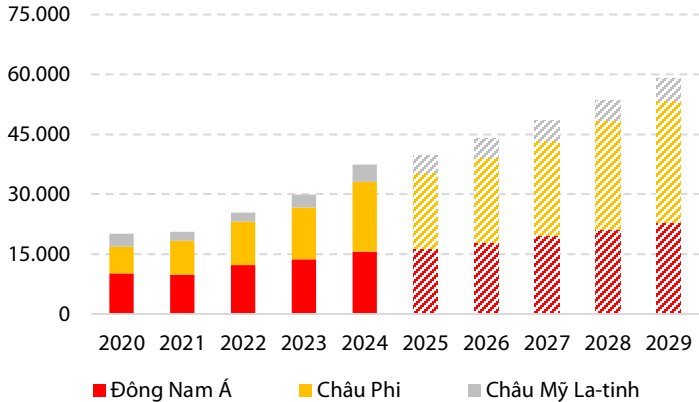
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp doanh thu của VGI theo các mảng (%)



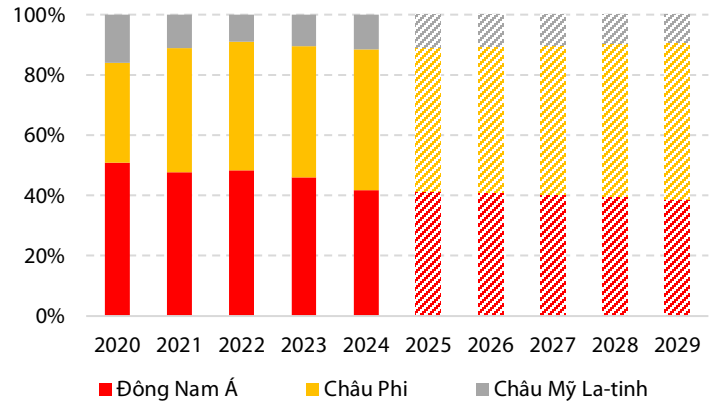
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Doanh thu thuần của VGI theo khu vực (Tỷ đồng)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Đóng góp doanh thu của VGI theo khu vực (%)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu doanh thu của VGI đang có sự dịch chuyển đồng thời theo 2 khía cạnh, cụ thể:

- **Theo chiến lược chuyển từ “Telco” sang “Techco”:** Xu hướng chung của ngành viễn thông khi ngành gần/ đã bão hòa. VGI đẩy mạnh mảng dịch vụ số từ 2020 và nhận kết quả tích cực, đặc biệt nhờ đóng góp của thị trường Châu Phi do hạ tầng và hệ thống thanh toán số của ngân hàng còn kém phát triển. VGI được Chính phủ các nước khuyến khích trong công tác “chuyển đổi số quốc gia”.
- **Theo khu vực từ “Châu Á sang Châu Phi”:** Xâm nhập từ sớm vào các nước Đông Nam Á và đứng số 1 thị phần thuê bao ở cả 4 thị trường. Đến năm 2017, thị phần của VGI gần như đã đạt đến ngưỡng bão hòa và tăng chậm lại so với giai đoạn trước. Chiến lược mở rộng được minh chứng thành công khi dần chinh phục được thị trường Châu Phi, tỷ trọng đóng góp của thị trường này đạt 49,4% trong 2024 (+3,2 pps YoY), chính thức vượt qua Đông Nam Á từ 2023.

(Xem phần “[Giá trị thị trường dịch vụ viễn thông ở các thị trường đầu tư và mức độ thâm nhập](#)”)

1. Mạng dịch vụ viễn thông truyền thống

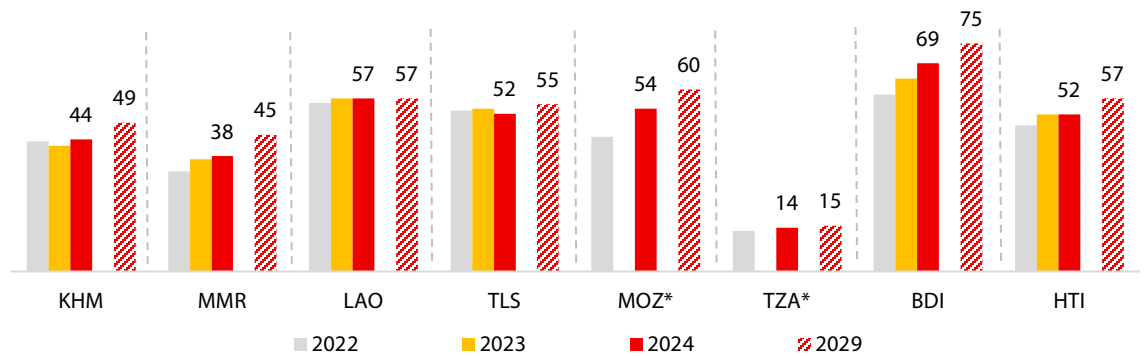
Dịch vụ viễn thông truyền thống là mảng kinh doanh cốt lõi của VGI, với danh mục cung cấp chủ yếu bao gồm dịch vụ thoại (cố định, di động), dịch vụ dữ liệu (internet băng rộng cố định, internet băng động di động như 3G/4G/5G). (xem thêm "[Hoạt động kinh doanh cốt lõi](#)")

Trong năm 2024, doanh thu viễn thông đạt 29.148 tỷ đồng (+21% YoY), chiếm 82,4% vào tổng doanh thu thuần với CAGR 2020 – 2024 đạt 15,2%. Mặc dù tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu có xu hướng giảm nhẹ kể từ năm 2020 do sự phát triển nhanh của các mảng dịch vụ mở rộng (xem thêm "[Phụ lục 4 – Số liệu dự phóng theo từng mảng](#)"), viễn thông truyền thống vẫn là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới, với số thuê bao tăng thêm trung bình khoảng 3 triệu thuê bao mỗi năm.

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng dịch vụ viễn thông truyền thống của VGI sẽ tăng trưởng chậm lại, với CAGR đạt 6,9% giai đoạn 2024 – 2029, vẫn cao hơn so với tăng trưởng CAGR 6,2% của thị trường dịch vụ viễn thông thế giới ước tính trong cùng kỳ (theo Technavio). Tăng trưởng này chủ yếu dựa trên kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục mở rộng thị phần thuê bao tại các thị trường đầu tư đến 2029 ([Hình 5](#)), cụ thể:

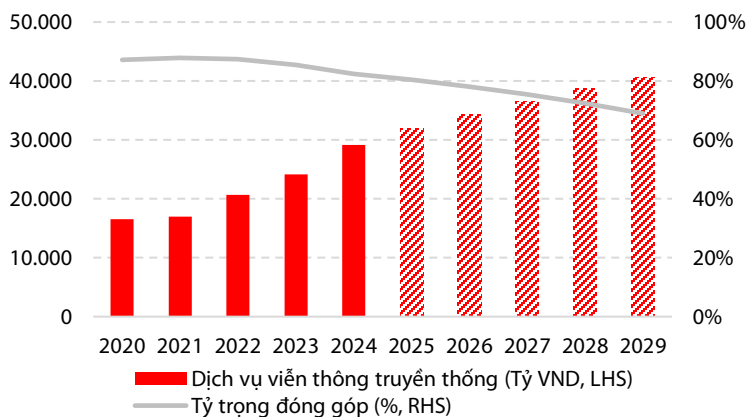
- Campuchia và Myanmar: Hai thị trường tương đối bão hòa trong khu vực Đông Nam Á. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp so với đối thủ nhờ lợi thế quy mô và vị thế số 1 trên thị trường để có thể lấy thêm "miếng bánh" thị phần chạm ngưỡng gần 50%.
- Đông Timor, Mozambique, Burundi và Haiti: Tại các thị trường này, ngoài vị thế số 1 thị phần thuê bao, tiềm năng khai thác vẫn còn lớn nhờ mức độ thâm nhập internet và mạng di động còn tương đối thấp, cùng với hạ tầng viễn thông chưa phát triển mạnh so với các quốc gia trong khu vực (xem thêm "[Quy mô và mức độ thâm nhập internet và mạng di động tại các thị trường đầu tư](#)")

Hình 5: Ước tính thị phần thuê bao viễn thông của VGI (%)



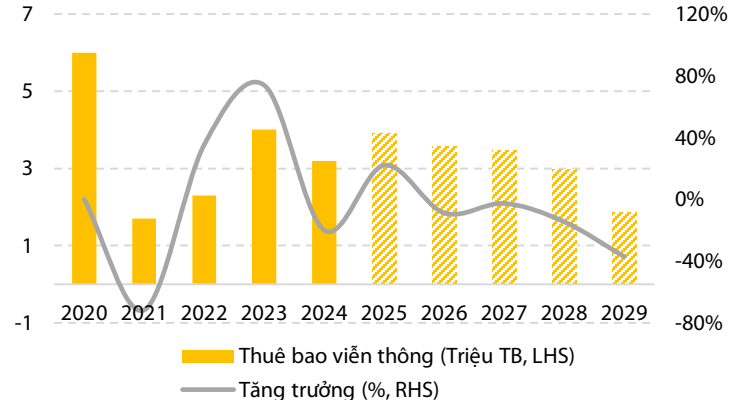
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt – (*) Tổng số thị phần thuê bao viễn thông năm 2023 của MOZ và TZA do không có dữ liệu

Hình 6: Doanh thu dịch vụ viễn thông truyền thống



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Ước tính số thuê bao viễn thông tăng thêm



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng mạng di động 4G được phổ rộng hơn ở khu vực Châu Phi, công nghệ 4.5G/5G sẽ được triển khai rộng rãi tại các nước trong 5 năm tới sau khi phát sóng thử nghiệm thành công ở Đông Nam Á. VGI đang tập trung thúc đẩy chuyển đổi sử dụng thoại VoLTE (gọi điện thoại không dây chất lượng cao thông qua mạng 4G thay vì 2G/3G) để giảm tải nguyên cho công nghệ cũ, đồng thời mở rộng vùng phủ 4G và hướng tới triển khai 5G nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng cao về tốc độ truyền tải. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng việc triển khai các công nghệ mới như 5G trong tương lai khó tạo ra sự bứt phá về số lượng thuê bao hoặc ARPU. Điều này đã được ghi nhận tại thị trường trưởng thành về viễn thông như Hàn Quốc khi 5G không còn là yếu tố ngăn chặn sự sụt giảm số thuê bao đăng ký mới.

- Tăng trưởng thuê bao là động lực chính, bù đắp cho ARPU viễn thông đang có xu hướng duy trì/giảm nhẹ trong bối cảnh thị trường dần tiệm cận ngưỡng bão hòa và công nghệ ngày càng phổ biến.
- Ngoài ra, áp lực cạnh tranh về công nghệ, giá cước, cũng như các chính sách điều hành tại các thị trường (như kiểm soát giá và giới hạn trong mô hình dịch vụ viễn thông truyền thống) sẽ là các yếu tố kìm hãm khả năng tăng ARPU của mảng này.

2. Mảng dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống (Dịch vụ số)

“Techco hóa” để đa dạng nguồn thu là hướng đi mới và đúng đắn trong bối cảnh hiện nay của VGI.

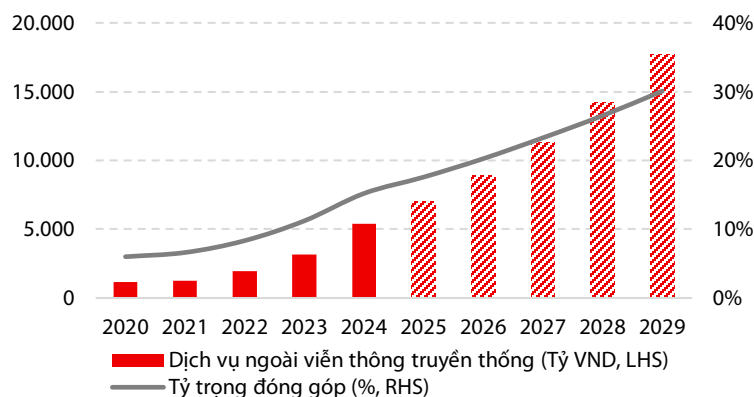
Thị trường viễn thông đang sôi động trở lại với danh mục dịch vụ mới được khai thác như ví điện tử, siêu ứng dụng, nội dung số (xem thêm [“Hoạt động kinh doanh cốt lõi”](#)) trên nền tảng hạ tầng viễn thông sẵn có, khi tài chính toàn diện dần phổ cập. Tại các thị trường VGI đầu tư, riêng nhu cầu sử dụng dịch vụ ví điện tử đã ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong các năm gần đây.

Năm 2024, doanh thu dịch vụ số đạt 5.375,9 tỷ đồng (+69,9% YoY), đóng góp 15,2% vào tổng doanh thu. Trong đó, doanh thu từ dịch vụ ví điện tử tăng +57% svck nhờ một số thị trường ghi nhận mức tăng mạnh mẽ: E-Mola (Mozambique) +98%, Lumicash (Burundi) +50% và E-money (Campuchia) +33%.

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của mảng dịch vụ số của VGI trong tương lai với kỳ vọng mảng này sẽ tiếp tục tăng tỷ trọng đóng góp trên doanh thu từ 15,2% (2024) lên 30,1% (2029), tương đương với CAGR giai đoạn 2024 – 2029 đạt 26,9%/năm, dựa trên một số luận điểm đưa ra như sau:

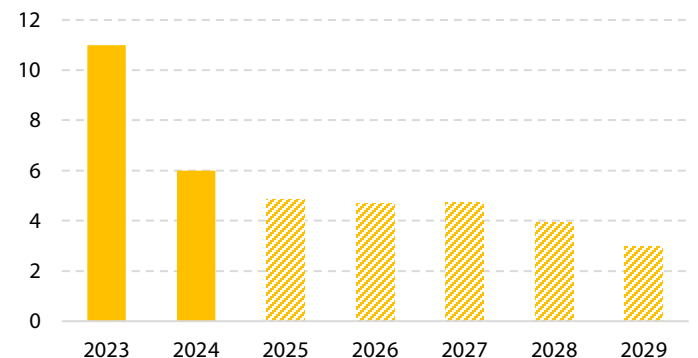
- **Khoảng trống lớn trong hệ thống thanh toán tại một số nước:** Đông Timor, Burundi, Mozambique, Haiti đang có khoảng trống lớn về ngân hàng, dịch vụ y tế, thanh toán số. Điều này tạo điều kiện cho dịch vụ tài chính cá nhân, giải pháp tài chính cho DN, giải pháp Chính phủ điện tử phát triển.
- **Khuyến khích từ Chính phủ các nước:** VGI được đánh giá cao nhờ tiên phong trong công tác chuyển đổi số, làm thay đổi cuộc sống của người dân. Tận dụng bước đệm nội lực từ thị trường Việt Nam (thế mạnh và kinh nghiệm từ Cty Mẹ Viettel về xây dựng cơ sở dữ liệu quốc gia, hạ tầng Chính phủ số) để thực hiện vai trò cầu nối hợp tác trong quan hệ ngoại giao. Ngoài ra, việc có sẵn tệp thuê bao viễn thông truyền thống cũng là điều kiện thuận lợi để tiếp cận và mở rộng khách hàng ở mảng này.

Hình 8: Doanh thu dịch vụ số và tỷ trọng đóng góp



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Ước tính số thuê bao số tăng thêm



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

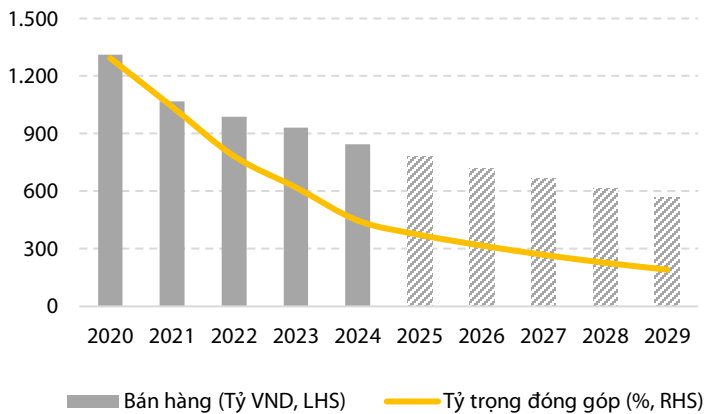
3. Mảng bán hàng

KQKD phản ánh sự suy giảm có chủ đích với tỷ trọng doanh thu bán hàng trên tổng doanh thu thuần giảm từ 7% (2020) xuống còn 2,4% (2024), thể hiện rõ quan điểm “Hoạt động bán hàng không phải là trọng tâm chiến lược, chỉ duy trì ở mức tối thiểu” nhằm cung ứng thiết bị cho các công con/ liên kết. Thêm vào đó, GVHB/doanh thu mảng này luôn duy trì cao hơn 120%, đồng nghĩa với hoạt động không có lãi.

Chiến lược “giảm/ duy trì tối thiểu” doanh thu mảng bán hàng là phù hợp, để tập trung vào mảng dịch vụ viễn thông cốt lõi và dịch vụ số, hạn chế bào mòn lợi nhuận trong dài hạn.

Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu bán hàng giảm dần với CAGR -7,7%/năm trong giai đoạn 2024 – 2029, tương ứng tỷ trọng đóng góp trên doanh thu giảm còn 1% vào năm 2029.

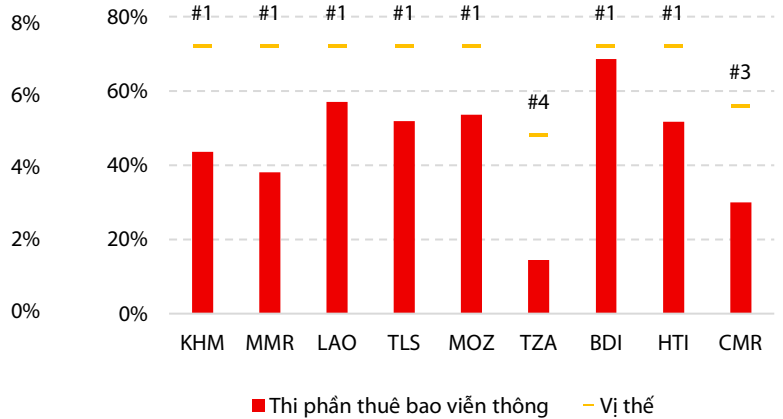
Hình 10: Doanh thu bán hàng và tỷ trọng đóng góp



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

(*) Kết thúc FY24, VGI đạt vị trí số 1 thị phần thuê bao viễn thông tại 7/9 nước, +1 thị trường Mozambique khi vượt qua được Vodacom (giữ vị trí số 1 trong nhiều năm).

Hình 11: Vị thế thị phần thuê bao viễn thông VGI, 2024 (*)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu chi phí

Biên lợi nhuận gộp: Lợi nhuận gộp của VGI hoàn toàn đến từ mảng dịch vụ viễn thông truyền thống và dịch vụ số, qua đó bù đắp cho khoản lỗ từ mảng bán hàng - vốn chỉ là mảng phụ trợ nhằm cung cấp thiết bị giữa VGI và các công ty tại các thị trường đầu tư.

Biên gộp của VGI có xu hướng cải thiện liên tục qua các năm, tăng từ 37,3% (2020) lên 50,6% (giai đoạn 2023 – 2024). Điều này xuất phát từ đặc thù của ngành dịch vụ viễn thông, trong đó chi phí đầu tư ban đầu cho hạ tầng mạng và kết nối gần như là chi phí cố định. Từ đó, số lượng thuê bao tăng lên sẽ giúp tăng doanh thu nhưng giảm tỷ trọng giá vốn hàng bán trên mỗi thuê bao. Ngoài ra, việc duy trì tối thiểu mảng bán hàng (vốn có biên gộp âm) góp phần đáng kể vào cải thiện biên gộp chung.

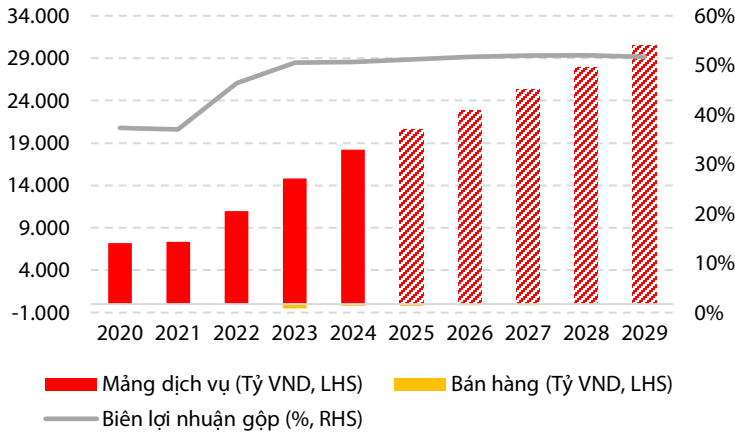
Chúng tôi kỳ vọng biên gộp của VGI vẫn sẽ tiếp tục cải thiện lên 52% đến 2029, tương ứng với lợi nhuận gộp tăng từ 17.905 tỷ đồng (2024) lên 28.465 tỷ đồng (2029). Riêng trong năm 2025, lợi nhuận gộp ước tính đạt 20.364 tỷ đồng (+13,7% YoY), tương đương với biên gộp tăng lên 51,2% (+0,6 pps YoY).

Động lực chính đến từ việc gia tăng khai thác thuê bao viễn thông và thuê bao số mới, trong bối cảnh không phát sinh khoản đầu tư lớn đáng kể vào hạ tầng mạng trong năm. Cụ thể, chúng tôi ước tính tổng số thuê bao viễn thông và thuê bao số tăng lên gần 9 triệu trong 2025, gần bằng với mức tăng trưởng trong 2024 ([Quay lại Hình 7](#), [Hình 9](#)), giúp nâng tổng số thuê bao tăng lên mạnh mẽ, trong khi đầu tư TSCĐ (CAPEX) vẫn duy trì ở quanh mức 3.000 – 3.500 tỷ đồng như các năm trước. (Xem thêm [Đầu tư TSCĐ](#))

Đồng thời, mảng bán hàng (vốn có biên gộp âm) tiếp tục giảm tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu, ước tính xuống còn 2% (-0,4 pps YoY) trong 2025, từ đó góp phần hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

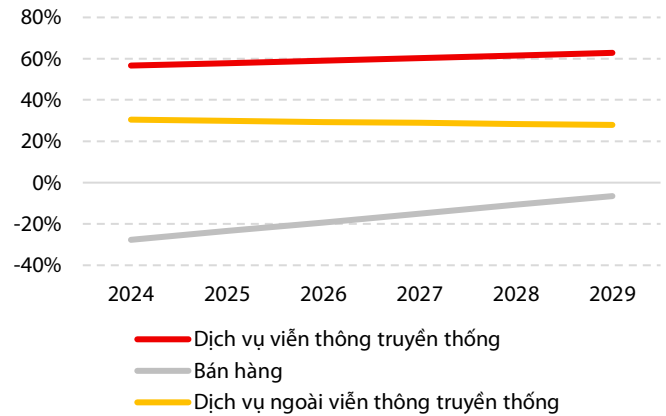
Tuy vậy, mức biên lợi nhuận gộp dao động trong khoảng 50 – 52% của VGI nhìn chung vẫn được đánh giá là tương đối thấp so với mặt bằng chung của các doanh nghiệp cùng ngành có tính chất hoạt động tương tự tại ở nhiều thị trường (Hình 16)

Hình 12: Lợi nhuận gộp theo mảng dịch vụ và bán hàng (Tỷ đồng)



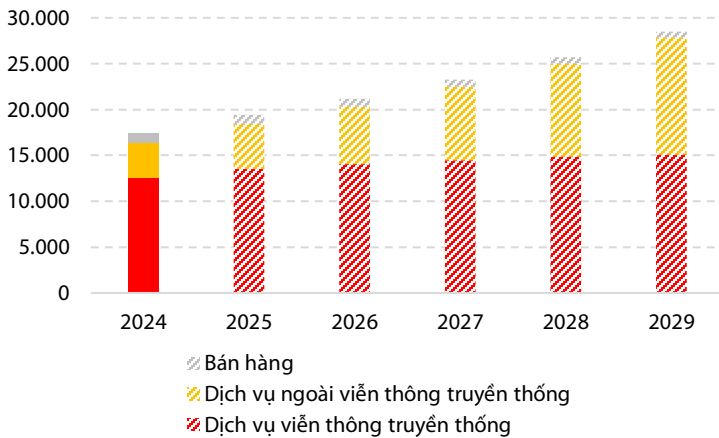
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Biên lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (%)



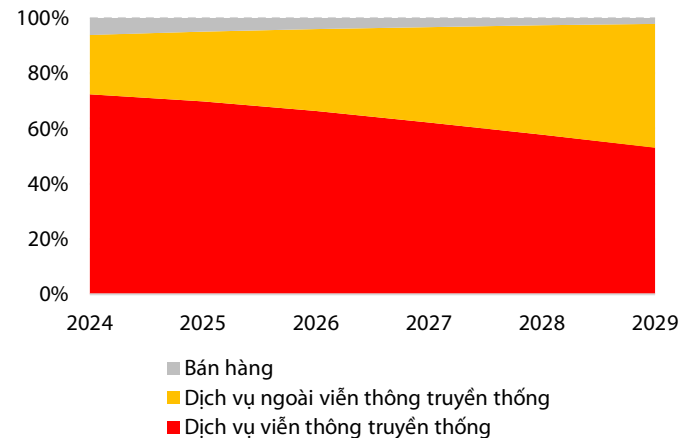
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Dự phóng giá vốn hàng bán (Tỷ đồng)



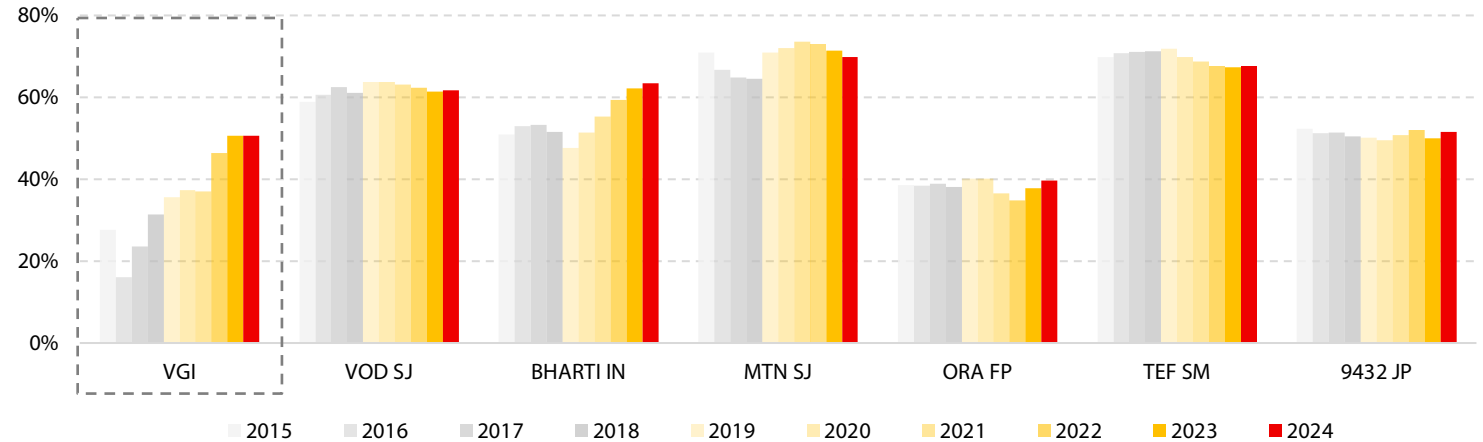
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Cơ cấu giá vốn hàng bán (%)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong ngành (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN)

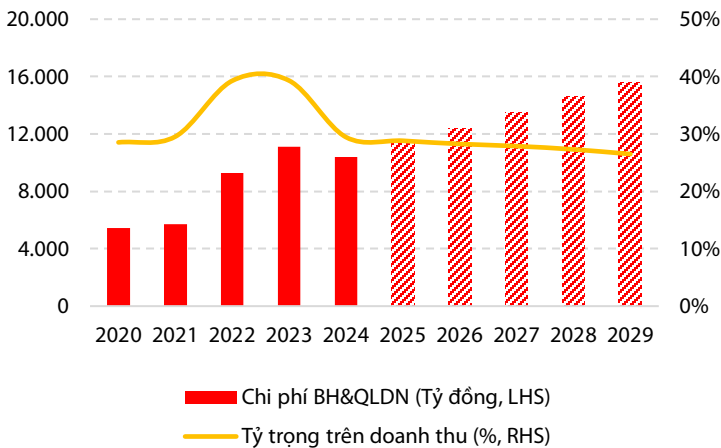
Tổng chi phí BH&QLDN trên doanh thu của VGI duy trì ở mức tương đối cao, dao động từ 28% đến 40% trong 5 năm gần đây (Hình 17). Điều này phản ánh đặc thù của ngành dịch vụ viễn thông và phạm vi hoạt động rộng của VGI, khi hiện diện tại nhiều thị trường có mức độ thâm nhập còn tương đối thấp, đòi hỏi phải đẩy mạnh hoạt động bán hàng - đặc biệt với tệp khách hàng chủ yếu là B2C.

Chi phí bán hàng: thường thấp hơn chi phí quản lý doanh nghiệp. Tuy nhiên, tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu tăng từ 10% (năm 2021) lên 13% (năm 2023), cho thấy xu hướng đầu tư ngày càng lớn vào hoạt động phân phối và tiếp cận khách hàng.

- Khoản chi cho hoạt động quảng cáo, truyền thông, trả hoa hồng cho đại lý và cộng tác viên (CTV) chiếm 23,2% tổng chi phí BH&QLDN năm 2024 và duy trì hơn 15% qua các năm, phản ánh đây là kênh phân phối chủ lực.
- Năm 2023, hoạt động quảng cáo, truyền thông và mở rộng kênh phân phối được đẩy mạnh rõ rệt, nhằm hỗ trợ tăng trưởng thuê bao. Kết quả là số thuê bao viễn thông tăng thêm trong năm 2023 đạt 4 triệu và thuê bao số tăng 11 triệu - gấp đôi 2 năm trước và đạt 200% kế hoạch trong năm (Hình 18).

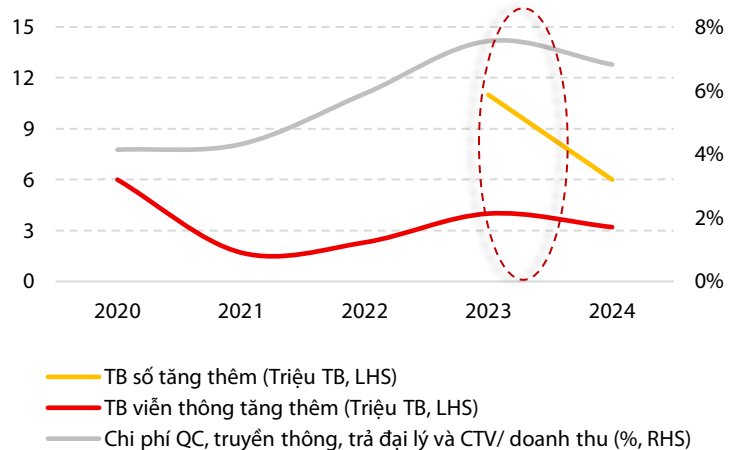
Trong bối cảnh dư địa khai thác ngày càng hạn hẹp, mục tiêu tăng trưởng thuê bao trong giai đoạn tới sẽ buộc VGI tiếp tục đầu tư mạnh hơn cho các chương trình khuyến mãi và phát triển kênh phân phối B2C. Điều này không chỉ nhằm mở rộng tệp khách hàng mà còn hướng đến tăng tỷ lệ chuyển đổi từ thuê bao sử dụng dịch vụ viễn thông truyền thống sang sử dụng các dịch vụ số giá trị gia tăng cao hơn.

Hình 17: Chi phí BH&QLDN (Tỷ đồng)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Tương quan giữa chi phí quảng cáo, truyền thông, trả cho đại lý, CTV vs. số thuê bao tăng thêm



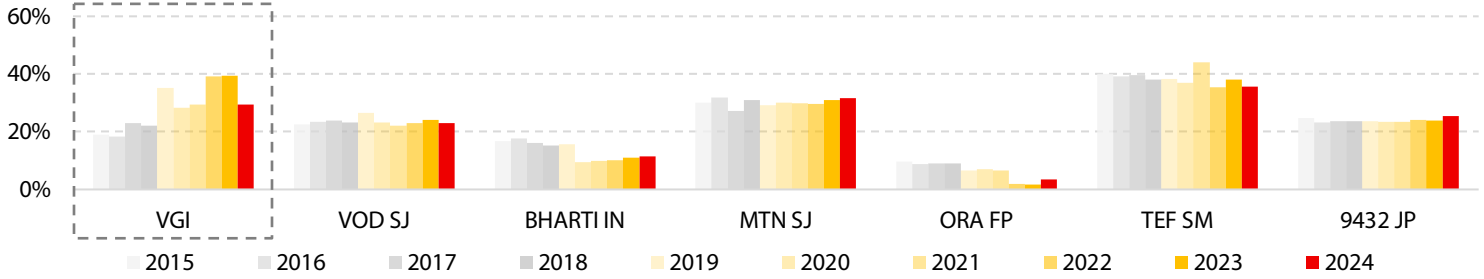
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Chi phí QLDN: Tỷ trọng chi phí QLDN trên doanh thu duy trì ổn định 18 – 20% trong những năm qua, chủ yếu phân bổ cho hoạt động quản lý và đào tạo chuyên gia. Khoản chi này đặc biệt quan trọng tại các thị trường kém phát triển hơn, nơi yêu cầu đội ngũ quản lý có kinh nghiệm chuyên sâu và mức độ cam kết cao. Chúng tôi cho rằng đây cũng là một trong những chính sách hấp dẫn của doanh nghiệp nhằm thu hút, giữ chân nhân sự chất lượng và nâng cao mức độ gắn bó lâu dài với tổ chức.

Tổng kết lại, trong năm 2025, chúng tôi dự phóng chi phí BH&QLDN của VGI đạt 11.459 tỷ đồng, tương ứng với tỷ trọng chi phí BH&QLDN trên doanh thu thuần kỳ vọng quay về mức ổn định 29%. Tỷ trọng này được kỳ vọng đi theo xu hướng giảm nhẹ, về mức 26,5% vào năm 2029 (Hình 17).

Dự phóng dựa trên cơ sở sở và giả định là VGI giảm khoản trích lập dự phòng phải thu khó đòi đối với công ty thị trường ở Myanmar theo kế hoạch từ nay đến 2031, đồng thời duy trì ổn định cơ cấu chi phí, đặc biệt là nhóm các chi phí chiếm tỷ trọng lớn như marketing bán hàng, đại lý, CTV và chi phí cho chuyên gia, quản lý.

Hình 19: So sánh tỷ trọng chi phí BH&QLDN của các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

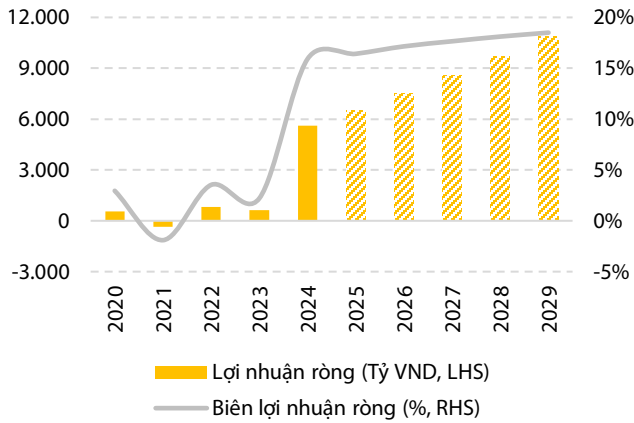
Lợi nhuận ròng

Dự phóng LNST Cty mẹ năm 2025 đạt 6.528 tỷ đồng (+16% YoY), tương ứng với biên ròng kỳ vọng tăng lên 16,4% (+0,5 pps YoY) và tiếp tục cải thiện dần lên mức 18,5% đến 2029, chủ yếu nhờ:

- Doanh nghiệp đã đi vào chu kỳ vận hành tương đối tốt và ổn định kể từ 2023 - sau giai đoạn mở rộng đến các khu vực xa xôi, kém phát triển hơn. Tại đây, nhu cầu sử dụng dịch vụ đã dần được định hình, giúp công ty “căn chỉnh” tốt hơn các chi phí vận hành theo từng thị trường.
- Chúng tôi cho rằng VGI sẽ tập trung hơn vào tăng trưởng thuê bao mới, đồng thời đẩy mạnh khai thác và chuyển đổi các thuê bao hiện hữu, ưu tiên các thuê bao có ARPU cao nhằm tăng doanh thu. Song song đó, việc tối ưu chi phí vận hành và giá vốn/thuê bao sẽ góp phần cải thiện biên lợi nhuận.

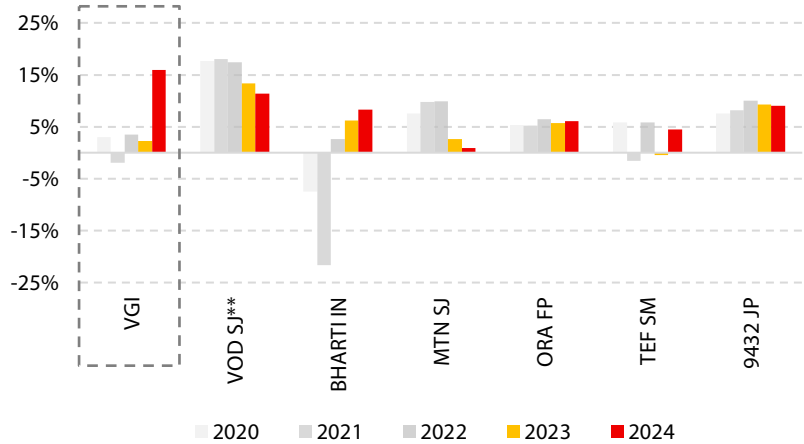
Chúng tôi nhận thấy biên ròng của VGI năm 2024 tương đối cao so với các doanh nghiệp trong ngành có cùng tính chất hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mức này là không quá cao so với chuẩn của ngành khi biên ròng có thể giao động trung bình ở mức 15 – 30% trong giai đoạn doanh thu tăng trưởng.

Hình 20: Lợi nhuận ròng của VGI



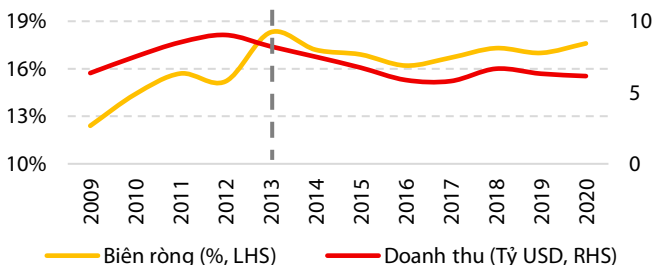
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Biên lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp trong ngành (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

() Hình 22: Xu hướng doanh thu và biên ròng trong giai đoạn tăng trưởng và bão hòa của doanh nghiệp so sánh – VOD SJ**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

(**) Vodacom (VOD SJ) là doanh nghiệp cạnh tranh trực tiếp với VGI trong danh sách so sánh: hoạt động chung ở 2 thị trường (gồm Mozambique* và Tanzania), ghi nhận đà giảm doanh thu và biên ròng sau 2013 do đa phần các thị trường đầu tư bão hòa hoặc bị giảm thị phần, được xem là đã đi qua giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ.

Do đó, với triển vọng tăng trưởng của VGI trong giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi cho rằng xu hướng tăng biên ròng từ 16% lên 18% vào 2029 là có cơ sở và là mức đáng để kỳ vọng.

*VGI đã vượt qua VOD SJ để giành số 1 thị phần thuê bao ở thị trường Mozambique vào 2024, sau 12 năm thâm nhập.

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động

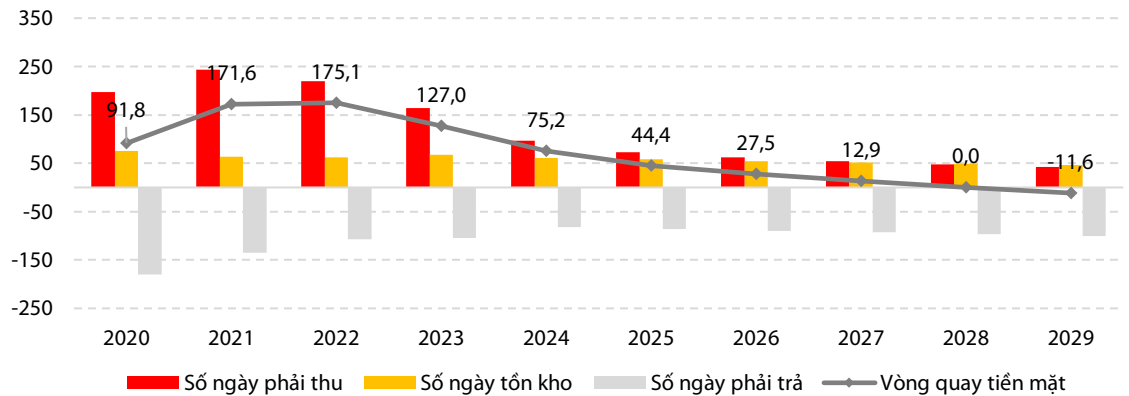
Các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của VGI cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2020 – 2024 về số ngày phải thu, ngày tồn kho và chu kỳ tiền mặt (Hình 23).

- **Số ngày phải thu:** bắt đầu rút ngắn từ sau 2021. Chúng tôi nhận thấy kết quả này không chỉ phản ánh việc VGI siết chặt vòng quay tiền mà còn phần nào thể hiện chính sách kế toán thận trọng thông qua việc trích lập dự phòng tương đối lớn đối với các khoản phải thu phát sinh tại VCR và Mytel.
- **Số ngày phải trả** tuy cũng có xu hướng giảm nhưng tốc độ chậm hơn và hiện đã tiệm cận mức thấp so với mặt bằng chung trong ngành. Chúng tôi cho rằng khả năng giảm thêm là không cao và tỷ lệ này có thể tăng trở lại từ năm 2025. Các khoản phải trả chủ yếu liên quan đến mua sắm thiết bị, giải pháp doanh nghiệp và các giao dịch với các nhà cung cấp lớn như Huawei, ZTE và các tổng công ty nội bộ. Trong bối cảnh hệ sinh thái nhà cung cấp ngày càng đa dạng và phức tạp, việc giảm quá sâu các khoản phải trả có thể gây áp lực đến dòng tiền hoạt động.
- **Số ngày tồn kho:** Do tính chất của ngành dịch vụ, số ngày tồn kho không quá lớn và ít biến động. Giá trị tồn kho chiếm tỷ trọng thấp trong TSNH với tỷ lệ duy trì 6 - 7%. Cơ cấu hàng tồn kho chủ yếu là nguyên vật liệu phục vụ xây dựng/ củng cố nhà trạm mỗi năm (chiếm ~55% giá trị HTK) và một phần hàng mua đang trong quá trình vận chuyển.

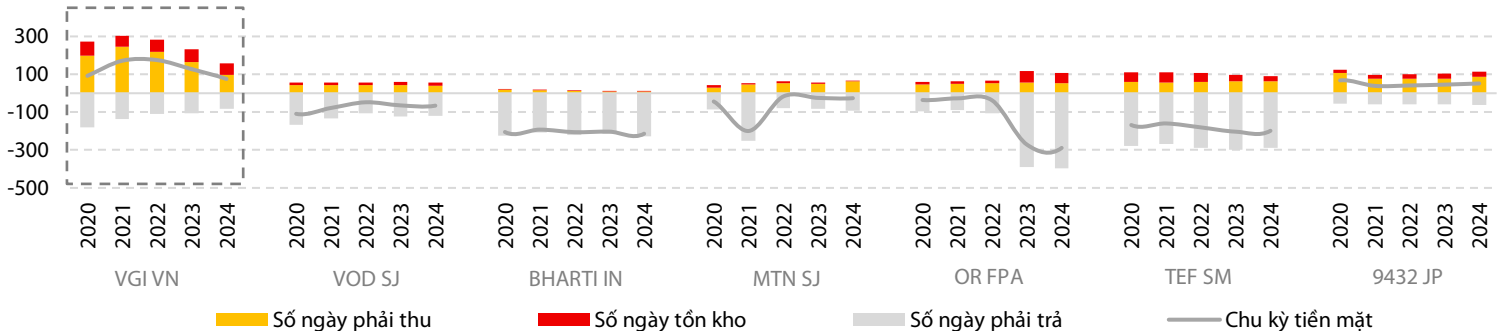
Trong giai đoạn 2025 - 2029, chúng tôi kỳ vọng vòng quay tiền của VGI tiếp tục xu hướng cải thiện, tiến về mức âm như doanh nghiệp cùng ngành (Hình 24). Số ngày phải thu cải thiện nhẹ nhờ 2 yếu tố chính:

- Xu hướng doanh thu ngày càng đến từ các khoản thu trước hoặc thu ngay, như phí trả trước và phí thu trực tiếp theo giao dịch.
- Tiếp tục thu hồi công nợ từ Viettel Myanmar (Mytel), với khoản thu hồi nợ vay dự kiến đạt 23 triệu USD trong năm 2025, phần còn lại sẽ được thu dần chậm nhất đến năm 2031.

Hình 23: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của VGI (Ngày)



Hình 24: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp cùng ngành (Ngày)



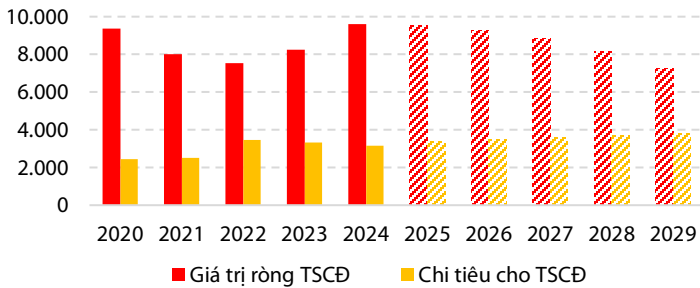
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Đầu tư TSCĐ

Trước năm 2018, khoản đầu tư TSCĐ duy trì ở mức cao từ 4.000 – 9.000 tỷ đồng do VGI đầu tư vào thị trường mới (Tanzania và Burundi vào 2015 với CAPEX 9.000 tỷ đồng và Myanmar vào 2017). Nếu không mở rộng thêm thị trường, khoản đầu tư TSCĐ thường duy trì quanh 3.000 – 3.500 tỷ đồng, chủ yếu chi cho xây dựng thêm nhà trạm/ tuyến cáp và duy trì TSCĐ hiện hữu. Theo tuyên bố trước truyền thông, VGI lên kế hoạch mở rộng thêm ít nhất 1-2 thị trường mới trong giai đoạn 2025 – 2030. Tuy nhiên, thông tin chi tiết hơn về thị trường đầu tư/ thời gian thực hiện/ quy mô và loại hình doanh nghiệp vẫn chưa được công bố chính thức bằng văn bản.

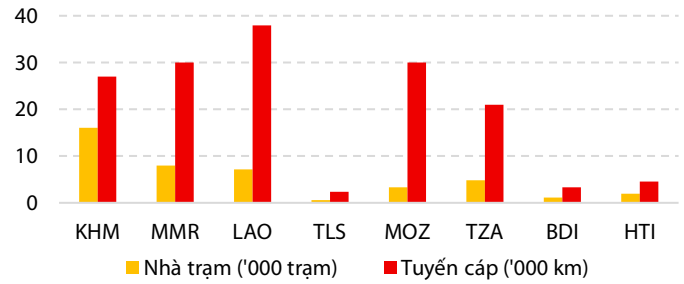
Do đó, chúng tôi dự phóng chi tiêu đầu tư, mua sắm TSCĐ (và các yếu tố KQKD khác) dựa trên giả định trọng yếu là doanh nghiệp vẫn hoạt động trong phạm vi 09 nước có mặt hiện nay (xem thêm [“Các mốc thời gian đầu tư ra nước ngoài của VGI”](#)) với tổng mức đầu tư trung bình 3.500 tỷ đồng/năm cho giai đoạn 2025 – 2029.

Hình 25: Tiền chi cho đầu tư, mua sắm TSCĐ



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 26: Số nhà trạm và độ dài tuyến cáp của VGI (2024)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

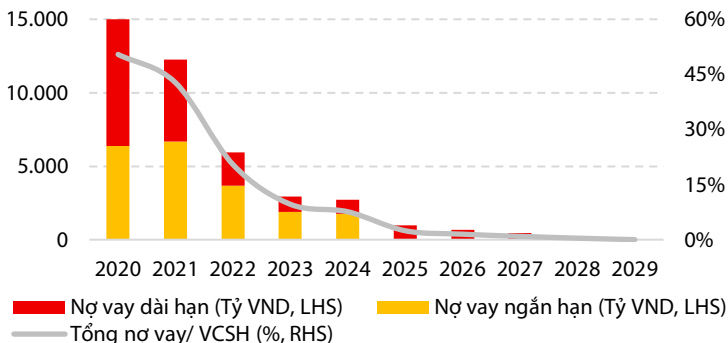
Nợ vay

Trong giai đoạn 2020 - 2024, VGI ghi nhận xu hướng giảm mạnh tỷ trọng nợ vay trên doanh thu và VCSH, phản ánh rõ nét chiến lược tài chính thận trọng và xu hướng tự chủ hóa dòng tiền. Tỷ lệ nợ vay trên VCSH giảm liên tục từ 115% (2015) xuống 7,6% (2024), đòn bẩy tài chính thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành (Tham khảo [Phân tích Dupont 3 yếu tố của doanh nghiệp cùng ngành](#)). Do đặc thù hoạt động chủ yếu ở nước ngoài vốn có mức độ bất ổn cao, các khoản nợ vay của VGI chủ yếu bằng đồng USD và MZN để giảm thiểu biến động. Tuy nhiên, môi trường lãi suất vẫn tương đối cao với biên độ dao động lớn, lãi suất bình quân có xu hướng tăng lên từ 5,3% lên 11% (2022 – 2024).

Diễn biến này tạo nền tảng hợp lý cho kịch bản dự phóng giảm nợ vay trong giai đoạn 2025 – 2029, mặt khác nhờ vào kỳ vọng về tiềm năng tăng trưởng, dòng tiền ổn định, động lực giảm chi phí lãi do môi trường lãi suất bất ổn (xuất phát từ gánh nặng nợ công của Chính phủ các nước Châu Phi).

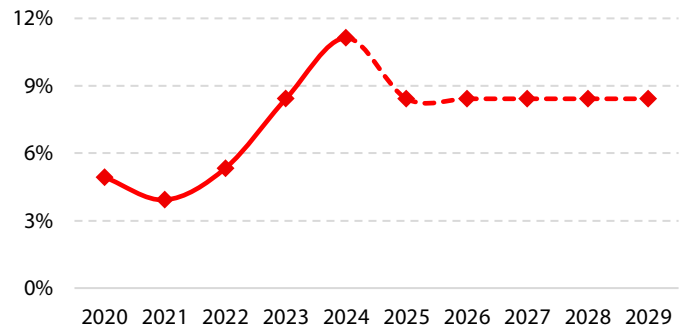
Chúng tôi dự phóng khoản nợ vay dài hạn 974,6 tỷ đồng sẽ được tất toán dần trong 5 năm tới và dự kiến doanh nghiệp sẽ không còn nợ vay từ sau 2029.

Hình 27: Tổng nợ vay



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 28: Lãi suất bình quân

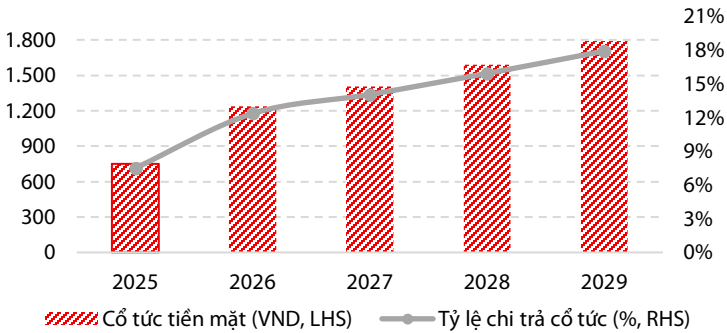


Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Chính sách cổ tức tiền mặt

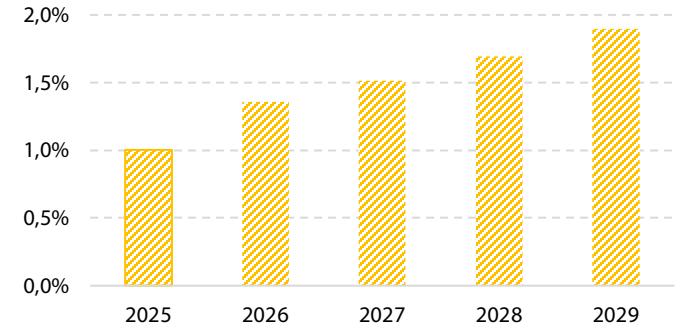
VGI đã công bố chính sách cổ tức tiền mặt với tỷ lệ chi trả 7,5% cho năm tài chính 2024, tương đương 750 đồng/cổ phiếu, dự kiến thực hiện trong năm 2025. Với triển vọng tăng trưởng tương đối tích cực trong giai đoạn 2025 - 2029, chúng tôi giả định doanh nghiệp sẽ duy trì chính sách chi cổ tức đều đặn hàng năm với tỷ lệ chi trả tăng đồng pha với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận.

Hình 29: Chúng tôi giả định VGI sẽ chia cổ tức tiền mặt các năm sau (kể từ khi bắt đầu chi trả cho FY24)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Lợi suất cổ tức của VGI (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) - Phân tích Dupont

ROE năm 2024 của VGI ghi nhận mức cải thiện rõ rệt nhờ tăng trưởng đồng thời ở cả ba yếu tố cấu thành: đòn bẩy tài chính, vòng quay tài sản và biên lợi nhuận ròng. Động lực quan trọng nhất đến từ việc biên lợi nhuận ròng tăng mạnh từ mức âm 1,3% (năm 2020) lên 16% (năm 2024), chủ yếu nhờ doanh thu tăng vượt bậc, đặc biệt ở mảng dịch vụ số (Quay lại [Dịch vụ số](#)), cùng với nỗ lực tối ưu hóa chi phí hoạt động, bao gồm các khoản chi lớn như chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN).

Nhìn chung, yếu tố có ảnh hưởng lớn nhất đến ROE của ngành thường nằm ở biên lợi nhuận ròng, trong khi các chỉ tiêu về vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính được duy trì ở mức tương đối ổn định ([Bảng 3](#)). So với các doanh nghiệp cùng ngành, VGI đang bước vào giai đoạn tăng trưởng “ngược dòng” khi vẫn duy trì mức đòn bẩy tài chính tương đối thấp, nỗ lực cải thiện ROE thông qua mở rộng biên lợi nhuận kể từ sau 2021.

Với những dự phóng và giả định đưa ra về triển vọng tăng trưởng và khả năng tối ưu được chi phí vận hành trong giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi kỳ vọng ROE của VGI tiếp tục được cải thiện với động lực chính đến từ tăng biên ròng và vẫn duy trì ổn định hai chỉ số còn lại.

Bảng 2: Phân tích Dupont 3 yếu tố của VGI

PHÂN TÍCH DUPONT	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
VGI	-1,3%	2,9%	2,0%	15,7%	16,3%	17,2%	17,8%	18,3%	18,7%
Biên ròng	-1,9%	3,5%	2,2%	15,9%	16,4%	17,2%	17,7%	18,1%	18,5%
Vòng quay tài sản	0,36	0,47	0,54	0,56	0,58	0,59	0,59	0,6	0,59
Đòn bẩy tài chính	1,85	1,73	1,72	1,77	1,71	1,69	1,71	1,69	1,71

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận là ước tính và giả định của chúng tôi, không phải nguồn VGI.

Bảng 3: Phân tích Dupont 3 yếu tố của doanh nghiệp cùng ngành

PHÂN TÍCH DUPONT	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
VOD SJ	56,2%	55,9%	55,7%	34,7%	20,8%	18,8%	19,4%	21,6%	20,3%	18,2%
Biên ròng	17,0%	16,1%	16,5%	17,8%	17,1%	17,6%	16,9%	16,7%	14,1%	10,8%
Vòng quay tài sản	1,13	1,07	1,02	0,81	0,61	0,53	0,54	0,59	0,59	0,64
Đòn bẩy tài chính	2,93	3,25	3,31	2,40	2,00	2,03	2,12	2,20	2,46	2,62
BHARTI IN	8,5%	9,4%	5,7%	1,6%	0,6%	-43,3%	-22,2%	6,8%	11,6%	9,4%
Biên ròng	5,6%	6,3%	4,0%	1,3%	0,5%	-36,8%	-15,0%	3,7%	6,0%	5,0%
Vòng quay tài sản	0,49	0,46	0,42	0,34	0,31	0,28	0,28	0,33	0,34	0,34
Đòn bẩy tài chính	3,11	3,27	3,42	3,53	3,73	4,28	5,19	5,65	5,62	5,58
MTN SJ	14,7%	-2,1%	4,5%	9,7%	10,8%	18,2%	12,9%	16,9%	3,2%	-7,3%
Biên ròng	13,7%	-1,8%	3,3%	6,5%	6,0%	9,5%	7,6%	9,2%	1,9%	-5,1%
Vòng quay tài sản	0,52	0,51	0,52	0,54	0,54	0,55	0,51	0,55	0,54	0,44
Đòn bẩy tài chính	2,06	2,33	2,61	2,80	3,31	3,49	3,34	3,33	3,23	3,29
ORA FP	10,1%	11,0%	6,3%	6,6%	10,8%	16,7%	0,0%	7,3%	8,4%	8,1%
Biên ròng	6,6%	7,2%	4,5%	4,7%	7,1%	11,4%	0,6%	4,9%	6,2%	5,8%
Vòng quay tài sản	0,45	0,44	0,43	0,43	0,41	0,39	0,40	0,40	0,36	0,38
Đòn bẩy tài chính	3,42	3,50	3,25	3,25	3,65	3,71	0,14	3,68	3,80	3,68
941 HK	12,0%	11,5%	11,6%	11,6%	10,0%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%
Biên ròng	15,6%	16,1%	16,7%	16,1%	13,8%	13,8%	13,8%	13,1%	12,1%	12,1%
Vòng quay tài sản	0,50	0,46	0,45	0,48	0,49	0,48	0,47	0,51	0,56	0,56
Đòn bẩy tài chính	1,54	1,56	1,55	1,50	1,48	1,51	1,52	1,51	1,49	1,50
9432 JP	6,0%	8,4%	8,9%	9,9%	9,3%	9,3%	11,0%	14,9%	14,4%	13,9%
Biên ròng	4,7%	6,4%	7,0%	7,6%	7,2%	7,2%	7,7%	9,7%	9,2%	9,6%
Vòng quay tài sản	0,54	0,55	0,54	0,55	0,54	0,53	0,52	0,52	0,53	0,49
Đòn bẩy tài chính	2,38	2,38	2,36	2,36	2,39	2,47	2,77	2,96	2,92	2,98
GLO PM	28,5%	28,9%	25,7%	23,0%	26,6%	28,8%	22,5%	24,0%	25,3%	15,0%
Biên ròng	13,0%	13,8%	12,5%	11,1%	12,3%	13,4%	11,6%	14,0%	19,8%	13,6%
Vòng quay tài sản	0,61	0,64	0,57	0,51	0,52	0,55	0,50	0,42	0,35	0,31
Đòn bẩy tài chính	3,61	3,29	3,61	4,02	4,11	3,90	3,90	4,04	3,71	3,57
TEL PM	25,2%	17,8%	18,1%	12,4%	17,3%	20,1%	21,4%	22,1%	9,0%	24,9%
Biên ròng	20,0%	12,9%	12,1%	8,4%	11,6%	13,3%	13,4%	13,6%	5,1%	12,6%
Vòng quay tài sản	0,41	0,38	0,36	0,34	0,35	0,34	0,33	0,32	0,33	0,34
Đòn bẩy tài chính	3,08	3,60	4,20	4,35	4,30	4,50	4,85	5,04	5,38	5,79

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Viet

Bảng 4: Báo cáo thu nhập hàng năm của VGI

DOANH THU THUẦN	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	19.242,0	23.629,6	28.212,2	35.367,7	39.764,2	43.836,3	48.432,1	53.497,0	58.917,8
Giá vốn hàng bán	12.118,1	12.670,8	13.944,2	17.462,3	19.400,0	21.163,2	23.259,2	25.675,3	28.465,4
Lãi gộp	7.123,9	10.958,9	14.268,0	17.905,3	20.364,2	22.673,1	25.172,9	27.821,7	30.452,4
Chi phí bán hàng và QLDN	5.667,2	9.270,3	11.088,0	10.416,1	11.459,9	12.387,3	13.503,9	14.610,2	15.613,9
Chi phí hoạt động khác	-201,3	67,9	66,9	83,8	94,2	103,9	114,8	126,8	139,6
EBITDA	4.785,1	4.911,7	6.247,6	10.664,4	13.142,4	14.724,9	16.503,2	18.460,5	20.521,1
Doanh thu tài chính	1.481,5	3.202,9	3.580,2	3.710,3	4.246,0	4.773,8	5.262,7	5.814,4	6.422,4
Chi phí tài chính	2.315,1	2.557,3	3.470,5	1.779,4	1.546,3	1.532,8	1.510,1	1.491,8	1.473,4
Lợi nhuận trước thuế	880,3	3.014,1	3.879,3	10.666,8	12.670,0	14.591,3	16.591,0	18.806,5	21.152,4
Chi phí thuế TNDN	533,5	1.473,4	2.232,2	3.493,8	4.149,9	4.779,2	5.434,1	6.159,8	6.928,2
Quỹ khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	713,5	706,6	1.024,6	1.546,9	1.991,9	2.294,0	2.608,3	2.956,6	3.325,4
Biên lợi nhuận ròng	-1,9%	3,5%	2,2%	15,9%	16,4%	17,2%	17,7%	18,1%	18,5%
EPS (Đồng/CP)	-120	274	205	1.848	2.145	2.470	2.808	3.184	3.581

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 5: Bảng cân đối kế toán hàng năm của VGI (Tỷ đồng)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	6.160,9	7.864,1	8.874,3	13.376,2	14.679,6	18.449,9	23.109,8	28.245,9	34.281,2
Đầu tư ngắn hạn	6.435,4	9.038,0	14.239,3	23.487,4	26.407,1	29.111,4	32.163,4	35.527,0	39.126,9
Khoản phải thu	13.906,9	14.571,0	10.840,6	7.912,3	7.921,5	7.047,0	7.290,4	6.577,8	6.933,4
Hàng tồn kho	1.819,0	2.254,7	2.615,0	2.793,6	3.102,7	3.233,7	3.368,7	3.541,2	3.721,8
Tài sản ngắn hạn khác	748,4	725,7	971,0	1.111,1	1.546,7	1.346,2	1.667,0	1.680,6	2.291,7
Tài sản ngắn hạn	29.070,8	34.453,4	37.540,2	48.680,6	53.657,6	59.188,2	67.599,2	75.572,5	86.355,0
TSCĐ hữu hình	8.022,7	7.540,8	8.234,0	9.608,6	9.529,4	9.271,7	8.822,5	8.157,3	7.238,6
Đầu tư dài hạn	767,2	842,4	629,3	642,5	722,4	796,4	879,8	971,9	1.070,3
TSCĐ vô hình	2.308,2	2.896,4	3.335,3	3.354,2	3.368,9	3.569,2	3.692,6	3.821,3	3.952,8
TS dài hạn khác	1.795,6	1.466,0	1.105,7	1.012,6	1.012,6	1.012,6	1.012,6	1.012,6	1.012,6
Tài sản dài hạn	23.780,3	15.849,6	14.924,2	14.758,1	14.790,9	14.823,6	14.599,6	14.175,2	13.508,0
Tổng tài sản	52.851,0	50.303,0	52.464,4	63.438,7	68.448,5	74.011,8	82.198,8	89.747,7	99.863,0
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	6.662,8	3.669,0	1.870,5	1.748,2	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	3.447,7	4.018,5	3.994,9	3.884,9	5.244,4	5.123,9	6.721,1	6.851,0	8.746,5
Các khoản phải trả khác	6.492,5	8.898,4	12.237,8	16.966,0	18.242,6	20.087,2	22.169,0	24.463,3	26.918,8
Phải trả ngắn hạn	16.603,0	16.585,8	18.103,1	22.599,1	23.487,0	25.211,1	28.890,1	31.314,2	35.665,3
Vay nợ dài hạn	5.574,9	2.288,8	1.070,6	974,6	974,6	654,5	436,3	218,2	0,0
Phải trả dài hạn khác	2.038,7	2.319,9	2.773,6	4.032,9	3.909,4	4.309,7	4.761,5	5.259,5	5.792,4
Phải trả dài hạn	7.613,6	4.608,7	3.844,3	5.007,5	4.884,0	4.964,2	5.197,9	5.477,7	5.792,4
Tổng nợ phải trả	24.216,6	21.194,5	21.947,4	27.606,7	28.371,0	30.175,3	34.088,0	36.791,9	41.457,7
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	30.438,1	30.438,1	30.438,1	30.438,1	30.438,1	30.438,1	30.438,1	30.438,1	30.438,1
LNST chưa phân phối	-4.679,7	-3.969,6	-3.377,3	2.284,0	6.529,4	10.288,5	14.562,8	19.407,8	24.857,2
Các nguồn quỹ khác	2.876,0	2.640,0	3.456,3	3.109,9	3.109,9	3.109,9	3.109,9	3.109,9	3.109,9
Vốn chủ sở hữu	28.634,5	29.108,5	30.517,0	35.832,0	40.077,4	43.836,5	48.110,8	52.955,8	58.405,2
Tổng nguồn vốn	52.851,0	50.303,0	52.464,4	63.438,7	68.448,5	74.011,8	82.198,8	89.747,7	99.863,0

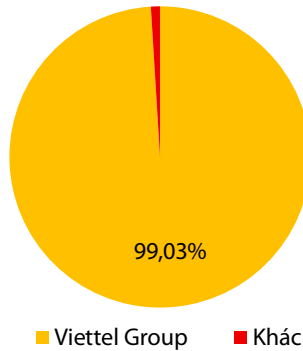
Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt ước tính

PHỤ LỤC 1 – TỔNG QUAN VÀ CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Thông tin tổng quan của doanh nghiệp

- **Tổng Công ty cổ phần Đầu tư Quốc tế Viettel – Viettel Global (VTG hoặc VGI)** được thành lập vào năm 2006 (tiền thân là Ban Dự án Đầu tư nước ngoài), chính thức niêm yết lên sàn UPCoM vào 2018.

Hình 31: Cơ cấu cổ đông của VGI



Nguồn: VTG, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu cổ đông của VGI rất cô đặc: Với tỷ lệ sở hữu **99,027%**, **Tập đoàn Công nghiệp - Viễn thông Quân đội Viettel** là cổ đông chi phối gần như toàn bộ, phản ánh mô hình sở hữu tập trung đặc trưng của các doanh nghiệp nhà nước lớn tại Việt Nam, đảm bảo quyền kiểm soát chiến lược và định hướng phát triển của VGI, đồng thời giảm thiểu rủi ro chi phối từ cổ đông nước ngoài.

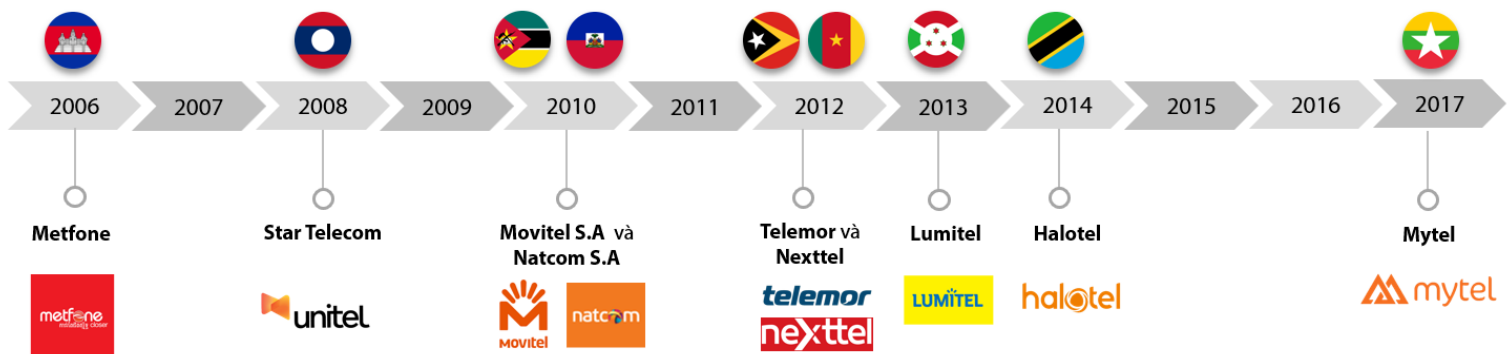
Số lượng cổ đông cá nhân trong nước khá lớn (9.437 người), nhưng tỷ lệ sở hữu chỉ 0,9%, cho thấy sự phân tán cao và không có ảnh hưởng đáng kể đến quyền kiểm soát công ty.

Xét về cơ cấu doanh nghiệp, VGI sở hữu 11 công ty con và 3 công ty liên kết, có mặt ở 09 thị trường quốc tế trải dài 03 châu lục. Tất cả các công ty con/công ty liên kết đều hoạt động trong lĩnh vực viễn thông di động, dịch vụ số và các hoạt động liên quan đến viễn thông. Riêng đối với Công ty Viettel Cameroon S.A.R.L (“VCR”), khoản đầu tư vào thị trường này được ghi nhận vào ‘Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác’. Do đó, công ty này không có trong danh sách (Bảng 5) dưới đây.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

- **Mảng dịch vụ viễn thông (còn gọi là dịch vụ viễn thông truyền thống):** Dịch vụ viễn thông di động (VoLTE, 4G, 5G), dịch vụ viễn thông cố định như internet băng rộng, dịch vụ thuê kênh, giải pháp kết nối internet và dịch vụ thoại cho các tổ chức.
- **Mảng dịch vụ số (còn gọi là dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống):** Dịch vụ ví điện tử, tài chính điện tử, siêu ứng dụng, nội dung số, giải pháp số và CNTT cho doanh nghiệp (Điện toán đám mây – Cloud, AI, IoT), thương mại số.
- **Mảng khác (bán hàng):** VGI còn tham gia vào hoạt động bán hàng, cung cấp các thiết bị và các linh kiện điện tử, thiết bị đầu cuối (handset, USB, homephone). Tuy nhiên, hoạt động này không đáng kể.

Hình 32: Các mốc thời gian đầu tư ra thị trường nước ngoài của VGI



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Hệ thống công ty con và công ty liên kết của VGI

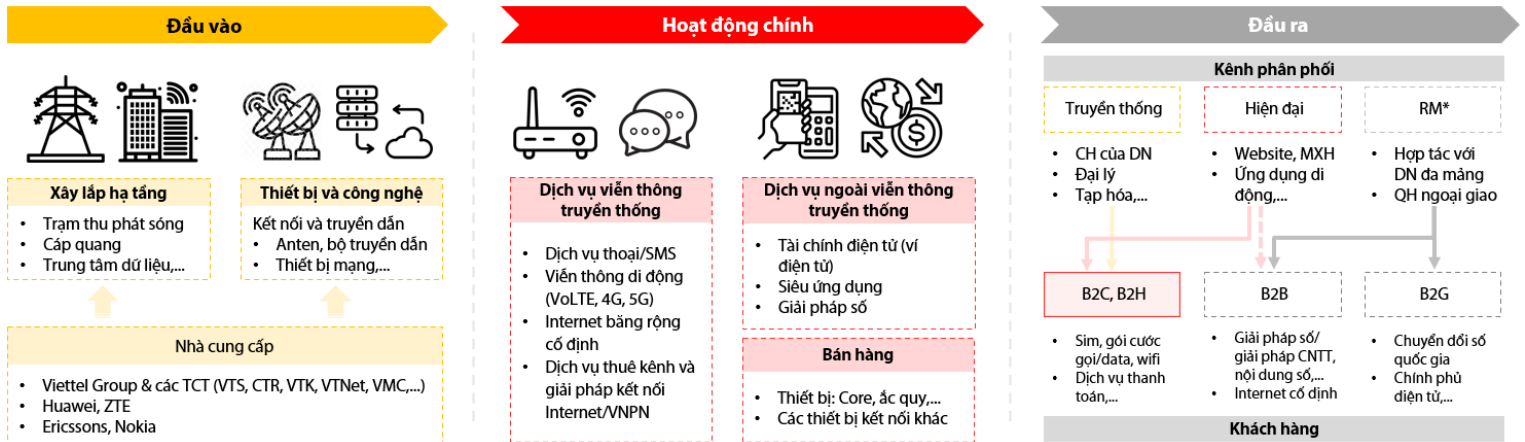
Tên công ty	Nơi thành lập	Tỷ lệ lợi ích (%)	Tỷ lệ quyền biểu quyết (%)	Hoạt động chính
Công ty con				
Công ty Viettel Timor Leste Unipessoal LDA ("VTL")	Đông Timor	100	100	Sở hữu và vận hành mạng viễn thông Telemor tại thị trường Đông Timor
Công ty Viettel (Cambodia) Pte. Ltd ("VTC")	Campuchia	90	90	Sở hữu và vận hành mạng viễn thông Mefone tại thị trường Campuchia
Công ty Movitel S.A. ("Movitel")	Mozambique	70	70	Sở hữu và vận hành mạng viễn thông Movitel tại thị trường Mozambique
Công ty National Telecom S.A ("Natcom")	Haiti	60	60	Sở hữu và vận hành mạng viễn thông Natcom, kinh doanh dịch vụ ví điện tử Natcash tại thị trường Haiti
Công ty Viettel Burundi S.A ("VTB")	Burundi	85	85	Sở hữu và vận hành mạng viễn thông Lumitel tại thị trường Burundi
Công ty Viettel Tanzania Limited ("VTZ")	Tanzania	99,99	99,99	Sở hữu và vận hành mạng viễn thông Holotel tại thị trường Tanzania
Công ty E-Mola S.A (i)	Mozambique	67,2	96	Kinh doanh dịch vụ ví điện tử tại thị trường Mozambique
Công ty Viettel E-commerce Tanzania ("VTE") (ii)	Tanzania	99,99	100	Kinh doanh dịch vụ ví điện tử tại thị trường Tanzania
Công ty Lumicash SU (iii)	Burundi	85	100	Kinh doanh dịch vụ ví điện tử tại thị trường Burundi
Công ty Telemor Fintech Unipessoal LDA ("TFU") (iv)	Đông Timor	100	100	Kinh doanh dịch vụ ví điện tử tại thị trường Đông Timor
Công ty E-money Payment Solutions Public Limited ("E-money") (v)	Campuchia	89,1	99	Kinh doanh dịch vụ ví điện tử tại thị trường Campuchia
Công ty liên kết				
Công ty Star Telecom Co., Ltd ("STL")	Lào	49	49	Sở hữu và vận hành mạng viễn thông Unitel tại thị trường Lào
Công ty Telecom International Myanmar Co., Ltd ("Mytel")	Myanmar	49	49	Đầu tư mạng viễn thông tại thị trường Myanmar
Công ty Metcom Co., Ltd ("Metcom") (vi)	Campuchia	89,99	49	Công ty liên kết của VTC, được thành lập và hoạt động tại Campuchia.

(i)	Công ty E-Mola S.A. là công ty con của Công ty Movitel S.A
(ii)	Công ty Viettel E-commerce Tanzania là công ty con của Công ty Viettel Tanzania
(iii)	Công ty Lumicash SU là công ty con của Công ty Viettel Burundi S.A
(iv)	Công ty Telemor Fintech Unipessoal, Lda ("TFU") là công ty con của Công ty Viettel Timor Leste, UNIP, LDA
(v)	Công ty E-money Payment Solutions Public Limited là công ty con của Công ty TNHH Viettel Cambodia
(vi)	Công ty Metcom Co., Ltd là công ty liên kết của Công ty Viettel (Cambodia) Pte. Ltd

Nguồn: VGI, CTCK Rong Việt

Chuỗi giá trị trong hoạt động của VGI

Hình 33: Chuỗi giá trị hoạt động của VGI



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chuỗi giá trị của VGI là một mô hình tận dụng tối đa nguồn lực từ Viettel để triển khai từ đầu vào (hạ tầng mạng lưới đến khai thác đường dẫn và kết nối) nhằm cung ứng các dịch vụ viễn thông và dịch vụ số tại các thị trường. Nhờ định hướng phát triển đặt ra từ đầu của Cty mẹ (Tập đoàn Viettel) là “đi từ lõi” đã hạn chế được rủi ro cho VGI khi ra thị trường nước ngoài như giảm phụ thuộc vào nguồn cung ứng khác, tối ưu chi phí tư vấn và thiết kế lắp đặt hạ tầng, và triển khai các công nghệ mới.

1. Đầu vào

Xây lắp hạ tầng: Đầu tư vào cơ sở hạ tầng vật lý và kỹ thuật để triển khai dịch vụ viễn thông tại các thị trường, đặc biệt là các nước đang phát triển với hạ tầng viễn thông còn yếu.

- Triển khai xây lắp các trạm thu phát sóng (BTS), cáp quang, và trung tâm dữ liệu tại các nước kém phát triển với cơ sở hạ tầng còn yếu như Haiti, Đông Timor, Mozambique, Burundi.
- Thiết bị viễn thông: Nhờ hệ sinh thái của Viettel, VGI tận dụng được các nguồn lực có sẵn mua vào các thiết bị như anten, bộ truyền dẫn, và thiết bị mạng 3G/4G/5G. Điều này giúp giảm chi phí nhập khẩu và tăng tính tự chủ.

Nhà cung cấp: tận dụng nguồn lực nội bộ và hợp tác với các nhà cung cấp thiết bị lớn trên toàn cầu

- Về sản xuất thiết bị, lắp đặt hạ tầng, xây dựng mạng lưới và nghiên cứu công nghệ lõi: Viettel có các TCT thuộc khối Nghiên cứu sản xuất công nghiệp - công nghệ cao (VHT, VMC) là những đơn vị sản xuất chủ lực, tập trung vào nghiên cứu, thiết kế, chế tạo thiết bị, công nghệ lõi và công nghệ mới 5G, các sản phẩm hạ tầng mạng viễn thông và xã hội số, tạo dựng nền tảng vững chắc cho VGI bước ra thị trường nước ngoài.
- Bên cạnh đó, các nhà cung cấp thiết bị viễn thông lớn như Huawei, ZTE, Ericssons và Nokia cũng là đối tác cung cấp cho VGI. Hiện nay, Viettel đang hợp tác phát triển 5G với Ericsson và được Nokia mời tham gia nhóm nghiên cứu ứng dụng AI trong lĩnh vực viễn thông cùng với Nvidia và Ericsson nhằm nâng cao hiệu quả và tối ưu hoá các thiết bị viễn thông. Đây là bước tiến mới trong công nghệ viễn thông tương lai và có ảnh hưởng đến hoạt động của VGI ở thị trường quốc tế. Việc tự sản xuất thiết kế của Viettel giúp VGI giảm chi phí và tăng tính cạnh tranh so với các đối thủ như MTN, Vodacom hay Bharti Airtel tại thị trường đầu tư.

Thiết bị và công nghệ - Kết nối và truyền dẫn: Tập trung vào kết nối hạ tầng mạng và các thiết bị truyền dẫn để đảm bảo quá trình truyền dẫn tín hiệu và dữ liệu.

- Vận hành các hệ thống cáp quang xuyên quốc gia và vệ tinh để đảm bảo kết nối ổn định. Trong đó, tuyến cáp quang AAE-1 do Viettel đầu tư, kết nối 3 khu vực (Á – Âu – Phi) góp phần quan trọng trong tuyến trình kết nối và phục vụ mạng viễn thông của VGI ở thị trường xa xôi Châu Phi.

- Hợp tác với các TCT (VNet, VCS,...) thông qua hợp đồng SLA và với các nhà mạng địa phương để thuê băng tần, cáp quang, hoặc chia sẻ hạ tầng.

*** Ví dụ, tại Lào, Unitel hợp tác với Lao Asia Telecom để mở rộng vùng phủ sóng. Tại Cameroon, thành lập công ty liên doanh Viettel Cameroun S.A.R.L với Bestinver Cameroun để nhận được giấy phép đầu tư mạng viễn thông nhằm khởi công lắp đặt thiết bị và khai thác mạng lưới truyền dẫn để cung cấp dịch vụ viễn thông tại thị trường.*

2. Hoạt động kinh doanh chính

Mảng dịch vụ viễn thông truyền thống: là hoạt động cốt lõi của VGI

- Dịch vụ:** Viễn thông di động (VoLTE, 4G, 5G), Internet băng rộng, dịch vụ thuê kênh, giải pháp kết nối Internet/VNPN và dịch vụ thoại cho các tổ chức. Trong đó, động lực tăng trưởng của dịch vụ viễn thông truyền thống chủ yếu đến từ các thị trường Châu Phi (dịch vụ mạng 4G) và Châu Á (dịch vụ định băng rộng).
- Nguồn lực:** Hạ tầng Viettel gồm hơn 50.000 trạm BTS tại 11 quốc gia (gồm 9 thị trường có doanh nghiệp trực thuộc VGI cùng với Peru và Việt Nam), phủ sóng 270 triệu dân (tính đến 2024).
- Chiến lược kinh doanh:** Tùy vào tình hình thị trường mà chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp sẽ có sự thay đổi và điều chỉnh linh hoạt để thích ứng, chẳng hạn:
 - Đối với thị trường kém phát triển, chính sách thuế, phí cao, chi phí hoạt động như Châu Phi, việc thu hút người tiêu dùng trên thị trường gặp nhiều khó khăn hơn: VGI tập trung vào xây dựng các kênh phân phối và đội ngũ bán hàng chuyên biệt để tăng được thuê bao từ các dịch vụ có doanh thu trên đầu người (ARPU) cao như thuê bao 4G (cao gấp 3.5 lần 2G và gấp 2 lần 3G) nhưng vẫn đề ra chính sách áp giá sàn cho một số dịch vụ data để người dân có cơ hội được tiếp cận data giá rẻ do mức sống còn thấp.
 - Đối với dịch vụ truyền thống đã/sẽ bão hòa tại một số thị trường. VGI tiếp tục đầu tư mở rộng 4G (Châu Phi) và triển khai 5G tại Mỹ La-tin và Đông Nam Á. Theo đó, dịch vụ 5G và cố định băng rộng sẽ là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới.
- Thách thức:** Tại Đông Nam Á, vị thế dẫn đầu của Viettel là không bàn cãi ghi xét về thương hiệu và đóng góp giá trị trong phát triển mạng lưới viễn thông trong khu vực. Tuy nhiên, ở Châu Phi, VGI cạnh tranh khốc liệt với các nhà mạng lớn như MTN Group, Orange S.A, Vodacom hay Airtel.

Mảng dịch vụ viễn thông ngoài truyền thống: Bên cạnh dịch vụ viễn thông truyền thống, VGI định hướng các công ty thị trường chuyển dịch dần sang các mảng dịch vụ số và dịch vụ khách hàng doanh nghiệp nhằm đa dạng hóa nguồn thu và đáp ứng xu hướng chuyển đổi số.

- Dịch vụ:** Tài chính số (ví điện tử, thanh toán di động), siêu ứng dụng (tích hợp nhiều ứng dụng vào 1 ứng dụng duy nhất), giải pháp CNTT/ giải pháp số cho doanh nghiệp (dịch vụ đám mây, AI, IoT), nội dung số (streaming, gaming) và thương mại số (e-commerce).
- Nguồn lực và chiến lược kinh doanh:** Tận dụng thế mạnh hạ tầng truyền dẫn rộng, khả năng đáp ứng kết nối băng thông rộng, kinh nghiệm và nguồn lực của các TCT để cung cấp giải pháp số cho chính phủ (chính phủ điện tử, đô thị thông minh) và doanh nghiệp, ngoài B2C & B2H.
- Động lực tăng trưởng:** Lớn nhất đến từ Dịch vụ tài chính điện tử có tốc độ tăng trưởng 121% trong 2023 (cao gấp 9 lần mức tăng trưởng bình quân của thế giới).

Mảng bán hàng: Cung cấp thiết bị kết nối – truyền dẫn và một số thiết bị khác giữa các công ty con và với các TCT trong cùng tập đoàn, mảng này không chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu.

3. Đầu ra – Cung ứng dịch vụ: Sử dụng nhiều kênh để tiếp cận

Kênh truyền thống (Chủ yếu phục vụ khách hàng cá nhân - B2C và khách hàng hộ gia đình - B2H):

Hệ thống phân phối gồm cửa hàng đại lý hàng ngàn điểm bán nhằm đảm bảo sản phẩm dịch vụ đến tay khách hàng thuận lợi. So với các kênh khác, kênh truyền thống là nền tảng giúp tạo niềm tin thương hiệu tại các thị trường, cũng là một phương thức “branding” hình ảnh.

- Xây dựng các cửa hàng chính thức và trung tâm dịch vụ tại các quốc gia hoạt động.

- Cung cấp thẻ SIM, gói cước viễn thông, dịch vụ số và hỗ trợ khách hàng trực tiếp
- Mở rộng hệ thống qua đại lý và điểm bán lẻ: hợp tác với các đại lý uỷ quyền, cửa hàng bán lẻ và đối tác địa phương để mở rộng mạng lưới phân phối.

Kênh số hoá (B2C, B2H): Ứng dụng di động và website cho phép khách hàng mua SIM, đăng ký gói cước, thanh toán trực tuyến và sử dụng dịch vụ số. Bên cạnh đó, thông qua các ứng dụng nền tảng với những chương trình chuyển đổi hấp dẫn nhằm thu hút khách hàng và đồng thời, khám phá hành vi khách hàng nhằm điều chỉnh và phát triển các sản phẩm dịch vụ phù hợp với nhu cầu tiêu dùng hoặc chuyển đổi chéo dịch vụ (ví dụ khách hàng sử dụng dịch vụ siêu ứng dụng thì dần dần app sẽ đề xuất hoặc “nhả miếng” các dịch vụ như data miễn phí để thu hút sử dụng gói data của doanh nghiệp).

Kênh RM - Ngoại giao và quan hệ hợp tác (B2B & B2G):

- **Doanh nghiệp (B2B):** Hợp tác với ngân hàng, tập đoàn bán lẻ, công ty tài chính để cung cấp giải pháp, bảo mật thông tin.

***Ví dụ: Hợp tác với tập đoàn kinh tế ISI Group ở Campuchia để mở rộng mạng lưới và tệp khách, bắt tay với HD Bank để bán chéo sản phẩm tại Myanmar,...*

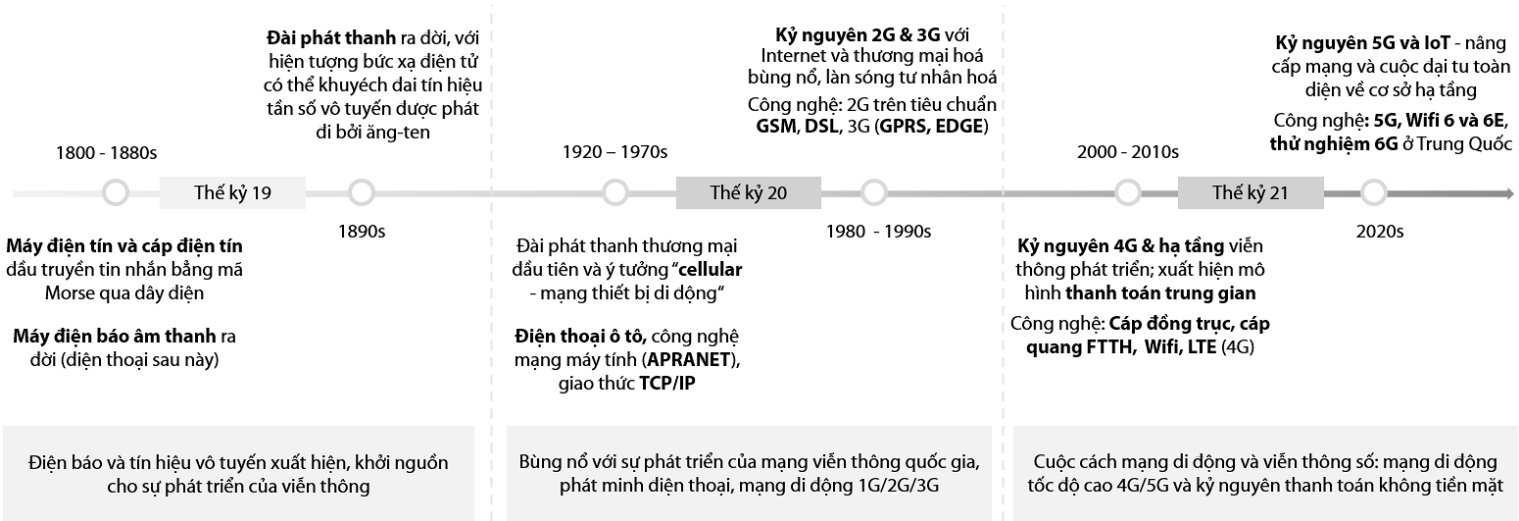
- **Chính phủ (B2G):** Cung cấp giải pháp CNTT, chính phủ điện tử, an ninh mạng cho chính phủ tại các nước sở tại.

*** Unitel là đối tác chiến lược của Chính phủ Lào trong triển khai hệ thống Chính phủ điện tử, Metfone đóng vai trò quan trọng trong quá trình chuyển đổi số của Chính phủ Campuchia, Movitel hỗ trợ phát triển và nâng cao năng lực công nghệ theo kỳ vọng của Chính phủ Mozambique.*

PHỤ LỤC 2 – TỔNG QUAN VỀ NGÀNH VIỄN THÔNG THẾ GIỚI

Lịch sử ngành viễn thông thế giới bắt đầu với tín hiệu khói và trống. Vào 1790s, hệ thống Semaphore cổ định đầu tiên xuất hiện ở châu Âu nhưng mãi đến 1830s, hệ thống viễn thông điện mới bắt đầu xuất hiện. Từ các phương thức truyền tin qua dây điện & tín hiệu vô tuyến, phát minh điện thoại đến mạng 5G siêu tốc độ ngày nay.

Hình 34: Các giai đoạn phát triển của ngành

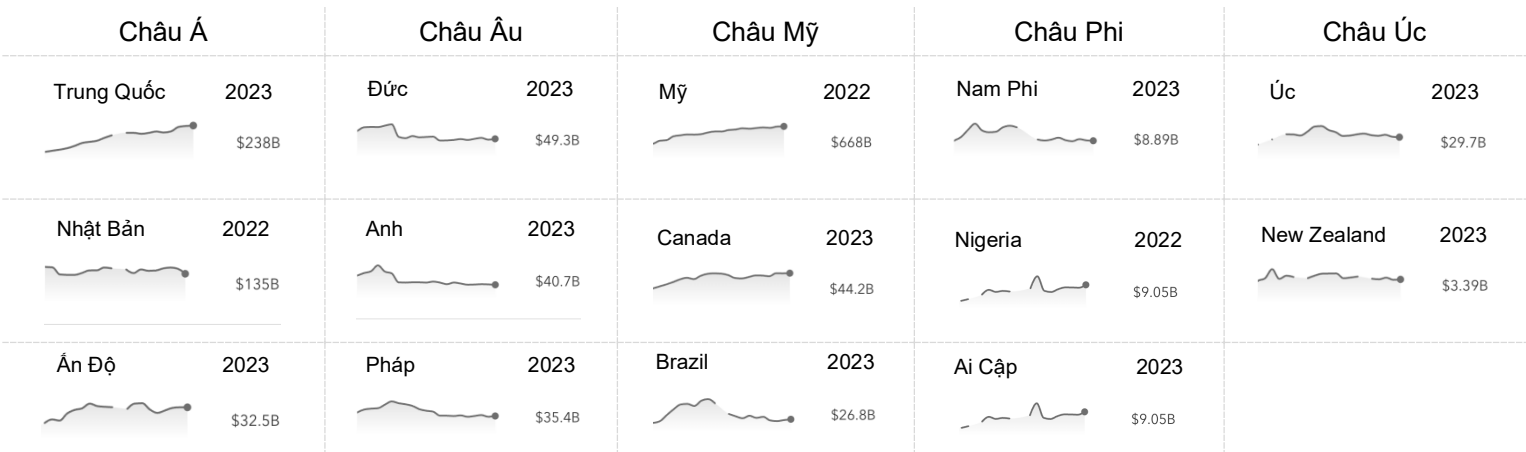


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Ngành viễn thông thế giới hiện đang ở giai đoạn bão hòa với dấu hiệu thị trường đã đạt đến điểm tăng trưởng chậm lại kể từ 2011. Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp quốc tế trở nên khốc liệt, lợi nhuận ổn định nhưng không còn tăng mạnh như trước.

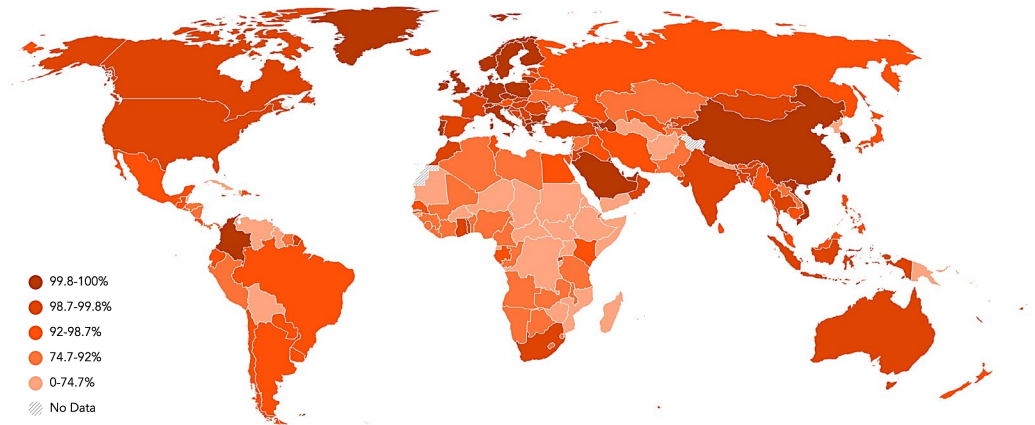
- Tỷ lệ sử dụng điện thoại di động và internet đạt mức cao ở nhiều quốc gia và khu vực, đặc biệt là các nước phát triển. Sự cạnh tranh khốc liệt dẫn đến giảm giá dịch vụ và lợi nhuận ổn định, tốc độ tăng trưởng chậm lại và duy trì, không có sự đột phá mạnh mẽ như giai đoạn tăng trưởng (2000 - 2011).
- Đối thủ cạnh tranh ngày càng đông đảo với sự tham gia của không chỉ các nhà cung cấp dịch vụ viễn thông truyền thống (như AT&T, Verizon, MTN, Bharti Airtel) mà còn có các công ty công nghệ lớn (Google - Google Fiber, Amazon - Project Kuiper, Facebook - sáng kiến internet miễn phí), và các dịch vụ OTT (WhatsApp, Skype, Zoom) làm ảnh hưởng đến doanh thu của dịch vụ viễn thông truyền thống (nhắn tin SMS, gọi điện thoại, v.v. vốn từng là nguồn thu lớn của ngành).

Hình 35: Xu hướng tăng trưởng doanh thu dịch vụ viễn thông của các nước theo khu vực, 2000 – 2023 (Đvt: Tỷ USD)



Nguồn: ITU, CTCK Rồng Việt

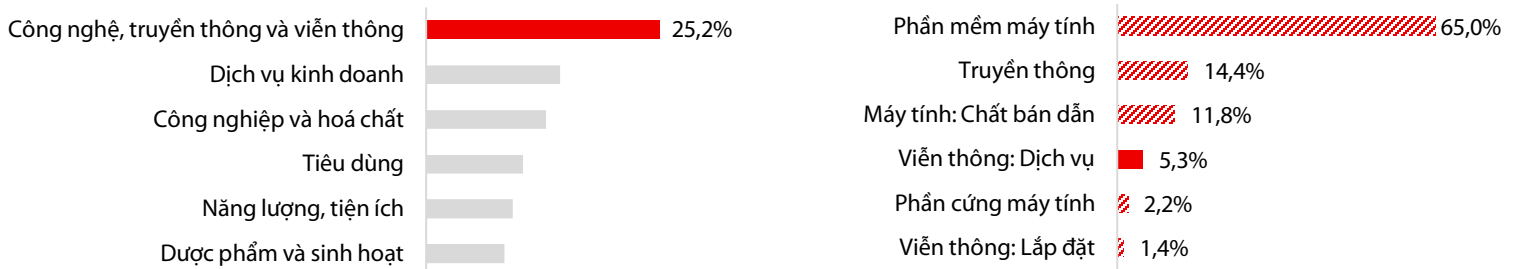
Hình 36: Tỷ lệ thâm nhập của mạng di động 4G (LTE, WiMAX) trên tổng dân số - 2023



Nguồn: ITU, CTCK Rông Việt

Hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A) trở thành chiến lược quan trọng: Thị trường đạt đến điểm bão hoà, buộc doanh nghiệp tìm kiếm các cơ hội hợp nhất để giảm cạnh tranh và tăng cường hiệu quả hoạt động. Xét trên tổng ngành lớn công nghệ, truyền thông và viễn thông (TMT), số lượng giao dịch M&A diễn ra nhiều nhất chiếm 25,2% tổng thương vụ M&A trên thế giới, lũy kế 2011 – 2024. Trong phân ngành nhỏ, dịch vụ viễn thông đứng thứ 4 với 10,4% trong tổng số lượng giao dịch của nhóm TMT.

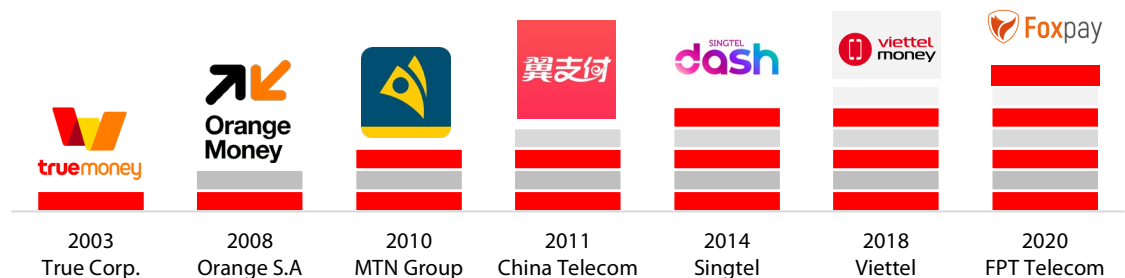
Hình 37: Tỷ trọng thương vụ M&A ngành dịch vụ viễn thông trên toàn cầu, lũy kế 2011 – 2024



Nguồn: White & Case LLP, CTCK Rông Việt

Bên cạnh đó, mở rộng sang lĩnh vực dịch vụ số cũng đang là xu hướng mới để đa dạng hoá nguồn thu và thích ứng với thời đại số hoá: Mạng kinh doanh này còn gọi là dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống, tập trung vào các dịch vụ kỹ thuật số và GTGT, gồm: ví điện tử, siêu ứng dụng, nội dung số, tài chính số. Thực tế, ví điện tử và siêu ứng dụng không phải mới xuất hiện gần đây mà đã “trình làng” tại một số quốc gia từ năm 2000. Nhưng đến thời điểm hiện tại, khi chuyển đổi số và TMĐT ngày được ưa chuộng, các doanh nghiệp viễn thông bắt đầu đẩy mạnh xây dựng ứng dụng và cho ra mắt liên tục.

Hình 38: Chiến lược mở rộng – Các doanh nghiệp viễn thông khai thác dịch vụ ví điện tử



Nguồn: CTCK Rông Việt

Ghi chú: Chuỗi thời gian này không đồng nghĩa việc nhấn mạnh thời điểm ứng dụng số đầu tiên được ra mắt tại từng quốc gia, dữ liệu chỉ mang ý nghĩa liệt kê

PHỤ LỤC 3 - CÁC CHỈ TIÊU KINH TẾ - XÃ HỘI, QUY MÔ VÀ MỨC ĐỘ THÂM NHẬP NGÀNH VIỄN THÔNG Ở CÁC THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ CỦA VGI

Hình 39: Mạng lưới hoạt động của Viettel Global

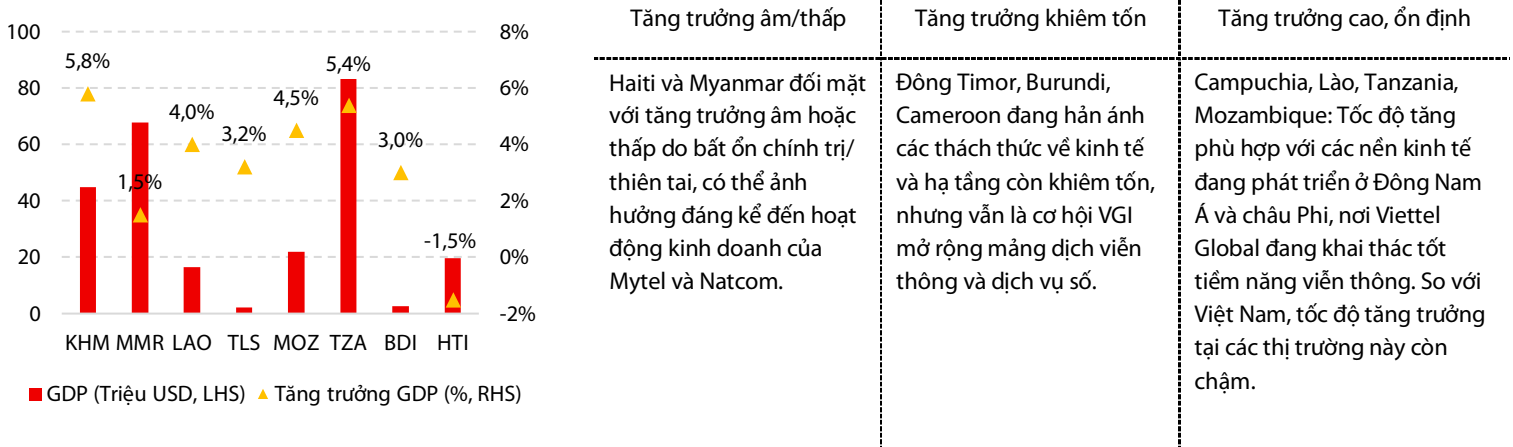


Nguồn: Viettel

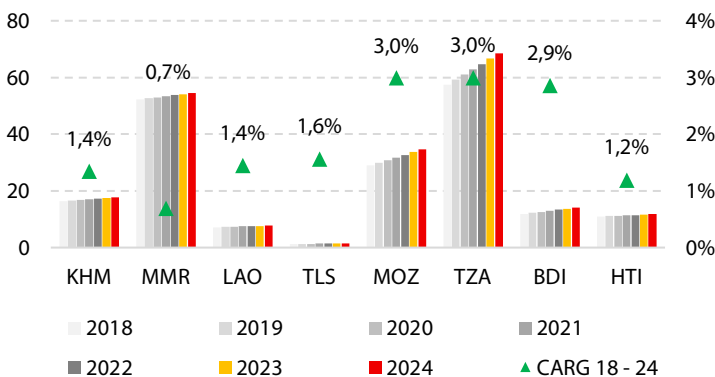
Ghi chú: Bitel (Peru) không nằm trong danh sách công ty con, công ty liên kết của Viettel Global

Các chỉ tiêu kinh tế - xã hội ở các thị trường đầu tư

Hình 40: Tăng trưởng kinh tế ở các thị trường: Phân thành 3 nhóm với tốc độ từ thấp - khá cao

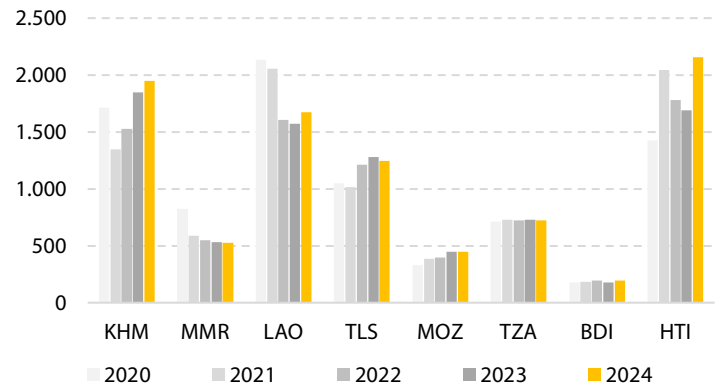


Hình 41: Quy mô dân số tại các thị trường (Triệu người)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Hình 42: Thu nhập bình quân đầu người (USD/năm)

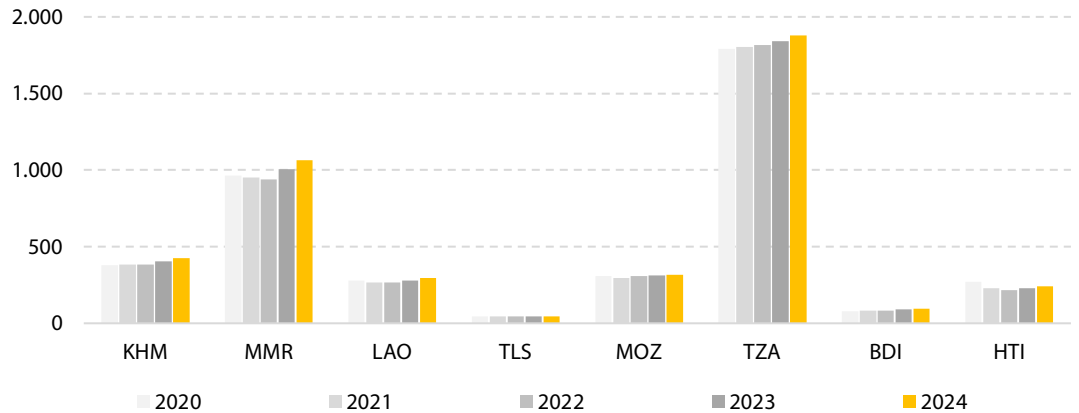


Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Myanmar và Tanzania là hai quốc gia có quy mô dân số lớn nhất, nhưng tiềm năng khai thác đối với VGI được đánh giá là không còn quá lớn vì thị trường Myanmar có độ phủ mạng viễn thông tương đối cao, và Tanzania là thị trường có sự cạnh tranh của nhiều ông lớn (Vodacom, Aritel). Ngược lại, các thị trường có quy mô dân số từ thấp (Đông Timor, Haiti, Burundi) đến trung bình (Mozambique) còn nhiều dư địa.

Giá trị thị trường dịch vụ viễn thông ở các thị trường đầu tư và mức độ thâm nhập

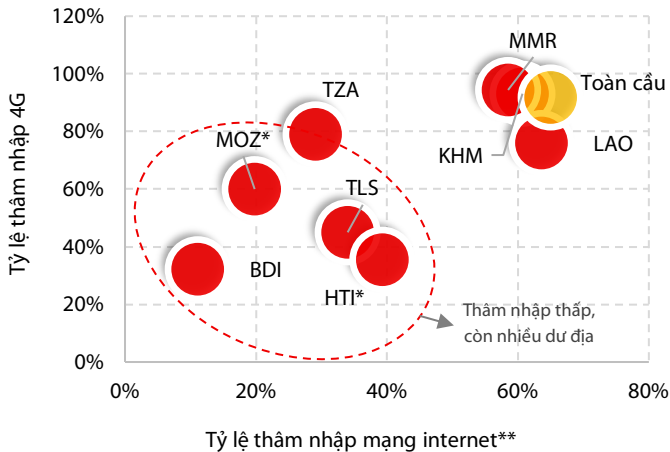
Hình 43: Giá trị thị trường dịch vụ viễn thông (*) tại các thị trường đầu tư của VGI (Triệu USD)



Nguồn: Statista, CTCK Rồng Việt

(*) Giá trị thị trường dịch vụ viễn thông là tổng giá trị của 4 mảng dịch vụ viễn thông bao gồm: Dịch vụ dữ liệu cố định, dịch vụ dữ liệu di động, dịch vụ thoại cố định và dịch vụ thoại di động

Hình 44: Mức độ thâm nhập internet và mạng di động ở các thị trường đầu tư (2022 – 2023)

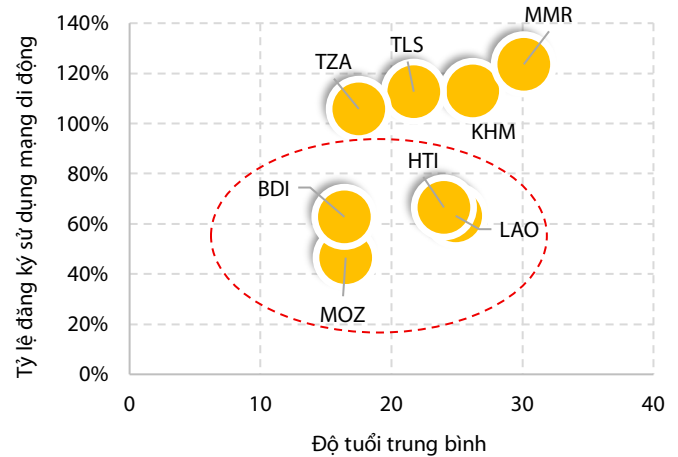


Nguồn: ITU, CTCK Rồng Việt

(*) Các quốc gia có số liệu cập nhật mới nhất đến 2022

(**) Tỷ lệ thâm nhập internet để cập đến tỷ lệ các cá nhân đã sử dụng Internet từ bất kỳ địa điểm nào trong ba tháng, truy cập có thể thông qua mạng cố định/di động

Hình 45: Tỷ lệ có đăng ký sử dụng mạng di động và độ tuổi trung bình tại các thị trường (2024)



Nguồn: Worldometer, Statista, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ thâm nhập internet toàn cầu đạt 65% vào 2023, 03 nước Đông Nam Á gồm Campuchia, Lào và Myanmar có mức độ thâm nhập cao gần bằng trung bình. Ngược lại, các quốc gia khu vực Châu Phi có khả năng truy cập và sử dụng Internet rất thấp: Burundi thấp nhất với 11,1%, tiếp đến là Mozambique và Tanzania với 19,8% và 29,1%.

Mạng di động có mức độ thâm nhập cao hơn và tuy mạng di động gần như đã đạt điểm bão hoà ở nhiều thị trường, khu vực Châu Phi vẫn chậm hơn thế giới “vài nhịp”. Điều này hàm ý rằng mạng lưới kết nối và khả năng truy cập mạng của các quốc gia Châu Phi vẫn còn chưa phát triển so với các quốc gia khác, điều này là dễ hiểu vì nền kinh tế còn nhiều khó khăn với sản xuất nông nghiệp là ngành chủ lực, tốc độ phát triển còn chậm. Do đó, chúng tôi đánh giá rằng những thị trường này còn nhiều dư địa khai thác đối với VGI.

PHỤ LỤC 4 - PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029

Bảng 6: Dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng doanh thu	19.267	23.645	28.212	35.368	39.764	43.836	48.432	53.497	58.918
Dịch vụ viễn thông truyền thống	16.925	20.686	24.116	29.148	31.997	34.237	36.488	38.702	40.632
Dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống	1.274	1.971	3.164	5.376	6.989	8.879	11.280	14.181	17.720
Bán hàng	1.069	987	932	844	779	719	664	613	566
% tăng trưởng cùng kỳ	1%	23%	19%	25%	12%	10%	10%	10%	10%
Dịch vụ viễn thông truyền thống	2%	22%	17%	21%	10%	7%	7%	6%	5%
Dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống	12%	55%	61%	70%	30%	27%	27%	26%	25%
Bán hàng	-18%	-8%	-6%	-10%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
% tổng doanh thu	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dịch vụ viễn thông truyền thống	87,8%	87,5%	85,5%	82,4%	80,5%	78,1%	75,3%	72,3%	69,0%
Dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống	6,6%	8,3%	11,2%	15,2%	17,6%	20,3%	23,3%	26,5%	30,1%
Bán hàng	5,5%	4,2%	3,3%	2,4%	2,0%	1,6%	1,4%	1,1%	1,0%

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng	7.149	10.974	14.268	17.905	20.364	22.673	25.173	27.822	30.452
Dịch vụ viễn thông truyền thống	-	-	-	16.526	18.462	20.204	22.013	23.848	25.536
Dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống	-	-	-	1.640	2.085	2.607	3.259	4.039	4.953
Bán hàng	-70	-51	-476	-233	-183	-138	-100	-66	-37
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP									
Tổng	37,0%	46,4%	50,6%	50,6%	51,2%	51,7%	52,0%	52,0%	52,0%
Dịch vụ viễn thông truyền thống	-	-	-	56,7%	57,7%	59,0%	60,3%	61,6%	62,8%
Dịch vụ ngoài viễn thông truyền thống	-	-	-	30,5%	29,8%	29,4%	28,9%	28,5%	28,0%
Bán hàng	-6,5%	-5,1%	-51,1%	-27,7%	-23,4%	-19,2%	-15,0%	-10,8%	-6,5%

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp là ước tính và giả định của chúng tôi, không phải nguồn VGI.

PHỤ LỤC 5 - CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng một số doanh nghiệp viễn thông có tính chất hoạt động tương đồng với VGI để tham chiếu cho phân tích và dự báo.

Bharti Airtel Limited (BHARTI IN): thành lập năm 1995, là một tập đoàn viễn thông Ấn Độ hoạt động tại Ấn Độ và trên toàn cầu. Bharti chuyên cung cấp dịch vụ thoại và dữ liệu bằng công nghệ không dây 2G/3G/4G/5G, đồng thời đóng vai trò đầu mối duy nhất cho các dịch vụ viễn thông về dữ liệu và thoại, tích hợp mạng và dịch vụ quản lý. Bên cạnh đó, công ty còn xây dựng, vận hành và bảo trì trạm phát sóng không dây; truyền dẫn thoại và dữ liệu qua mạng cố định, công nghệ băng rộng cho hộ gia đình; dịch vụ truyền hình số; dịch vụ trả sau, trả trước, chuyển vùng, Internet và nhiều dịch vụ giá trị gia tăng khác, bao gồm mobile-TV, cuộc gọi video, phát trực tiếp video, trò chơi; đồng thời cung cấp tích hợp mạng, trung tâm dữ liệu, dịch vụ quản lý, ứng dụng di động cho doanh nghiệp và dịch vụ truyền thông số.

MTN Group (MTN SJ): thành lập năm 1994, là tập đoàn Nam Phi cùng các công ty con chuyên cung cấp dịch vụ viễn thông di động tại Nam Phi, Nigeria, Nam & Đông Phi, Tây & Trung Phi, cũng như Trung Đông & Bắc Phi. Các dịch vụ cung cấp bao gồm: dịch vụ dữ liệu, thoại, SMS, kết nối liên mạng, chuyển vùng và bán thiết bị di động. Công ty còn cung cấp dịch vụ số và fintech như dịch vụ giá trị gia tăng, MTN Mobile Money, bảo hiểm, cho vay airtime, thương mại điện tử; dịch vụ quản lý mạng, điện toán đám mây, truyền thông hợp nhất, IoT và bảo mật dưới dạng dịch vụ; cùng các giải pháp marketplace cho cơ quan chính phủ, công ty bảo hiểm, ngân hàng và doanh nghiệp SME. Công ty đặt trụ sở tại Johannesburg, Nam Phi.

NTT, Inc. (9342 JP): thành lập năm 1952, là một công ty viễn thông Nhật Bản hoạt động tại Nhật Bản và quốc tế. Công ty chuyên cung cấp dịch vụ điện thoại di động, truyền thông liên tỉnh nội địa, truyền thông quốc tế, giải pháp, phát triển hệ thống và các dịch vụ liên quan; dịch vụ truyền thông trong tỉnh và các dịch vụ phụ trợ; tư vấn, phát triển hệ thống & phần mềm, hệ thống mạng, điện toán đám mây, trung tâm dữ liệu toàn cầu và các dịch vụ liên quan.

Orange S.A. (ORA FP): thành lập năm 1991, là một nhà mạng viễn thông của Pháp, hoạt động tại Pháp và quốc tế. Công ty chuyên cung cấp dịch vụ di động (thoại, SMS, dữ liệu), dịch vụ băng rộng cố định và băng hẹp, cùng giải pháp cố định B2B và dịch vụ mạng (thoại, dữ liệu). Công ty còn bán thiết bị cầm tay, thiết bị băng rộng, thiết bị kết nối, phụ kiện; cung cấp dịch vụ CNTT & tích hợp gồm truyền thông hợp nhất và cộng tác (LAN và điện thoại), tư vấn, tích hợp, quản lý dự án; dịch vụ lưu trữ & hạ tầng đám mây; CRM và ứng dụng; dịch vụ bảo mật; hội nghị truyền hình; bán thiết bị liên quan; dịch vụ chuyển vùng quốc gia & quốc tế; quảng cáo trực tuyến; dịch vụ MVNO, chia sẻ mạng, dịch vụ tài chính di động; và bán thiết bị cho đại lý, nhà môi giới, nhà khai thác bên ngoài.

Vodacom Group Limited (VOD SJ): thành lập năm 1993, là một công ty Nam Phi chuyên cung cấp dịch vụ thoại, nhắn tin, dịch vụ hội tụ, băng rộng, kết nối dữ liệu, dịch vụ tài chính di động và các dịch vụ giá trị gia tăng khác. Công ty cũng cung cấp giải pháp kết nối di động & cố định, Internet và VPN cho khách hàng qua công nghệ không dây, cố định, vệ tinh, di động; giải pháp kết nối; IoT; dịch vụ lưu trữ đám mây & bảo mật; cáp quang, Wi-Fi, kênh thuê riêng quốc tế; cùng giải pháp tài chính số cá nhân & doanh nghiệp như VodaPay, VodaLend, VodaSure, VodaTrade và Business Legal Cover. Đồng thời, VOD cũng cung cấp giải pháp chính phủ điện tử với ứng dụng SmartCitizen nhằm minh bạch & trách nhiệm cho các dịch vụ nước & vệ sinh, đường sá, giáo dục và y tế. Vodacom hoạt động tại Nam Phi, Cộng hòa Dân chủ Congo, Lesotho, Mozambique, Tanzania, Kenya, Ai Cập và quốc tế. Công ty có trụ sở tại Midrand, Nam Phi và là công ty con của Vodafone Group Plc.

China Mobile (0941 HK): thành lập năm 1997 và là một công ty đại chúng có trụ sở tại Hồng Kông, cung cấp dịch vụ thoại, dữ liệu, băng rộng, kênh thuê riêng, trung tâm dữ liệu Internet, điện toán đám mây, IoT và các dịch vụ khác cho khách hàng cá nhân, hộ gia đình và doanh nghiệp. Công ty cũng cung cấp dịch vụ thiết kế và tư vấn, xây dựng công trình viễn thông, dịch vụ bảo trì thiết bị, vận hành hệ thống CNTT và hỗ trợ công nghệ; cung cấp dịch vụ chuyển vùng và tham gia phát triển công nghệ; đồng thời, cung cấp nội dung số, thương mại điện tử. Trụ sở chính đang đặt tại Hồng Kông.

PLDT Inc. (TEL PM): thành lập năm 1928, là một công ty Philippines chuyên cung cấp dịch vụ viễn thông và dịch vụ số tại Philippines bao gồm dịch vụ di động, internet băng rộng di động và cố định (dịch vụ trả trước và trả sau), hỗ trợ vận hành, phát triển phần mềm, dịch vụ thông tin vệ tinh & nhắn tin và bán thiết bị truy cập Wi-Fi. Công ty cũng cung cấp dịch vụ viễn thông cố định, hạ tầng & giải pháp doanh nghiệp, xử lý dữ liệu thông minh, hạ tầng thông tin & truyền thông cho Internet, thương mại điện tử, CRM và, đường truyền thuê kênh nội địa, dịch vụ OTT, dịch vụ giá trị gia tăng. Bên cạnh đó, hoạt động bán điện thoại di động, router băng rộng, máy tính bảng, phụ kiện khác cũng được duy trì. Công ty hiện đặt trụ sở tại thành phố Makati, Philippines.

Globe Telecom (GLO PM): thành lập năm 1935 và là dịch vụ viễn thông hàng đầu tại Philippines, với danh mục hoạt động đa dạng bao gồm viễn thông, đầu tư mạo hiểm và phát triển doanh nghiệp, dịch vụ dùng chung và giải pháp tiếp thị kỹ thuật số. Công ty vận hành qua hai mảng kinh doanh chính gồm: dịch vụ viễn thông di động (dịch vụ viễn thông di động kỹ thuật số như thoại, tin nhắn SMS và dữ liệu di động) thông qua nhiều thương hiệu như Globe Postpaid, Globe Prepaid và Touch Mobile; và dịch vụ viễn thông cố định (dịch vụ thoại, dữ liệu doanh nghiệp và băng thông rộng) cho hộ gia đình, cũng như các giải pháp kết nối trọn gói được thiết kế riêng cho khách hàng cá nhân, SME.

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạng Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**