# Báo cáo cập nhật KQKD Quý III/2026 – VGI

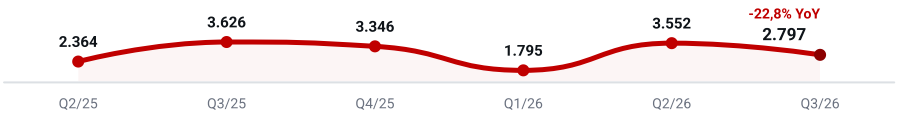
**UPCOM · Tổng Công ty CP Đầu tư Quốc tế Viettel** *(Viettel Global Investment JSC)*

| DOANH THU THUẦN | LNST CỔ ĐÔNG MẸ | LỢI NHUẬN GỘP | CỔ TỨC TIỀN MẶT 2025 |
|---|---|---|---|
| 13.415 | 2.797 | 7.272 | 3.300 |
| tỷ đồng · +15,4% YoY | tỷ đồng · -22,8% YoY | tỷ đồng · +20,5% YoY | đồng/cp · đã trả 15/10/2026 |

## ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 3

Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ Quý 3 đạt **2.797,3 tỷ đồng, giảm 22,8% so với cùng kỳ**, lợi nhuận trước thuế đạt 4.491,7 tỷ đồng, giảm 14,7%, dù doanh thu thuần tăng 15,4% lên 13.414,8 tỷ đồng. Hoạt động kinh doanh vẫn tăng tốt: doanh thu dịch vụ tăng 16,5% trong khi giá vốn dịch vụ chỉ tăng 10,5% nhờ khai thác hạ tầng đã đầu tư, nên lợi nhuận gộp tăng 20,5%. Lợi nhuận giảm vì VGI thu tiền bằng đồng tiền của các nước nơi VGI kinh doanh mạng di động và nắm khối tài sản ngoại tệ lớn, nên lợi nhuận mỗi quý chịu phần đánh giá lại theo tỷ giá: cùng kỳ năm trước lãi tỷ giá ròng 1.424,6 tỷ đồng, quý này lỗ ròng 662,8 tỷ đồng khi đồng Việt Nam lên giá. Bỏ yếu tố tỷ giá, lợi nhuận trước thuế tăng 34,1%. **Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh Quý 3 tăng trưởng tốt; mức giảm của lợi nhuận báo cáo đến từ tỷ giá, khoản mục biến động mạnh. Nhà đầu tư nên theo dõi thêm để tìm cơ hội giải ngân.**

**LNST cổ đông công ty mẹ theo quý** · *tỷ đồng*




## TIẾN ĐỘ KẾ HOẠCH & SỰ KIỆN

**Doanh thu thuần · 39.593 / 52.561 tỷ** — 75,3%

**LN trước thuế · 12.982 / 13.275 tỷ** — 97,8%

* Kế hoạch doanh thu 52.561 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế 13.275 tỷ đồng do ĐHĐCĐ thường niên ngày 23/04/2026 thông qua.

**THỊ TRƯỜNG QUỐC TẾ THỨ 11**

**560** triệu USD · vốn đầu tư đã duyệt

Viettel Dominica ký hợp đồng nhượng quyền 16/11/2026 · 240 MHz, 20 năm

**CỔ TỨC ĐÃ CHI 15/10/2026**

**10.045** tỷ đồng · 3.300 đồng/cp

Gấp 4,4 lần mức 750 đồng/cp của năm 2024 · rơi vào Quý 4

## ĐIỂM NHẤN

**+16,5%** (DT DỊCH VỤ Q3) — **Mảng dịch vụ dẫn dắt tăng trưởng**
13.205,5 tỷ đồng · biên gộp 55,0% từ 52,5% cùng kỳ

**+34,1%** (TRỪ TỶ GIÁ) — **Lợi nhuận lõi vẫn tăng mạnh**
5.154,5 so với 3.843,6 tỷ đồng Quý 3/2025

**97,8%** (KH LNTT 9T) — **Gần trọn kế hoạch năm sau ba quý**
12.982 / 13.275 tỷ đồng · ĐHĐCĐ 23/04/2026

## CẦN THEO DÕI

**-662,8** (TỶ GIÁ Q3) — **Tỷ giá đảo chiều so với cùng kỳ**
Quý 3/2025 lãi tỷ giá ròng 1.424,6 tỷ đồng

**10.045** (TỶ ĐỒNG) — **Cổ tức chi trong Quý 4 vượt dòng tiền 9 tháng**
LCT từ HĐKD 9 tháng đạt 8.962,0 tỷ đồng

**31/12** (HẠN TƯ CÁCH) — **Tỷ lệ tự do chuyển nhượng dưới 1%**
Giữ tư cách đến hết 2026 · đang xây phương án thoái vốn

Nguồn: BCTC hợp nhất Quý 3/2026 và công bố thông tin của VGI trên HNX; Nghị quyết ĐHĐCĐ 23/04/2026; Nghị quyết 073-2026 của Indotel; TCBS tính toán.

## ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG 2026

TCBS Research dự phóng lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ năm 2026 đạt **10.962,3 tỷ đồng** (+17,8%). Lợi nhuận Quý 4 dự phóng thấp hơn cùng kỳ 15,8% vì Quý 4/2025 có các khoản một lần: hoàn nhập dự phòng, lợi nhuận khác và thuế suất thấp. Biến số lớn nhất của dự phóng vẫn là tỷ giá: mỗi 100 tỷ đồng lỗ tỷ giá vượt giả định làm giảm khoảng 63 tỷ đồng lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ. Từ 2027, chi phí khởi tạo mạng tại Cộng hòa Dominica và nhu cầu vốn đầu tư sẽ hạn chế khả năng giữ mức cổ tức 3.300 đồng/cp.

## DỰ PHÓNG CẢ NĂM 2026

| DOANH THU THUẦN | LNST CỔ ĐÔNG MẸ | EPS | P/E DỰ PHÓNG | LỢI SUẤT CỔ TỨC |
|---|---|---|---|---|
| 53.894 | 10.962 | 3.601 | 19,1 | 4,8 |
| tỷ đồng · +21,7% YoY | tỷ đồng · +17,8% YoY | đồng/cp · 2026F | lần · 2026F | % · 3.300 đồng/cp |

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU & ĐỊNH GIÁ · GIÁ ĐÓNG CỬA 18/11/2026

| GIÁ · ĐỒNG | VỐN HÓA · TỶ Đ | P/E · LẦN | P/B · LẦN | BVPS · ĐỒNG | SLCP · TRIỆU |
|---|---|---|---|---|---|
| 68.900 | 209.719 | 18,3 | 5,1 | 13.471 | 3.043,8 |

# 1. Đánh giá của TCBS Research

*Lợi nhuận lõi, tác động của tỷ giá, triển vọng Quý 4 và định giá*

## CÁC ĐIỂM CHÍNH

**01** **Biên lợi nhuận mở rộng nhờ khai thác hạ tầng đã đầu tư.** Mỗi đồng doanh thu dịch vụ tăng thêm cần ít chi phí mạng hơn, nên lợi nhuận gộp tăng nhanh hơn doanh thu; đây là động lực bền khi số thuê bao ở các thị trường hiện hữu còn tăng.

**02** **Tỷ giá là đặc điểm cấu trúc của VGI, không phải sự cố một quý.** Doanh nghiệp thu bằng nội tệ và nắm nhiều tài sản ngoại tệ nên lợi nhuận báo cáo sẽ còn dao động theo tỷ giá; thước đo phù hợp để đánh giá là lợi nhuận không tính chênh lệch tỷ giá.

**03** **Doanh nghiệp đang vào chu kỳ đầu tư mới, nên mức cổ tức hiện tại khó lặp lại.** Chi đầu tư tăng mạnh và vốn lưu động phình ra làm dòng tiền tự do thu hẹp, trong khi thị trường Cộng hòa Dominica cần vốn từ 2027.

**Biên lợi nhuận cải thiện vì hạ tầng đã đầu tư được khai thác nhiều hơn, không phải nhờ cắt giảm chi phí.** Doanh thu dịch vụ tăng 16,5% so với cùng kỳ trong khi giá vốn dịch vụ chỉ tăng 10,5%, dù chi phí khấu hao tăng 14,8%. Phần lớn chi phí mạng lưới là cố định, nên khi doanh thu tăng trên cùng một hạ tầng, biên gộp dịch vụ mở rộng lên 55,0% từ 52,5%. Hai yếu tố khác làm kết quả quý này đẹp hơn mức bền vững: doanh thu bán thiết bị biên thấp giảm mạnh so với quý 2, và chi phí dự phòng chuyển từ trích 549,6 tỷ đồng cùng kỳ sang hoàn nhập ròng. Ngược lại, chi phí bán hàng tăng 32,9%, cho thấy chi phí giành thêm thuê bao đang đắt lên. Loại trừ tỷ giá và dự phòng, lợi nhuận trước thuế tăng 16,2%, cùng nhịp với doanh thu; TCBS Research đánh giá đây là tốc độ tăng trưởng thực của hoạt động kinh doanh.

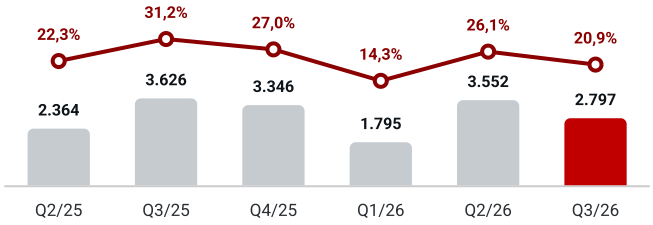
**Tỷ giá quyết định lợi nhuận báo cáo vì cấu trúc tài sản của VGI.** Các công ty con thu tiền bằng đồng tiền của các nước nơi VGI kinh doanh mạng di động, còn bảng cân đối hợp nhất có khối lớn tiền gửi và khoản cho vay, trong đó nhiều khoản gốc ngoại tệ; mọi khoản này được đánh giá lại vào cuối mỗi quý. Quý 3/2025, phần đánh giá lại mang lại khoản lãi lớn nên tạo ra một nền so sánh cao. Năm 2026 diễn biến đảo chiều: đồng Việt Nam lên giá 1,3% so với đô la Mỹ từ đầu năm, làm giá trị quy đổi của tài sản ngoại tệ giảm, và hơn một nửa khoản lỗ tỷ giá chín tháng là đánh giá lại trên sổ, không phải tiền chi ra. Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ giảm sâu hơn lợi nhuận trước thuế nhiều khả năng vì khoản lỗ tỷ giá không làm giảm thuế phải nộp ở các công ty con có lãi, đẩy thuế suất hiệu dụng lên 24,7% từ 21,0%. Chúng tôi đánh giá lợi nhuận báo cáo của VGI sẽ còn dao động mạnh theo tỷ giá, và mức giảm của Quý 4 so với cùng kỳ chủ yếu đến từ nền Quý 4/2025 có hoàn nhập dự phòng, lợi nhuận khác 482,1 tỷ đồng, thuế suất 17,7% và tỷ lệ cổ đông không kiểm soát 12,5%.

**Với thị giá hiện tại, VGI giao dịch ở P/E trượt 18,3 lần và P/B 5,1 lần, so với bình quân 12,6 lần và 2,6 lần của năm mã viễn thông và công nghệ trong nước.** Phần bù này có cơ sở ở ROE dự phóng 25,8%, nhưng hai yếu tố làm nó khó mở rộng thêm. Thứ nhất, doanh nghiệp đang vào chu kỳ đầu tư: chi đầu tư chín tháng tăng 55,3% và đã vượt cả năm 2025, phải thu và vật tư mạng lưới tăng nhanh hơn doanh thu, nên dòng tiền tự do chín tháng chỉ 1.943,6 tỷ đồng so với khoản cổ tức 10.044,6 tỷ đồng vừa chi; lợi suất cổ tức 4,8% vì vậy khó duy trì. Thứ hai, lợi nhuận cả năm 2026 dự phóng thấp hơn lợi nhuận bốn quý gần nhất, nên P/E dự phóng 19,1 lần cao hơn P/E trượt. **Quan điểm của chúng tôi: TCBS Research đánh giá VGI chưa phải cơ hội đầu tư hấp dẫn ở vùng giá hiện tại**; với tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng dưới 1%, giá cổ phiếu phản ánh cung cầu của lượng nhỏ cổ phiếu nhiều hơn giá trị doanh nghiệp.

Luận điểm này sai nếu khoản dự phòng 13.111,1 tỷ đồng cho các khoản cho vay Mytel (Myanmar) và Viettel Cameroon được hoàn nhập, hoặc nếu phương án thoái vốn của cổ đông lớn làm tăng đáng kể lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng. Hai chỉ tiêu cần theo dõi là lợi nhuận trước thuế không tính tỷ giá và tiến độ giải ngân tại Cộng hòa Dominica.

**LNST cổ đông công ty mẹ theo quý**

*Cột · tỷ đồng · đường đỏ là tỷ lệ trên doanh thu thuần*




*Nguồn: BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

# 2. Kết quả kinh doanh Quý 3/2026

*Từ doanh thu xuống lợi nhuận: mảng dịch vụ, chi phí hoạt động và tỷ giá*

**Kết quả kinh doanh Quý 3/2026**

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q3/2026 | Q3/2025 | %YoY | Q2/2026 | %QoQ |
|---|---|---|---|---|---|
| **Doanh thu thuần** | **13.415** | 11.622 | +15,4% | 13.610 | -1,4% |
| Giá vốn hàng bán | (6.142) | (5.585) | +10,0% | (6.584) | -6,7% |
| **Lợi nhuận gộp** | **7.272** | 6.037 | +20,5% | 7.026 | +3,5% |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 853 | 1.322 | -35,5% | 1.268 | -32,7% |
| Chi phí tài chính | (977) | 457 | – | (314) | +210,9% |
| Lãi từ công ty liên doanh, liên kết | 162 | 142 | +14,3% | 151 | +7,7% |
| Chi phí bán hàng | (1.548) | (1.165) | +32,9% | (1.660) | -6,8% |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (1.332) | (1.768) | -24,7% | (1.481) | -10,1% |
| **Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh** | **4.431** | 5.026 | -11,8% | 4.989 | -11,2% |
| Thu nhập khác, ròng | 61 | 242 | -75,0% | 17 | +259,0% |
| **Lợi nhuận trước thuế** | **4.492** | 5.268 | -14,7% | 5.006 | -10,3% |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | (1.108) | (1.108) | 0,0% | (917) | +20,8% |
| **Lợi nhuận sau thuế** | **3.384** | 4.160 | -18,7% | 4.089 | -17,2% |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 587 | 534 | +9,8% | 537 | +9,2% |
| **Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ** | **2.797** | 3.626 | -22,8% | 3.552 | -21,2% |

*Đơn vị tỷ đồng; số âm trình bày trong ngoặc đơn. Dấu "–" ở cột phần trăm nghĩa là nền so sánh âm hoặc đổi dấu nên mức thay đổi theo phần trăm không có ý nghĩa. Nguồn: BCTC hợp nhất quý của VGI, TCBS tổng hợp.*

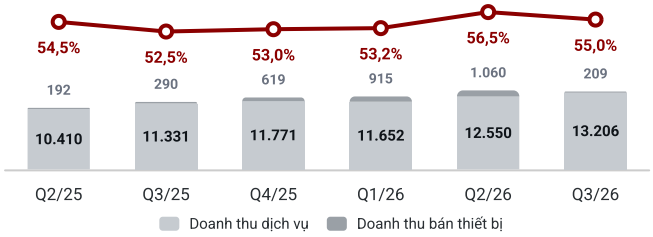
**Doanh thu thuần Quý 3 đạt 13.414,8 tỷ đồng, tăng 15,4% so với cùng kỳ; lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ đạt 2.797,3 tỷ đồng, giảm 22,8%.** Lợi nhuận gộp tăng 20,5% lên 7.272,4 tỷ đồng khi biên gộp lên 54,2% từ 51,9%. Lợi nhuận trước thuế giảm 14,7% về 4.491,7 tỷ đồng: chênh lệch tỷ giá ròng đảo từ lãi 1.424,6 tỷ đồng sang lỗ 662,8 tỷ đồng, tức chênh 2.087,5 tỷ đồng, lớn hơn mức giảm 776,5 tỷ đồng của lợi nhuận trước thuế. Luỹ kế chín tháng, doanh thu đạt 39.592,6 tỷ đồng, tăng 24,2%, và lợi nhuận trước thuế 12.981,7 tỷ đồng, tăng 23,3%, bằng 75,3% và 97,8% kế hoạch năm.

## 2.1. Doanh thu và lợi nhuận gộp: mảng dịch vụ dẫn dắt

**Doanh thu dịch vụ tăng 16,5% so với cùng kỳ là động lực duy nhất của doanh thu Quý 3.** Doanh thu cung cấp dịch vụ đạt 13.205,5 tỷ đồng, trong khi doanh thu bán thiết bị giảm 28,0% so với cùng kỳ và giảm 80,3% so với quý 2, về 209,3 tỷ đồng từ 1.060,0 tỷ đồng. Luỹ kế chín tháng, doanh thu dịch vụ đạt 37.407,8 tỷ đồng, tăng 19,9%; doanh thu bán thiết bị đạt 2.184,8 tỷ đồng so với 669,6 tỷ đồng cùng kỳ.

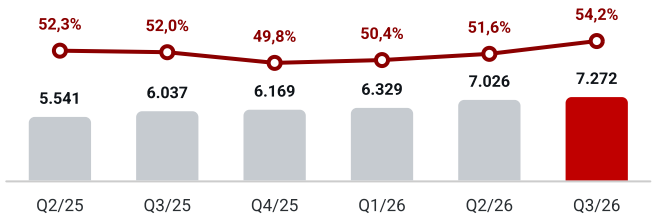
**Biên gộp hợp nhất lên 54,2% nhờ cả mảng dịch vụ lẫn cơ cấu doanh thu.** So với cùng kỳ, biên gộp mảng dịch vụ tăng 2,5 điểm phần trăm lên 55,0%. So với quý 2, biên dịch vụ giảm 1,5 điểm từ 56,5%, nhưng biên hợp nhất vẫn tăng 2,6 điểm vì mảng bán thiết bị chuyển từ biên gộp âm 9,7% sang dương 11,1% và quy mô thu hẹp mạnh. Trên luỹ kế, biên gộp dịch vụ chín tháng là 54,9%, tăng 1,8 điểm so với cùng kỳ, còn biên gộp hợp nhất chỉ tăng 0,2 điểm lên 52,1% do mảng thiết bị biên thấp chiếm tỷ trọng lớn hơn.

**Cơ cấu doanh thu và biên gộp mảng dịch vụ**
*Cột xếp chồng · tỷ đồng · đường đỏ là biên gộp mảng dịch vụ*




*Nguồn: Thuyết minh BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

**Lợi nhuận gộp và biên gộp hợp nhất**
*Cột · tỷ đồng · đường đỏ là biên lợi nhuận gộp*




*Nguồn: BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

**Đánh giá & kỳ vọng:** biên dịch vụ cải thiện do doanh thu tăng nhanh hơn chi phí khai thác mạng trên hạ tầng đã đầu tư, nên còn kéo dài chừng nào quy mô thuê bao còn mở rộng; chúng tôi dự phóng biên gộp hợp nhất Quý 4 khoảng 53,2%. **Rủi ro chính là** mảng bán thiết bị tăng trở lại với biên gộp âm như quý 2, khi đó biên hợp nhất giảm mà hoạt động lõi không xấu đi.

## 2.2. Chi phí hoạt động: chi phí bán hàng tăng, chi phí dự phòng giảm

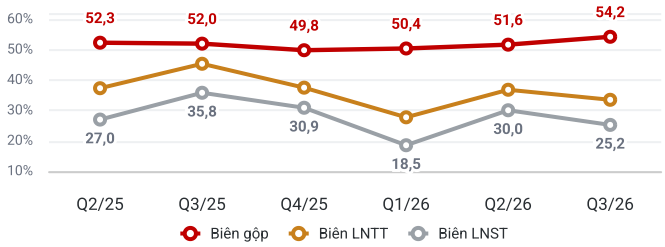
**Chi phí bán hàng tăng 32,9% so với cùng kỳ, nhanh hơn doanh thu, còn chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 24,7%.** Hai khoản lần lượt là 1.547,8 và 1.331,9 tỷ đồng, đưa tổng về 21,5% doanh thu thuần từ 25,2% cùng kỳ; trên luỹ kế chín tháng tỷ lệ chung là 21,4% so với 27,5%. Phần giảm của chi phí quản lý chủ yếu đến từ dự phòng: tổng chi phí dự phòng trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ chuyển từ trích 549,6 tỷ đồng Quý 3/2025 sang hoàn nhập ròng 48,5 tỷ đồng Quý 3/2026. Trong khi đó chi phí bán hàng, gắn với việc giành thêm thuê bao, tăng 31,8% trong chín tháng, nhanh hơn mức tăng 24,2% của doanh thu.

**Biên lợi nhuận trước thuế Quý 3 giảm về 33,5% từ 45,3% cùng kỳ, toàn bộ khoảng cách nằm ở khoản mục tài chính.** Biên gộp tăng 2,3 điểm phần trăm và tỷ lệ chi phí hoạt động giảm 3,8 điểm, trong khi kết quả tài chính ròng chuyển từ dương 1.779,1 tỷ đồng sang âm 124,0 tỷ đồng.

**Đánh giá & kỳ vọng:** TCBS Research cho rằng chưa đủ cơ sở để coi tỷ lệ 21,4% là mặt bằng mới vì phần tiết giảm nằm ở dự phòng, khoản biến động mạnh giữa các quý. Chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng và quản lý Quý 4 ở 23,5% doanh thu, tức 1,1 lần mặt bằng chín tháng, giữa mức 1,1 lần năm 2023 và 1,2 lần năm 2024. Năm 2025 không dùng làm cơ sở vì Quý 4/2025 có hoàn nhập dự phòng ròng 790,0 tỷ đồng, kéo chi phí quản lý xuống 739,0 tỷ đồng. **Rủi ro chính là** chi phí bán hàng tiếp tục tăng nhanh hơn doanh thu, khi đó phần cải thiện của biên gộp dịch vụ không xuống được tới lợi nhuận.

**Ba lớp biên lợi nhuận**

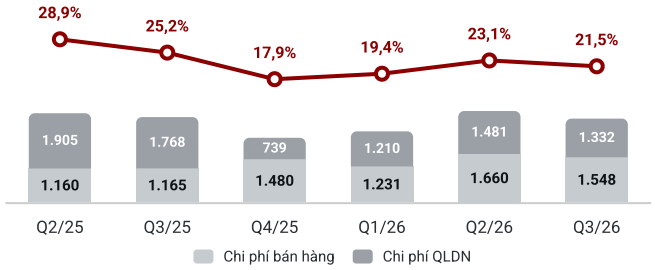
*% doanh thu thuần · biên LNST tính trên lợi nhuận hợp nhất*




*Nguồn: BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

**Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp**

*Cột xếp chồng · tỷ đồng · đường đỏ là tỷ lệ trên doanh thu thuần*




*Nguồn: BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

## 2.3. Tỷ giá: khoản mục quyết định lợi nhuận báo cáo

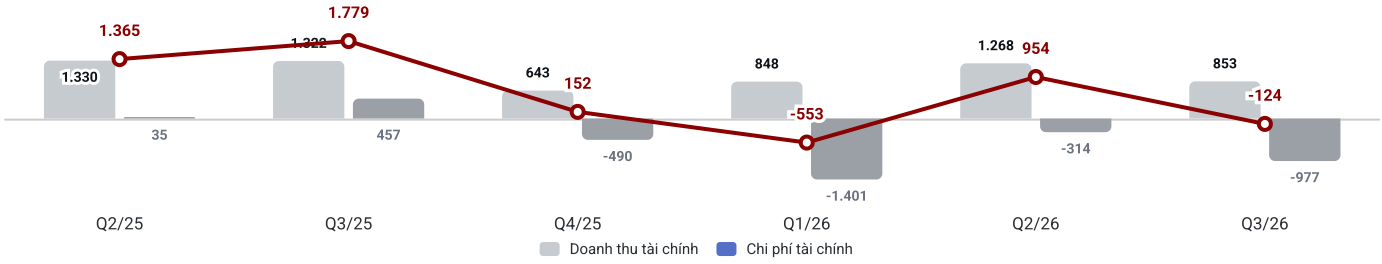
**Chênh lệch tỷ giá ròng đảo từ lãi 1.424,6 tỷ đồng Quý 3/2025 sang lỗ 662,8 tỷ đồng Quý 3/2026.** Quý này doanh nghiệp ghi lỗ tỷ giá 584,7 tỷ đồng vào chi phí tài chính và thêm 78,1 tỷ đồng ghi giảm ở dòng lãi tỷ giá trong doanh thu tài chính. Cùng kỳ năm trước, doanh thu tài chính có 831,5 tỷ đồng lãi tỷ giá và chi phí tài chính có 593,2 tỷ đồng ghi giảm lỗ tỷ giá. Kết quả tài chính ròng vì vậy chuyển từ dương 1.779,1 tỷ đồng sang âm 124,0 tỷ đồng, dù lãi tiền gửi và cho vay tăng 89,0% lên 909,5 tỷ đồng.

**Hơn một nửa khoản lỗ tỷ giá chín tháng là đánh giá lại số dư, không phải tiền chi ra.** Lỗ tỷ giá ròng chín tháng 2026 là 2.437,5 tỷ đồng, gồm 1.145,5 tỷ đồng Quý 1, 629,2 tỷ đồng quý 2 và 662,8 tỷ đồng Quý 3, so với mức lãi ròng 909,9 tỷ đồng của chín tháng 2025. Theo báo cáo lưu chuyển tiền tệ, 1.315,3 tỷ đồng, tức 54,0%, là chênh lệch do đánh giá lại các khoản mục tiền tệ có gốc ngoại tệ cuối kỳ. Chiều ngược lại cũng đúng: phần đánh giá lại Quý 3/2025 là lãi 1.865,1 tỷ đồng, và đây là nền cao của lợi nhuận cùng kỳ. Trong Quý 3/2026, đồng Việt Nam lên giá 1,1% so với đô la Mỹ, từ 26.255 xuống 25.959 đồng đổi một đô la theo tỷ giá quy đổi cuối quý của Bộ Tài chính Hoa Kỳ, làm giảm giá trị quy đổi của các tài sản gốc ngoại tệ.

**Doanh nghiệp đã tính trước một khoản lỗ tỷ giá khi lập kế hoạch năm.** Kế hoạch lợi nhuận trước thuế 13.275 tỷ đồng thấp hơn 12,5% so với mức thực hiện 15.175,6 tỷ đồng của năm 2025, một phần vì kế hoạch đặt trước khoản lỗ tỷ giá 1.221 tỷ đồng cho cả năm. Dù lỗ tỷ giá ròng chín tháng trên báo cáo tài chính là 2.437,5 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế vẫn đạt 97,8% kế hoạch nhờ phần tăng của hoạt động kinh doanh.

**Doanh thu, chi phí và kết quả tài chính ròng**

*Cột · tỷ đồng · chi phí mang dấu âm · đường đỏ là kết quả ròng*




*Nguồn: BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

**Đánh giá & kỳ vọng:** chúng tôi giả định lỗ tỷ giá ròng Quý 4 là 550 tỷ đồng, thấp hơn mức 629,2–662,8 tỷ đồng của hai quý gần nhất. Mỗi 100 tỷ đồng lỗ tỷ giá vượt giả định làm giảm khoảng 63 tỷ đồng lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ, sau thuế suất 24,5% và tỷ lệ cổ đông không kiểm soát 16,9%. **Rủi ro chính là** đồng Việt Nam tiếp tục lên giá hoặc đồng tiền tại các thị trường của doanh nghiệp mất giá thêm, vì loại biến động này không báo trước và không liên quan tới hoạt động kinh doanh.

# 3. Dòng tiền, bảng cân đối và cổ tức

*Vốn lưu động, đầu tư, cổ tức, nợ vay và hai khoản phơi nhiễm cũ*

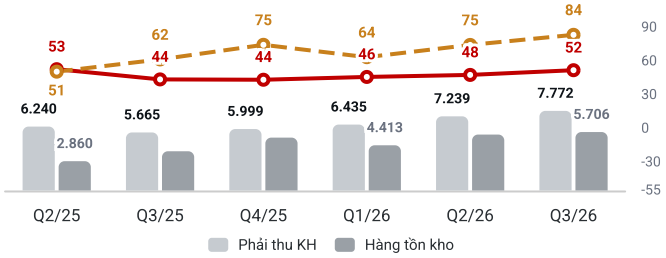
## 3.1. Vốn lưu động và dòng tiền

**Phải thu và tồn kho tăng nhanh hơn doanh thu nên dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thấp hơn lợi nhuận.** Phải thu khách hàng tăng 37,2% so với cùng kỳ lên 7.771,5 tỷ đồng, đưa số ngày thu tiền từ 43,9 lên 52,1 ngày. Hàng tồn kho tăng 49,0% lên 5.705,7 tỷ đồng và số ngày tồn kho từ 61,7 lên 83,6 ngày, trong đó nguyên liệu vật liệu là 3.759,3 tỷ đồng, chủ yếu là vật tư phục vụ mạng lưới chứ không phải hàng hoá chờ bán, vì hàng hoá chỉ 232,7 tỷ đồng. Trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ, dòng thay đổi các khoản phải thu đảo từ dương 517,2 tỷ đồng chín tháng 2025 sang âm 3.570,7 tỷ đồng chín tháng 2026.

**Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chín tháng giảm 17,6% về 8.962,0 tỷ đồng trong khi lợi nhuận trước thuế tăng 23,3%.** Riêng Quý 3 đạt 3.284,0 tỷ đồng, giảm 33,4% so với cùng kỳ. Cùng lúc, chi đầu tư tài sản cố định chín tháng đạt 7.018,4 tỷ đồng, tăng 55,3% và đã vượt mức cả năm 2025 là 6.435,0 tỷ đồng; xây dựng cơ bản dở dang tăng từ 1.983,9 lên 4.501,4 tỷ đồng. Dòng tiền tự do chín tháng còn 1.943,6 tỷ đồng, giảm 69,4%. Chúng tôi dự phóng capex cả năm 2026 đạt 9.318,4 tỷ đồng, bằng 17,3% doanh thu so với 14,5% năm 2025.

**Vốn lưu động: phải thu, tồn kho và số ngày**

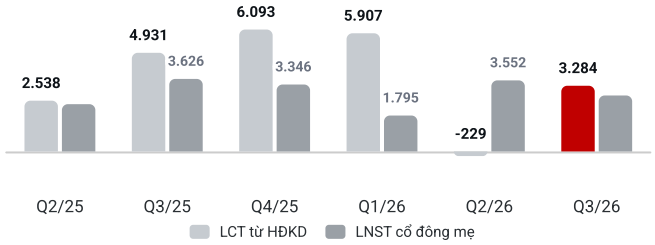
*Cột · tỷ đồng · đường là số ngày ở trục phải · tính theo doanh thu và giá vốn quý*




*Nguồn: BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

**Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và lợi nhuận**

*Cột · tỷ đồng · so sánh dòng tiền từ HĐKD với LNST cổ đông mẹ*




*Nguồn: BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

**Đánh giá & kỳ vọng:** số ngày thu tiền tăng 8,2 ngày và số ngày tồn kho tăng 21,9 ngày là hai khoản mục cần theo dõi sát nhất trong Quý 4, vì cùng với mức capex hiện tại chúng quyết định doanh nghiệp còn bao nhiêu tiền sau khoản cổ tức 10.044,6 tỷ đồng. **Rủi ro chính là** phải thu tiếp tục kéo dài ở các thị trường có môi trường thanh toán yếu, khiến phần doanh thu tăng thêm nằm lại ở khoản phải thu thay vì chuyển thành tiền.

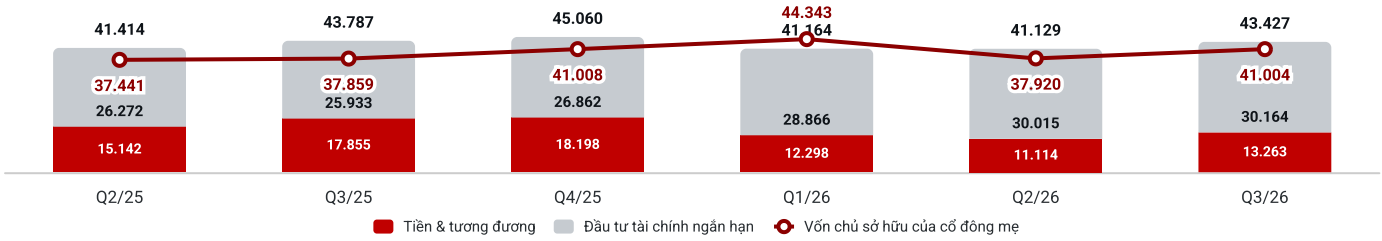
## 3.2. Cổ tức 3.300 đồng/cp và số dư tiền

**Khoản cổ tức 10.044,6 tỷ đồng chi ngày 15/10/2026 là khoản chi lớn nhất của Quý 4.** Đại hội đồng cổ đông thường niên ngày 23/04/2026 thông qua cổ tức tiền mặt năm 2025 tỷ lệ 33% mệnh giá, tức 3.300 đồng mỗi cổ phiếu, gấp 4,4 lần mức 750 đồng của năm 2024; ngày giao dịch không hưởng quyền là 17/09/2026 và ngày đăng ký cuối cùng là 18/09/2026. Trên 3.043,8 triệu cổ phiếu đang lưu hành, Tập đoàn Công nghiệp – Viễn thông Quân đội nhận khoảng 9.947 tỷ đồng theo tỷ lệ sở hữu 99,03%. Khoản này chưa đi qua báo cáo lưu chuyển tiền tệ chín tháng; cổ tức đã trả trong chín tháng là 1.552,3 tỷ đồng, chủ yếu cho cổ đông không kiểm soát tại các công ty con.

**Số dư tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn 43.427,3 tỷ đồng đủ để chi trả, nhưng khoản chi lớn hơn dòng tiền tạo ra trong chín tháng.** Tại 30/09/2026, tiền và tương đương tiền là 13.263,0 tỷ đồng, đầu tư tài chính ngắn hạn 30.164,3 tỷ đồng.

Khoản cổ tức nhiều hơn dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chín tháng là 8.962,0 tỷ đồng và gấp 5,2 lần dòng tiền tự do chín tháng là 1.943,6 tỷ đồng.

**Tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn và vốn chủ sở hữu**
*Cột xếp chồng · tỷ đồng · đường đỏ là vốn chủ sở hữu của cổ đông công ty mẹ*




*Nguồn: BCTC quý VGI, TCBS tổng hợp và tính toán*

**Đánh giá & kỳ vọng:** chúng tôi giả định cổ tức năm tài chính 2026 giữ 3.300 đồng/cp, bằng 92% lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ dự phóng, rồi về tỷ lệ chi trả 50% từ năm 2027. TCBS Research cho rằng mức 92% khó duy trì khi chi đầu tư tài sản cố định dự phóng năm 2026 đạt 9.318,4 tỷ đồng và Cộng hòa Dominica bắt đầu giải ngân từ 2027. **Rủi ro chính là** doanh nghiệp phải vay thêm để vừa giữ cổ tức vừa đầu tư.

## 3.3. Nợ vay và chi phí lãi vay

**Nợ vay tăng 38,4% từ đầu năm lên 6.956,9 tỷ đồng nhưng doanh nghiệp vẫn ở vị thế tiền ròng.** Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của cổ đông công ty mẹ là 17,0%, và số dư tiền cùng đầu tư tài chính ngắn hạn cao hơn nợ vay 36.470,4 tỷ đồng. Chi phí lãi vay Quý 3 tăng lên 304,0 tỷ đồng, so với 102,0 tỷ đồng quý 2 và 107,5 tỷ đồng cùng kỳ, trong khi tiền lãi thực trả trong quý là 131,6 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay Quý 4 khoảng 310 tỷ đồng; đây là vấn đề chi phí, không phải an toàn tài chính.

## 3.4. Hai khoản phơi nhiễm cũ: Mytel và Viettel Cameroon

**Dự phòng 13.111,1 tỷ đồng cho các khoản cho vay Mytel và Viettel Cameroon bằng 32,0% vốn chủ sở hữu của cổ đông công ty mẹ.** Từ Quý 1/2026, các khoản cho vay này được trình bày trong mục đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn thay vì phải thu cho vay. Tại 30/09/2026, giá gốc khoản mục này là 47.300,8 tỷ đồng, gồm 4.025,4 tỷ đồng dài hạn; dự phòng 13.111,1 tỷ đồng, tương đương 27,7% giá gốc, trong đó khoản cho vay Viettel Cameroon 4.375 tỷ đồng được dự phòng toàn bộ và phần còn lại thuộc khoản cho vay Mytel (Myanmar); giá trị ròng 34.189,7 tỷ đồng. Số dư dự phòng giảm 581,7 tỷ đồng sau hai quý, từ 13.692,8 tỷ đồng cuối Quý 1: quý 2 hoàn nhập 447,2 tỷ đồng, Quý 3 trích thêm 78,9 tỷ đồng, phần còn lại phù hợp với chênh lệch quy đổi số dư ngoại tệ.

**Viettel Cameroon là nguyên nhân cổ phiếu VGI vẫn thuộc diện cảnh báo.** Báo cáo tài chính bị kiểm toán đưa ý kiến ngoại trừ ba năm liên tiếp vì khoản đầu tư vào Viettel Cameroon, đơn vị vận hành mạng Nexttel mà VGI nắm 70% vốn. Doanh nghiệp cho biết không tiếp cận được số liệu tài chính của đơn vị này từ tháng 11/2018 nên không hợp nhất đơn vị này vào báo cáo năm 2024 và 2025; ngày 18/03/2026, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội quyết định duy trì diện cảnh báo. Các khoản phải thu và cho vay Viettel Cameroon đã được trích lập dự phòng đủ từ cuối năm 2023, nên không tạo thêm chi phí cho kết quả 2026. Giấy phép hiện tại của Nexttel hết hạn vào tháng 12/2027.

**Đánh giá & kỳ vọng:** vì cả hai khoản đã được dự phòng phần lớn, một thỏa thuận thu hồi sẽ là khoản hoàn nhập làm tăng lợi nhuận, và chúng tôi chưa đưa khả năng này vào dự phóng.

**Rủi ro chính là** doanh nghiệp phải trích lập thêm cho khoản cho vay Mytel, khi đó mỗi 1% số dư dự phòng phải trích thêm làm giảm khoảng 131 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, và ý kiến ngoại trừ lặp lại ở báo cáo kiểm toán 2026 khiến cổ phiếu chưa ra khỏi diện cảnh báo.

# 4. Triển vọng và định giá

*Dự phóng Quý 4 và năm 2026, thị trường mới tại Cộng hòa Dominica, định giá so sánh*

## 4.1. Dự phóng Quý 4 và năm 2026

**TCBS Research dự phóng lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ năm 2026 đạt 10.962,3 tỷ đồng, tăng 17,8%.** Doanh thu thuần dự phóng 53.893,9 tỷ đồng, tăng 21,7%, và lợi nhuận trước thuế 17.472,9 tỷ đồng, tăng 15,1%, tương ứng EPS 3.601 đồng, ROE 25,8%, P/E dự phóng 19,1 lần và P/B dự phóng 4,8 lần theo giá ngày 18/11/2026. Phần còn lại của năm là Quý 4 với doanh thu 14.301,3 tỷ đồng, biên gộp 53,2%, chi phí bán hàng và quản lý 23,5% doanh thu, lỗ tỷ giá ròng 550 tỷ đồng và chi phí lãi vay 310 tỷ đồng. Lợi nhuận trước thuế Quý 4 dự phóng là 4.491,2 tỷ đồng, giảm 3,3% so với cùng kỳ, và lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ 2.817,7 tỷ đồng, giảm 15,8%, do thuế suất hiệu dụng giả định 24,5% so với 17,7% của Quý 4/2025 và tỷ lệ cổ đông không kiểm soát 16,9% so với 12,5%. Không tính chênh lệch tỷ giá, lợi nhuận trước thuế Quý 4 dự phóng là 5.041,2 tỷ đồng, thấp hơn 6,2% so với cùng kỳ vì Quý 4/2025 có hoàn nhập dự phòng ròng 790,0 tỷ đồng.

**Đánh giá & kỳ vọng:** dự phóng 2026 phụ thuộc chủ yếu vào tỷ giá Quý 4, vì doanh thu và biên gộp của chín tháng đã đi đúng nhịp. **Rủi ro chính là** lỗ tỷ giá Quý 4 bằng mức của Quý 3, khi đó lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ năm 2026 thấp hơn dự phóng khoảng 71 tỷ đồng.

## 4.2. Cộng hòa Dominica: thị trường quốc tế thứ 11

**Ngày 16/11/2026, Viettel Dominica S.A.S ký hợp đồng nhượng quyền với cơ quan quản lý viễn thông Cộng hòa Dominica, hoàn tất bước cuối để mở thị trường quốc tế thứ 11.** Theo Nghị quyết số 073-2026 ngày 19/08/2026 của Indotel, doanh nghiệp được cấp 240 MHz phổ tần trong thời hạn 20 năm, gồm 40 MHz băng 700 MHz, 100 MHz băng 2,3 GHz và 100 MHz băng 3,6 GHz. Ngày 13/11/2026, doanh nghiệp nộp đợt đầu tiền quyền sử dụng giấy phép 972,5 triệu peso Dominica. Trước đó, ngày 16/10/2026, Tổng Công ty nhận Giấy chứng nhận đầu tư ra nước ngoài số 202601702 của Bộ Tài chính.

**Quy mô vốn đã duyệt là 560 triệu đô la Mỹ, nhưng phần vốn điều lệ góp thực tế không vượt quá 200 triệu đô la Mỹ.** Phương án đầu tư được Hội đồng quản trị thông qua và công bố tháng 5/2026 chia dự án làm hai giai đoạn: hai năm đầu là hạ tầng mạng, di động, internet băng rộng cố định và ví điện tử; giai đoạn sau là trung tâm dữ liệu, điện toán đám mây và dịch vụ công nghệ thông tin. Viettel Dominica sẽ là nhà mạng thứ tư tại Cộng hòa Dominica, cạnh tranh với Claro, Altice và Viva.

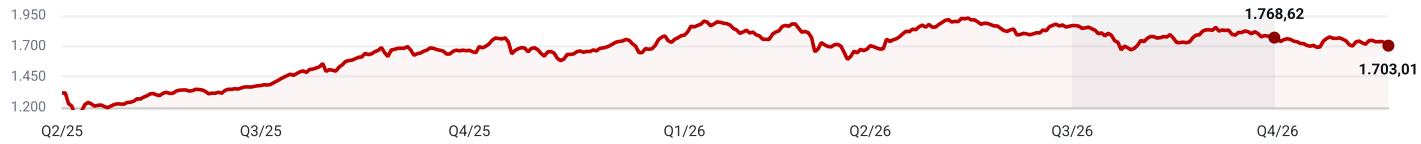
**Đánh giá & kỳ vọng:** dự án chưa ảnh hưởng tới kết quả 2026 vì chưa phát sinh doanh thu lẫn chi phí vận hành. Từ 2027, chi đầu tư tài sản cố định tăng, và chi phí khấu hao cùng chi phí bán hàng của một thị trường chưa có doanh thu làm giảm lợi nhuận trong vài năm đầu. **Rủi ro chính là** thời điểm bắt đầu cung cấp dịch vụ chưa được công bố, nên chưa định được năm nào thị trường này hòa vốn.

## 4.3. Thanh khoản, tư cách công ty đại chúng và định giá so sánh

**Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng dưới 1% vừa giới hạn thanh khoản vừa đặt ra vấn đề về tư cách công ty đại chúng.** Tập đoàn Công nghiệp – Viễn thông Quân đội nắm 99,03% vốn, phần còn lại là 29,6 triệu cổ phiếu, tương đương 0,97% vốn điều lệ. Từ ngày 01/01/2026, doanh nghiệp không còn đáp ứng điều kiện tối thiểu 10% cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 nhà đầu tư không phải cổ đông lớn nắm giữ, và giữ tư cách công ty đại chúng đến hết ngày 31/12/2026. Tại Đại hội đồng cổ đông thường niên, Ban điều hành cho biết đang định giá và làm việc với đơn vị tư vấn để trình phương án thoái vốn theo từng bước; quy mô và thời điểm chưa được công bố.

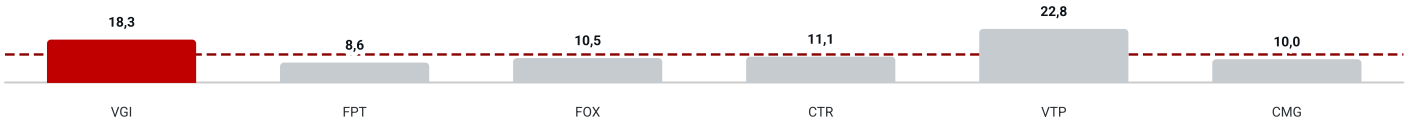
**Thanh khoản phản ánh đúng cấu trúc đó.** Giá trị giao dịch bình quân mười phiên gần nhất là 8,9 tỷ đồng, bằng 3,8% mức bình quân 236,4 tỷ đồng của tháng 1–2/2026, trên vốn hóa 209.719 tỷ đồng. Đóng cửa 18/11/2026 ở 68.900 đồng/cp, cổ phiếu thấp hơn 48,4% so với mức đóng cửa cao nhất 133.400 đồng/cp ngày 20/01/2026 (giá đã điều chỉnh cổ tức) và chỉ cao hơn 1,3% so với cuối năm 2025.

**Diễn biến VN-Index**
*Điểm · đến phiên 18/11/2026*




*Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp*

**P/E trượt — nhóm viễn thông & công nghệ**
*Lần · giá 18/11/2026 · vạch ngang là bình quân năm mã so sánh*




*Nguồn: BCTC quý các doanh nghiệp, HOSE và UPCOM, TCBS tính toán*

**VGI là doanh nghiệp duy nhất trên thị trường chứng khoán trong nước vận hành mạng di động ở nước ngoài, nên rổ so sánh chỉ mang tính tham chiếu.** Năm mã còn lại có mô hình khác: FPT và CMG là dịch vụ công nghệ thông tin, FOX là băng thông rộng, CTR là xây lắp hạ tầng, VTP là chuyển phát. Theo giá đóng cửa 18/11/2026, P/E trượt của VGI là 18,3 lần so với bình quân 12,6 lần và trung vị 10,5 lần của nhóm, còn P/B 5,1 lần so với bình quân 2,6 lần.

**Đánh giá & kỳ vọng:** chúng tôi đánh giá phần bù định giá của VGI so với nhóm có cơ sở ở khả năng sinh lời, nhưng mức bù khoảng 45% về P/E trượt chưa được tăng trưởng lợi nhuận 2026 hỗ trợ. **Rủi ro chính là** lượng cổ phiếu lưu hành tự do quá nhỏ khiến giá phản ứng mạnh với lệnh nhỏ, nên biên độ dao động của mã này không phản ánh thay đổi trong giá trị doanh nghiệp.

# 5. Phụ lục — Số liệu BCTC Q3/2026

*Bảng cân đối kế toán, kết quả kinh doanh và dòng tiền sáu quý gần nhất*

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2/25 | Q3/25 | Q4/25 | Q1/26 | Q2/26 | Q3/26 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Tiền & tương đương tiền | 15.142 | 17.855 | 18.198 | 12.298 | 11.114 | 13.263 |
| Đầu tư nắm giữ đến đáo hạn (gốc) (*) | 26.272 | 25.933 | 26.862 | 42.559 | 43.176 | 43.275 |
| Dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn (*) | 0 | 0 | 0 | (13.693) | (13.161) | (13.111) |
| **Đầu tư tài chính ngắn hạn (ròng)** | **26.272** | **25.933** | **26.862** | **28.866** | **30.015** | **30.164** |
| Phải thu khách hàng | 6.240 | 5.665 | 5.999 | 6.435 | 7.239 | 7.772 |
| Phải thu cho vay ngắn hạn (*) | 13.035 | 13.194 | 11.970 | 0 | 0 | 0 |
| Dự phòng nợ khó đòi (*) | (19.019) | (19.685) | (19.177) | (5.563) | (5.589) | (5.573) |
| Hàng tồn kho (ròng) | 2.860 | 3.830 | 5.161 | 4.413 | 5.460 | 5.706 |
| Tài sản ngắn hạn khác (**) | 1.278 | 1.279 | 1.300 | 9.874 | 10.268 | 12.150 |
| **TÀI SẢN NGẮN HẠN** | **52.606** | **55.528** | **58.016** | **60.050** | **62.574** | **67.935** |
| Tài sản cố định (ròng) | 11.643 | 14.353 | 16.033 | 16.590 | 18.585 | 19.233 |
| Xây dựng cơ bản dở dang | 2.452 | 1.987 | 1.984 | 2.925 | 3.162 | 4.501 |
| **TÀI SẢN DÀI HẠN** | **15.764** | **18.349** | **23.495** | **25.568** | **29.268** | **31.621** |
| **TỔNG TÀI SẢN** | **68.370** | **73.877** | **81.511** | **85.617** | **91.842** | **99.556** |
| Vay & nợ ngắn hạn | 1.455 | 2.186 | 2.770 | 2.471 | 2.509 | 2.820 |
| **NỢ NGẮN HẠN** | **23.189** | **27.485** | **32.499** | **32.281** | **44.186** | **47.075** |
| Vay & nợ dài hạn | 1.831 | 2.406 | 2.257 | 2.481 | 2.852 | 4.137 |
| **NỢ PHẢI TRẢ** | **29.218** | **34.176** | **38.672** | **38.971** | **51.563** | **56.305** |
| **VỐN CHỦ SỞ HỮU (gồm cổ đông không kiểm soát)** | **39.152** | **39.701** | **42.838** | **46.646** | **40.279** | **43.252** |

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2/25 | Q3/25 | Q4/25 | Q1/26 | Q2/26 | Q3/26 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **DOANH THU THUẦN** | **10.603** | **11.622** | **12.390** | **12.568** | **13.610** | **13.415** |
| Giá vốn hàng bán | (5.062) | (5.585) | (6.221) | (6.239) | (6.584) | (6.142) |
| **LỢI NHUẬN GỘP** | **5.541** | **6.037** | **6.169** | **6.329** | **7.026** | **7.272** |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 1.330 | 1.322 | 643 | 848 | 1.268 | 853 |
| Chi phí tài chính | 35 | 457 | (490) | (1.401) | (314) | (977) |
| trong đó: chi phí lãi vay | (72) | (107) | (42) | (116) | (102) | (304) |
| Lãi từ công ty liên doanh, liên kết | 175 | 142 | 59 | 149 | 151 | 162 |
| Chi phí bán hàng | (1.160) | (1.165) | (1.480) | (1.231) | (1.660) | (1.548) |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (1.905) | (1.768) | (739) | (1.210) | (1.481) | (1.332) |
| **LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ** | **3.954** | **5.268** | **4.643** | **3.484** | **5.006** | **4.492** |
| Chi phí thuế TNDN | (1.095) | (1.108) | (820) | (1.155) | (917) | (1.108) |
| **LỢI NHUẬN SAU THUẾ** | **2.859** | **4.160** | **3.823** | **2.329** | **4.089** | **3.384** |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 496 | 534 | 478 | 534 | 537 | 587 |
| **LNST CỔ ĐÔNG CÔNG TY MẸ** | **2.364** | **3.626** | **3.346** | **1.795** | **3.552** | **2.797** |
| LCT thuần từ hoạt động kinh doanh | 2.538 | 4.931 | 6.093 | 5.907 | (229) | 3.284 |
| Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ | (1.388) | (2.434) | (1.917) | (2.778) | (1.657) | (2.583) |
| Cổ tức đã trả cho chủ sở hữu | (512) | (2.216) | (1.005) | (418) | (376) | (758) |

*Số âm trình bày trong ngoặc đơn. Các dòng lấy từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ giữ nguyên dấu theo số công bố, nên tiền chi mua sắm tài sản cố định và cổ tức đã trả là số âm.*

*(*) Từ Quý 1/2026, khoản cho Mytel được phân loại lại từ "phải thu cho vay ngắn hạn" sang "đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn", dự phòng tương ứng chuyển từ "dự phòng nợ khó đòi" sang "dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn". Bốn dòng có dấu (*) vì vậy không cùng cơ sở giữa 2025 và 2026; các dòng tổng có tô nền thì so sánh được.*

*(**) Tài sản ngắn hạn khác tăng từ Quý 1/2026 do một phần số dư trước đây nằm trong tiền và tương đương tiền được trình bày thành khoản mục riêng, có khoản phải trả khác đối ứng ở bên nợ.*

# Phụ lục — Mô hình tài chính & dự phóng theo năm

*Thực hiện 2021-2025 và dự phóng 2026-2030 của TCBS Research*

| | THỰC HIỆN | | | | | DỰ PHÓNG · TCBS | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Chỉ tiêu** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024** | **2025** | **2026** | **2027** | **2028** | **2029** | **2030** |
| **P/E (lần)** | **-** | **69,5** | **120,0** | **47,2** | **22,3** | **19,1** | **15,6** | **13,5** | **12,0** | **10,9** |
| EPS (đồng/cp) | (120) | 274 | 205 | 1.848 | 3.056 | 3.601 | 4.422 | 5.119 | 5.724 | 6.308 |
| **P/B (lần)** | **3,3** | **2,0** | **2,5** | **7,7** | **5,1** | **4,8** | **4,1** | **3,6** | **3,1** | **2,7** |
| BVPS (đồng/cp) | 9.514 | 9.580 | 9.865 | 11.366 | 13.473 | 14.423 | 16.634 | 19.193 | 22.055 | 25.209 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng/cp) | 0 | 0 | 0 | 750 | 3.300 | 3.300 | 2.211 | 2.560 | 2.862 | 3.154 |
| Lợi suất cổ tức | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,9% | 4,8% | 4,8% | 3,2% | 3,7% | 4,2% | 4,6% |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức | - | 0% | 0% | 41% | 108% | 92% | 50% | 50% | 50% | 50% |
| **ROE** | **(1,2)%** | **2,9%** | **2,1%** | **17,4%** | **24,6%** | **25,8%** | **28,5%** | **28,6%** | **27,8%** | **26,7%** |
| Biên lợi nhuận gộp | 37,0% | 46,4% | 50,6% | 50,6% | 51,3% | 52,4% | 52,4% | 52,4% | 52,4% | 52,4% |
| Biên lợi nhuận ròng | (1,9)% | 3,5% | 2,2% | 15,9% | 21,0% | 20,3% | 21,7% | 22,2% | 22,2% | 22,1% |
| (Tổng vay − Tiền và tiền gửi) / Vốn chủ sở hữu | (0,01) | (0,38) | (0,67) | (0,99) | (0,98) | (0,90) | (0,90) | (0,88) | (0,86) | (0,85) |
| **Doanh thu thuần** | **19.242** | **23.630** | **28.212** | **35.368** | **44.271** | **53.894** | **61.978** | **70.035** | **78.439** | **87.068** |
| Tăng trưởng doanh thu | 1,5% | 22,8% | 19,4% | 25,4% | 25,2% | 21,7% | 15,0% | 13,0% | 12,0% | 11,0% |
| **Lợi nhuận gộp** | **7.124** | **10.959** | **14.268** | **17.905** | **22.711** | **28.240** | **32.476** | **36.698** | **41.102** | **45.623** |
| Chi phí bán hàng | (1.914) | (2.579) | (3.790) | (3.533) | (4.848) | (6.203) | (7.133) | (8.060) | (9.027) | (10.021) |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (3.753) | (6.691) | (7.298) | (6.883) | (6.123) | (5.621) | (6.464) | (7.304) | (8.181) | (9.081) |
| **Lợi nhuận trước thuế** | **880** | **3.014** | **3.879** | **10.667** | **15.176** | **17.473** | **22.405** | **25.348** | **28.363** | **31.481** |
| **LNST cổ đông công ty mẹ** | **(367)** | **834** | **623** | **5.626** | **9.303** | **10.962** | **13.459** | **15.582** | **17.423** | **19.200** |
| Tăng trưởng LNST cổ đông công ty mẹ | (165,5)% | - | (25,4)% | 803,8% | 65,3% | 17,8% | 22,8% | 15,8% | 11,8% | 10,2% |
| **EBITDA** | **4.825** | **6.719** | **7.322** | **14.157** | **18.943** | **22.739** | **28.382** | **32.078** | **35.963** | **40.029** |
| Chi đầu tư TSCĐ (capex) | (2.512) | (3.449) | (3.334) | (3.159) | (6.435) | (9.318) | (8.420) | (10.601) | (12.031) | (12.787) |
| Tiền, tương đương tiền và tiền gửi | 12.596 | 16.902 | 23.114 | 36.864 | 45.060 | 46.339 | 52.670 | 58.559 | 64.897 | 72.334 |
| Tổng tài sản | 52.851 | 50.303 | 52.464 | 63.439 | 81.511 | 101.420 | 115.332 | 130.299 | 146.509 | 163.803 |
| **Vốn chủ sở hữu của cổ đông công ty mẹ** | **28.958** | **29.161** | **30.026** | **34.595** | **41.008** | **43.900** | **50.630** | **58.421** | **67.132** | **76.732** |

*Đơn vị tỷ đồng nếu không ghi khác; số âm trình bày trong ngoặc đơn. P/E và P/B các năm 2021-2025 tính theo giá đóng cửa phiên cuối năm đã điều chỉnh cổ tức; các năm 2026-2030 tính theo giá 68.900 đồng/cp ngày 18/11/2026. Số lượng cổ phiếu giữ nguyên 3.043,8 triệu đơn vị suốt giai đoạn nên EPS và BVPS so sánh được theo thời gian. Vốn chủ sở hữu, BVPS, ROE và biên lợi nhuận ròng tính trên phần của cổ đông công ty mẹ, đã loại lợi ích cổ đông không kiểm soát. Cổ tức tiền mặt là mức dự phóng cho từng năm tài chính, thời điểm chi trả thực tế có thể lệch sang năm sau; vốn chủ sở hữu dự phóng trừ cổ tức ngay trong năm tài chính phát sinh. Giai đoạn 2027-2030 giả định doanh thu tăng lần lượt 15%, 13%, 12% và 11% mỗi năm, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận hoạt động giữ ở mặt bằng năm 2026, và tỷ lệ chi trả cổ tức 50% lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ. Dòng tiền và tiền gửi các năm đến 2025 bao gồm phần số dư mà từ năm 2026 được trình bày thành khoản mục riêng ngoài tiền và tương đương tiền, nên hai giai đoạn không cùng cơ sở. P/E năm 2021 để trống vì lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ năm đó âm.*

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

*Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.*

*Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.*

## Miễn trừ trách nhiệm:

*Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.*

*Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.*

*Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.*