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

Tăng trưởng kiến tạo từ giá trị bền vững

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4/2025	Q3/2025	*+/- qoq*	Q4/2024	*+/- yoy*
Doanh thu thuần	12.306	11.622	5,9%	9.644	27,6%
Lợi nhuận sau thuế (CTM)	3.367	3.626	-7,1%	3.314	1,6%
EBIT	3.947	3.105	27,1%	1.451	172,1%
Tỷ suất EBIT	32,1%	26,7%	5,4%	15,0%	17,0%

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Q4/2025: HĐKD chính tăng trưởng tốt và các khoản thu nhập phụ trợ đóng góp tích cực

- Doanh thu từ các thị trường ghi nhận tăng trưởng cao: Châu Phi và Mỹ Latin tăng trưởng hơn 30% trong Q4 và cả năm 2025, đồng thời duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức cao khi hoạt động kinh doanh vào pha ổn định (mặc dù có giảm 2pps do đóng góp thấp hơn của ĐNA).
- Đóng góp tích cực từ các khoản phụ trợ: (1) Diễn biến tỷ giá trong Q4 và năm 2025 thuận lợi, VGI ghi nhận khoản thu nhập tài chính ròng 170 tỷ trong Q4 và 2.103 tỷ đồng trong năm 2025 (-15% yoy); (2) Lãi ròng từ thu nhập khác cải thiện gấp 3 lần svck trong Q4 do thu nhập từ các khoản biếu, tặng, viện trợ tăng gấp 3,6 lần trong khi các chi phí khác không phát sinh thêm.
- Điểm sáng còn lại đến từ chi phí BH&QLDN giảm 26,3% trong Q4 nhờ khoản hoàn nhập dự phòng nợ phải thu khó đòi được ghi nhận (từ công ty thị trường Myanmar – Mytel), qua đó, đóng góp tích cực giúp cải thiện tốt LNST-CTM.
- Luỹ kế cả năm 2025, tổng doanh thu và LNST-CĐM lần lượt đạt 44.188 tỷ đồng (+24,9% yoy, hoàn thành 114,3% kế hoạch) và 9.324 tỷ đồng (+65,7% yoy), LNTT vượt 200% kế hoạch.

Triển vọng năm 2026: Nhịp độ tăng cao và ổn định

- Q1/2026, dự phóng doanh thu thuần đạt 13.022 tỷ đồng (+34% yoy), dẫn đầu trong đóng góp tăng trưởng doanh thu quý đến từ thị trường Châu Phi và Haiti với kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng hơn 30%. LNST-CTM Q1/2026 dự báo đạt 1.900 tỷ đồng (tăng từ nền âm cùng kỳ do lỗ tỷ giá), nhờ: (1) Tăng trưởng doanh thu cao từ các thị trường, (2) Biên lợi nhuận gộp cao được duy trì.
- Cho cả năm 2026, doanh thu thuần dự phóng sơ bộ đạt 51.052 tỷ đồng (+16 yoy), LNST-CTM/EPS ước đạt lần lượt 10.543 tỷ đồng (+13,5% yoy) và EPS tương ứng 3.464 đồng.
    - Chúng tôi cho rằng thị phần của VGI cải thiện ở hầu hết các thị trường trong năm 2025 từ 0,5-1pps svck và sẽ tiếp tục tăng trong 2026. Theo đó, số thuê bao viễn thông mới năm 2026 ước tính sơ bộ tăng thêm ~3,5-4 triệu. Số thuê bao dịch vụ số có thể tăng thêm 5-5,5 triệu (cao hơn viễn thông do nguồn khách hàng mới và nguồn khách hàng chuyển đổi từ tệp hiện tại).
    - Với ARPU kỳ vọng duy trì mức cao tại Châu Phi và Haiti do chi phí công nghệ và thiết bị viễn thông còn đắt đỏ khi mức độ phổ rộng chưa cao, chúng tôi kỳ vọng đóng góp trong doanh thu năm 2026 sẽ tăng lên tại Châu Phi, bù đắp cho tốc độ tăng chậm lại tại ĐNA, tỷ trọng đóng góp lần lượt là 50%/28%/12% cho Châu Phi (+2pps yoy)/ Mỹ Latin (không đổi)/ ĐNÁ (-2 pps yoy). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ARPU sẽ giảm dần trong dài hạn khi công nghệ viễn thông trở nên phổ biến, tương tự như xu hướng hiện nay tại các nước phát triển.

Quan điểm và khuyến nghị

VGI đang ở pha tăng trưởng tốt và bền vững khi hầu hết 7/9 thị trường đã hoàn vốn và doanh nghiệp tập trung đẩy mạnh các hoạt động mở rộng khai thác dịch vụ. Cho năm tài chính 2026F và 2027F, chúng tôi điều chỉnh kỳ vọng tăng trưởng doanh thu lên lần lượt 16% và 14%, biên lợi nhuận gộp không đổi (51-52%), chủ yếu điều chỉnh về kỳ vọng thị phần thuê bao tăng nhanh hơn và APRU được duy trì/ cải thiện tại các thị trường đại dương xanh (Haiti, Châu Phi) nhờ dịch vụ số tăng trưởng tốt (ngoài viễn thông truyền thống), mặt khác, lợi thế về quy mô giúp tối ưu chi phí hoạt động khi các thị trường đều trong pha tăng trưởng ổn định. Loại trừ khoản thu nhập đột biến do hoàn nhập dự phòng năm 2025, LNST-CĐM từ hoạt động kinh doanh chính dự phóng tăng trưởng 21,6% trong năm 2026.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm (DCF), giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu VGI là ***99.000*** *đồng/cổ phiếu. So với giá đóng cửa tại ngày 09/04/2026, kết hợp với cổ tức tiền mặt kỳ vọng 1 năm tới là 3.300 đồng/CP, chúng tôi đưa ra khuyến nghị* ***Tích Lũy*** *đối với VGI (tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 11%).*

TÍCH LUỸ	**+11%**
Giá thị trường (VND)	91.900
Giá mục tiêu (VND)	99.000

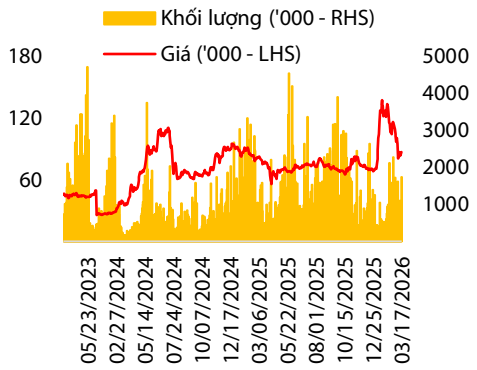
Cổ tức tiền mặt kỳ vọng 1 năm tới: 3.300 đồng/CP

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Viễn thông
Vốn hóa (tỷ đồng)	279.726
SLCPDLH (triệu CP)	3.044
KLGD bình quân 20 phiên	1.173.543
Free Float (%)	0,97
Giá cao nhất 52 tuần	137.000
Giá thấp nhất 52 tuần	55.550
Beta	1,2

	FY2024	FY2025
EPS	1.848	3.063
Tăng trưởng EPS (%)	804	66
P/E	65,3	27,5
P/B	10,6	6,3
EV/EBITDA	33,6	15,7
ROE (%)	16,3	22,7

Diễn biến giá



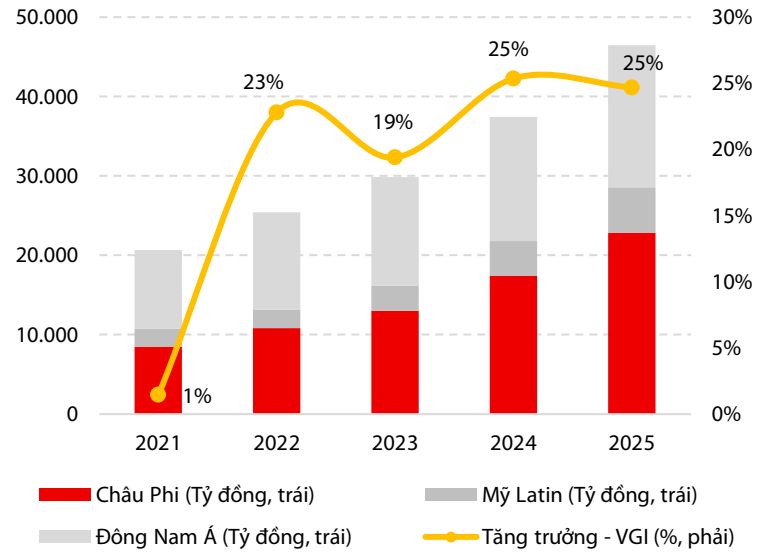
Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn CN-VT Quân đội	99,03
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	*0,0*

KQKD Q4/2025: HĐKD chính tăng trưởng tốt và các khoản thu nhập phụ trợ đóng góp tích cực

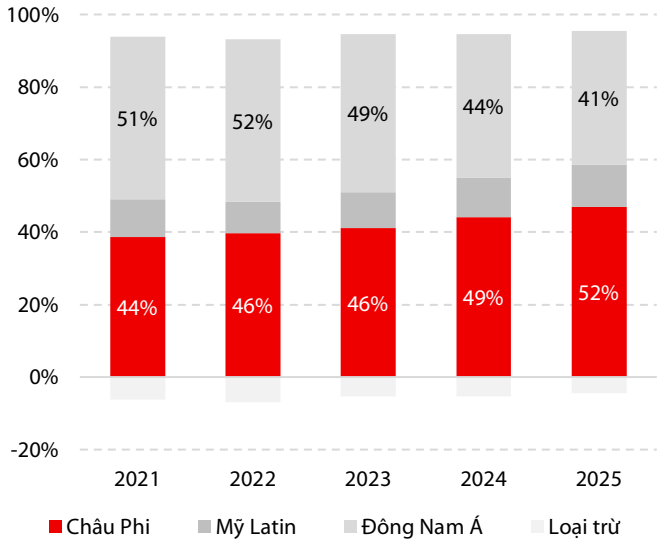
Doanh thu thuần Q4/2025 đạt 12.306 tỷ đồng (+27,6% yoy). Luỹ kế cả năm 2025 đạt 44.188 tỷ đồng (+24,9% yoy), hoàn thành 114,3% kế hoạch và 104,3% dự phóng của chúng tôi. Cả 3 khu vực thị trường đều ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, nổi bật là châu Phi và Mỹ Latin ghi nhận tốc độ tăng trưởng hơn 30% trong Q4 và cả năm 2025 (cao hơn 5-6 lần tốc độ của trung bình toàn ngành).

Hình 1: Doanh thu thuần và tốc độ tăng trưởng



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

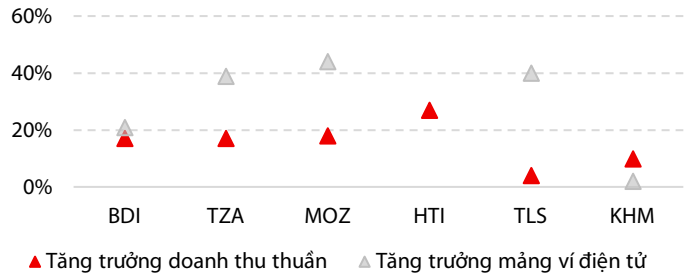
Hình 2: Đóng góp doanh thu theo khu vực (%)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

- Châu Phi và Mỹ Latin duy trì đà tăng trưởng cao xuyên suốt 2025, đạt lần lượt 31% và 33% svck, qua đó chiếm tỷ trọng cao hơn đáng kể trong tổng doanh thu với 52% (+3 pps yoy) và 13% (+1 pps yoy). Tanzania, Mozanbique, Burundi và Haiti là 4 thị trường nổi bật ở cả 2 mảng: dịch vụ viễn thông và dịch vụ số (Hình 3).
- Trong khi ĐNA tăng trưởng chậm lại (14% yoy), Châu Phi và MỹLatin cho thấy tiềm năng dài hạn với số thuê bao chưa khai thác còn nhiều khi chi phí tiếp cận dịch vụ mạng viễn thông vẫn còn tương đối đắt đỏ. Hiện, hầu hết các thị trường này chỉ mới áp dụng tới công nghệ mạng 4G, trong khi 5G đã và đang là xu hướng trên toàn cầu, đặt dư địa phát triển còn lớn.

Hình 3: Tăng trưởng doanh thu (*) Q4/2025 tại một số thị trường, mảng ví điện tử tăng trưởng tốt 20-40%



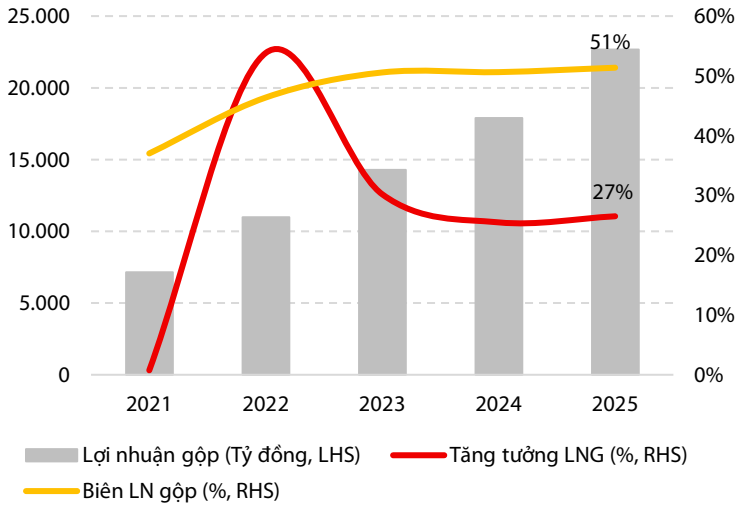
(*) Tăng trưởng được tính trên cơ sở doanh thu bằng đồng bản tệ trên BCTC của các Cty thị trường

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

LNTT Q4 tăng trưởng 1,1% yoy với nền lợi nhuận cao cùng kỳ, lũy kế cả năm đạt 42,5% yoy và hoàn thành 200% kế hoạch (tương ứng 109,8% dự phóng của VDSC). LNST-CTM Q4 /25 đạt 3.367 tỷ đồng (+1,6% yoy, -7,1% qoq), luỹ kế cả năm đạt 9.324 tỷ đồng (+65,7% yoy). Đóng góp LNST của 3 khu vực Châu Phi/Mỹ Latin/ Đông Nam Á lần lượt là 27%/10%/63% với biên LN ròng đạt 18%/27%/54%. Đông Nam Á đóng góp tỷ trọng trong doanh thu giảm nhẹ do tăng trưởng của thị trường Châu Phi tích cực vượt trội với dư địa tăng thuê bao còn nhiều, đây vẫn là khu vực mang lại mức sinh lời cao nhất. Kết quả này ngoài đến từ doanh thu tăng trưởng nhanh còn xuất phát từ:

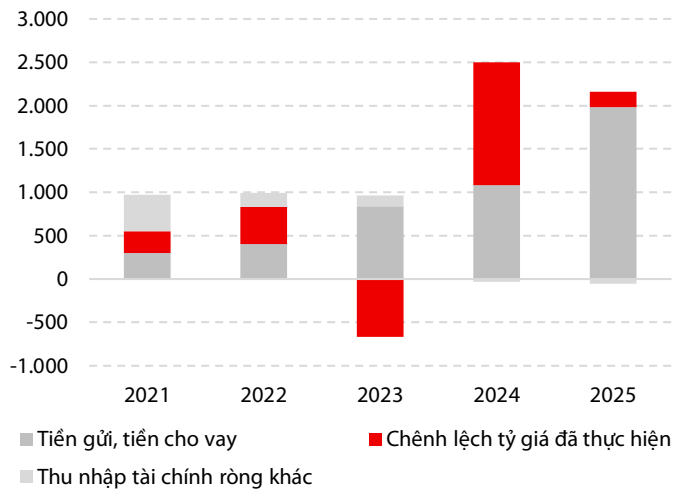
- **Biên lợi nhuận gộp duy trì ở nền cao:** Q4 đạt 50%, tuy giảm 2 pps yoy trong quý (do đóng góp doanh thu của công ty thị trường tại Châu Phi tăng lên) nhưng vẫn đạt 51,3% trong cả năm 2025 (+0,6 pps yoy).
- **Đóng góp của khoản đầu tư tài chính:** Thu nhập tài chính ròng năm 2025 đạt 2.103 tỷ đồng (giảm 15% svck) do khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá trong Q1 và Q4/2025. VGI các năm gần đây cải thiện về cơ cấu tài sản, tài chính tương đối khoẻ mạnh và duy trì được dòng tiền ổn định. Doanh nghiệp luôn duy trì tiền mặt nắm giữ và đầu tư ngắn hạn cao (20 - 23% tổng tài sản), và thường có một khoản thu nhập từ tiền gửi và cho vay, bên cạnh thu nhập từ chênh lệch biến động tỷ giá.

Hình 4: Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

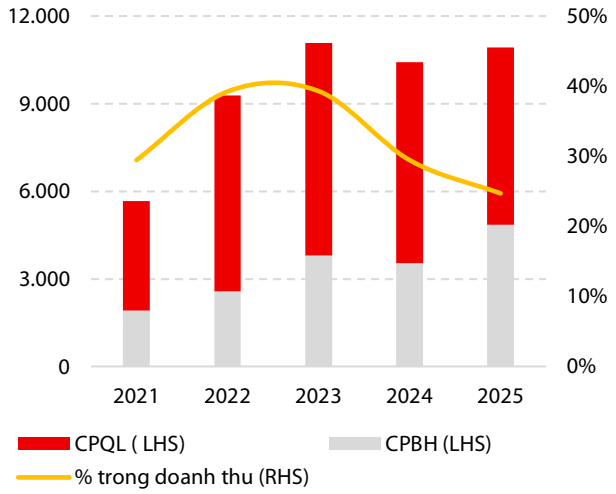
Hình 5: Thu nhập tài chính ròng (Tỷ đồng)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

- **Khoản hoàn nhập dự phòng từ thị trường Myanmar được ghi nhận:** Chi phí BH&QLDN Q4/25 đạt 10.915 tỷ đồng (giảm 26,3% svck mặc doanh thu tăng trưởng hơn 20%), các khoản mục con trong chi phí đều tăng mạnh, đặc biệt là nguyên vật liệu (xây lắp trạm, v.v), khấu hao và nhân công (Bảng 1). Tuy nhiên, điểm tích cực đóng góp làm giảm chi phí đến từ việc Mytel (CTLK tại Myanmar) tăng cường trả cho các khoản nợ quá hạn với khoản hoàn nhập 626 tỷ đồng nợ phải thu khó đòi trong Q4. Lũy kế cả năm khoản mục phải thu khó đòi giảm 51% svck (Bảng 1), qua đó góp phần làm giảm chi phí BH&QLDN, tỷ trọng chi phí trên doanh thu 24,7% (-4,7 pps yoy).
- **Mặt khác, lãi ròng từ thu nhập khác cải thiện gấp 3 lần svck** trong Q4 do thu nhập từ các khoản biếu/ tặng/ viện trợ tăng gấp 3,6 lần svck trong khi chi phí khác không phát sinh thêm.

Hình 6: Chi phí BH&QLDN (Tỷ đồng)



Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Cấu phần chi phí BH&QLDN của VGI

(Tỷ VND)	4Q2025	+/-(yoy)		2025	+/-(yoy)	
Nguyên, vật liệu	140	177%	Δ	398	67%	Δ
Nhân công	543	30%	Δ	1.731	29%	Δ
Khấu hao TSCĐ	92	77%	Δ	269	50%	Δ
Dự phòng PTKD	-626	n/a		1.701	-51%	
Thuế phí, lệ phí	200	22%	Δ	677	41%	Δ
Quỹ VT *(*)*	19	1%	Δ	165	33%	Δ
Dịch vụ mua ngoài	1.455	38%	Δ	4.895	29%	Δ
Khác	341	11%	Δ	1.079	41%	Δ

(*) Quỹ viễn thông công ích

Bảng 2: Kết quả kinh doanh Q4 và 2025 của VGI

Đvt: Tỷ đồng	4Q2025	+/-(qoq)	+/-(yoy)	2025	+/-(yoy)	% kế hoạch @VGI	% dự phóng @VDSC
Doanh thu thuần*	**12.306**	**5,9%**	**27,6%**	**44.188**	**24,9%**	**114,3%**	**104,3%**
Châu Phi	6.394	4,1%	28,2%	22.859	30,8%		
Mỹ La Tinh	1.578	3,8%	33,2%	5.736	33,2%		
Đông Nam Á	4.800	4,4%	20,5%	17.860	14,2%		
Lợi nhuận gộp	**6.110**	**1,2%**	**22,7%**	**22.652**	**26,5%**		
Biên lợi nhuận gộp	*49,6%*	*-2,3%*	*-2,0%*	*51,3%*	*0,6%*		
Chi phí BH&QLDN	2.162	-26,3%	-26,3%	10.915	4,8%		
Tỷ trọng trên doanh thu	*17,6%*	*-7,7%*	*-12,8%*	*24,7%*	*-4,7%*		
Thu nhập tài chính ròng	**171**	**-90,4%**	**-94,3%**	**2.103**	**-14,7%**		
Tiền gửi, tiền cho vay	931	149,2%	163,5%	1.984	83,5%		
Chênh lệch tỷ giá đã thực hiện	-738	-151,8%	-127,6%	172	-87,8%		
Thu nhập tài chính ròng khác	-23	19,1%	-36,1%	-54	73,2%		
Thu nhập khác, ròng	489	101,7%	326,7%	852	182,0%		
LNTT	**4.666**	**-11,4%**	**0,8%**	**15.198**	**42,5%**	**200,0%**	**109,8%**
Thuế TNDN	820,3	-26,0%	-12,2%	3.926			
LNST*	**3.846**	**-7,6%**	**4,1%**	**11.273**	**57,2%**		
Châu Phi	1.512	-33,9%	-34,3%	4.045	60,9%		
Mỹ La Tinh	344	-21,8%	1,5%	1.557	24,0%		
Đông Nam Á	3.541	30,0%	79,7%	9.634	101,5%		
Biên LNST	***31,2%***	***-4,5%***	***-7,1%***	***25,5%***	***5,2%***		
Châu Phi	*23,7%*	*-13,6%*	*-22,5%*	*17,7%*	*3,3%*		
Mỹ La Tinh	*21,8%*	*-7,1%*	*-6,8%*	*27,1%*	*-2,0%*		
Đông Nam Á	*73,8%*	*14,5%*	*24,3%*	*53,9%*	*23,4%*		
Lợi ích CĐTS	*478*	-10,5%	25,2%	*1.949*	26,0%		
LNST-CTM	**3.367**	**-7,1%**	**1,6%**	**9.324**	**65,7%**	**n/a**	**130,8%**
Biên LNST-CTM	*27,4%*	*-3,8%*	*-7,0%*	*21,1%*	*5,2%*		

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt – (*) Đã loại trừ doanh thu và lợi nhuận giữa các bộ phận (khu vực)

Triển vọng của VGI trong Q1 và 2026: Duy trì đà tăng trưởng cao nhờ đóng góp ổn định của các công ty thị trường

Bảng 3: Dự phóng Q1/2026

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2026F	+/-QoQ	+/-YoY	
Doanh thu thuần	**13.022**	**5,8%**	**34,9%**	
Châu Phi	6.857	7,2%	39,6%	• Dẫn đầu trong đóng góp tăng trưởng doanh thu quý đến từ thị trường Châu Phi và Haiti với kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng hơn 30%, khi thị phần thuê bao sẽ mở rộng tại các nước Châu Phi (Mozambique, Burundi, dịch vụ số tại Tanzania) với ARPU duy trì ở mức cao (20-40 USD/ người/năm) so với trung bình (10-20 USD/ người/năm) tại Đông Nam Á.
Mỹ Latin	1.709	8,3%	38,3%	
Đông Nam Á	4.949	3,1%	26,3%	
Loại trừ	-494	5,8%	20,5%	
Lợi nhuận gộp	6.725	10,1%	35,5%	
Biên lợi nhuận gộp	*51,6%*	*2,0%*	*0,2%*	• *Biên lợi gộp kỳ vọng đạt mức nền cao do đóng góp ổn định của các cty thị trường trong cơ cấu doanh thu (không thay đổi nhiều svck) và biên lợi nhuận ước tính duy trì 55-65% cho thị trường Đông Nam Á, 35-45% cho thị trường Châu Phi và 45-50% cho Haiti.*
Thu nhập tài chính ròng	-1.635	-1057,9%	34,9%	• Biến động về tỷ giá tại các nước đóng góp tích cực như Châu Phi và Haiti sẽ tác động mạnh đến LNST trong quý. Theo đó, với diễn biến tỷ giá kém thuận lợi trong Q1, chúng tôi ước tính doanh nghiệp sẽ ghi nhận khoản lỗ tỷ giá ròng ~1.400 - 1.600 tỷ đồng (thay vì lãi tỷ giá như 3 quý liền kề).
Chi phí BH&QLDN	2.923	35,2%	6,1%	• Chi phí hoạt động tăng phản ánh theo xu hướng tăng trưởng của doanh thu, chủ yếu nằm ở chi phí nhân công, chi dịch vụ mua ngoài nhằm phục vụ cho hoạt động khai thác thêm thuê bao mới và tăng cường khai thác các dịch vụ trên thuê bao hiện hữu.
Tỷ trong trên doanh thu	*22,4%*	*4,9%*	*-6,1%*	• *Tỷ trọng chi phí tăng so với cùng quý do khoản hoàn nhập đáng kể (600 tỷ đồng từ Mytel trong Q4/25).* *(*) Lưu ý: Chúng tôi không phản ánh khoản hoàn nhập nợ phải thu khó đòi kỳ vọng của Viettel Global với công ty thị trường Mytel trong dự báo do không có thông tin cụ thể về kế hoạch thu hồi, được xem là yếu tố rủi ro tăng giá.*
LNTT	2.652	-43,2%	102,4%	
Thuế TNDN	466	-43,2%	-48,3%	
Lợi ích CĐTS	328	-31,5%	-25,6%	
LNST-CTM	**1.900**	**-43,6%**	**n/a***	• Dù chịu áp lực từ yếu tố tỷ giá, chúng tôi kỳ vọng LNST-CTM Q1/2026 tăng trưởng svck, chủ yếu nhờ: (1) nền lợi nhuận thấp của cùng kỳ (2) tăng trưởng doanh thu cao từ các thị trường, (3) biên lợi nhuận gộp được duy trì ổn định.
Biên LNST-CTM	*14,6%*	*-12,8%*	*14,9%*	

Nguồn: CTCK Rồng Việt - (*) Trong Q1/2025, lỗ tỷ giá ròng 1.500 tỷ đồng khiến LNST-CTM -32 tỷ đồng, nếu bỏ qua khoản mục thu nhập tài chính ròng (chủ yếu đóng góp của lãi/lỗ tỷ giá) thì lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính của VGI trong Q4/25 vẫn đạt khoảng 1.180 tỷ đồng.

Định giá

VGI ở trong pha tăng trưởng tốt và bền vững khi hầu hết 7/9 thị trường đã hoàn vốn và doanh nghiệp tập trung đẩy mạnh các hoạt động mở rộng khai thác dịch vụ. KQKD năm 2025 của doanh nghiệp tích cực vượt qua kỳ vọng doanh thu và LNTT của chúng tôi lần lượt là 4% và 10%, tương ứng với đạt 114% kế hoạch doanh thu và 200% LNTT.

Cho năm tài chính 2026F và 2027F, chúng tôi điều chỉnh kỳ vọng tăng trưởng doanh thu đạt lần lượt 16% và 14% yoy (tăng thêm 6-7 pps so với dự phóng gần nhất), biên lợi nhuận gộp không đổi (51-52%), chủ yếu điều chỉnh về kỳ vọng thị phần thuê bao tăng nhanh hơn và APRU được duy trì/ cải thiện tại các thị trường đại dương xanh (Haiti, Châu Phi) nhờ dịch vụ số tăng trưởng tốt (ngoài viễn thông truyền thống), mặt khác, lợi thuế về quy mô giúp tối ưu chi phí hoạt động khi các thị trường đều trong pha tăng trưởng ổn định. Do đó, LNST-CTM năm 2026F dự phóng tăng 13,5% YoY (tương ứng tăng thêm 24% so với dự phóng cũ), biên LNST-CTM kỳ vọng tiếp đà cải thiện +3pps so với dự phóng cũ (đạt 20-21%).

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm (DCF) với chỉ số định giá không đổi, chúng tôi cung cấp thông tin định giá dài hạn với cổ phiếu VGI: Do KQKD của doanh nghiệp tốt hơn kỳ vọng năm 2025 và có điều chỉnh về mặt dự phóng dựa trên đà cải thiện tốt của doanh nghiệp như trên cho năm 2026, chúng tôi **nâng 21% giá mục tiêu**, giá mục tiêu mới là **99.000 đồng/cổ phiếu**. So với giá đóng cửa tại ngày 09/04/2026, giá cổ phiếu đã điều chỉnh giảm 34% từ đỉnh trong hơn 2 tháng trở lại, kết hợp với cổ tức tiền mặt 1 năm tới kỳ vọng là 3.300 đồng/cổ phiếu, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Tích Lũy** đối với VGI **(tỷ suất sinh lời kỳ vọng 11%).**

Bảng 4: Tóm tắt định giá VGI bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm, WACC: 13,1%, Exit EV/EBITDA 11,0x)	100%	99.000
Tổng giá trị cổ phiếu VGI (VND/cổ phiếu)	**100%**	**99.000**
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (VND/cổ phiếu)		*3.300*
P/E forward 2026F		*26,5*

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Bảng độ nhạy cho giá trị VCSH của VGI trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

		Exit EV/EBITDA				
		9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	13,0x
WACC	11,1%	93.541	99.607	105.673	111.739	117.805
	12,1%	90.654	96.467	102.280	108.094	113.907
	13,1%	87.904	93.478	**99.051**	104.624	110.197
	14,1%	85.285	90.630	95.975	101.320	106.665
	15,1%	82.789	87.917	93.045	98.173	103.301

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q4/2025

(Tỷ đồng)	Q4/2025	Q3/2025	+/-(qoq)	Q4/2024	+/-(yoy)
Doanh thu	12.306	11.622	5,9%	9.644	27,6%
Lợi nhuận gộp	6.110	6.037	1,2%	4.979	22,7%
Chi phí bán hàng và quản lý	2.162	2.933	-26,3%	3.528	-38,7%
Thu nhập HĐKD	4.177	5.026	-16,9%	4.515	-7,5%
EBITDA	5.003	4.810	4,0%	3.560	40,5%
EBIT	3.947	3.105	27,1%	1.451	172,1%
Chi phí tài chính	-491	457	-207,3%	809	-160,7%
- Chi phí lãi vay	-42	-107	-61,3%	-37	11,2%
Khấu hao	1.367	912	50,0%	910	50,3%
Lợi nhuận trước thuế	4.666	5.268	-11,4%	4.629	0,8%
Lợi nhuận sau thuế	3.846	4.160	-7,6%	3.696	4,1%
LNST-CTM	3.367	3.626	-7,1%	3.314	1,6%

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q4/2025

Chỉ tiêu	Q4/2025	Q3/2025	+/-(qoq)	Q4/2024	+/-(yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	49,6%	51,9%	-2,3%	51,6%	-2,0%
EBITDA/Doanh thu	40,7%	41,4%	-0,7%	36,9%	3,7%
EBIT/Doanh thu	28,4%	31,6%	-3,1%	23,8%	4,6%
TS lợi nhuận ròng	27,4%	31,2%	-3,8%	34,4%	-7,0%
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Vòng quay hàng tồn kho	1,3	1,6	-0,2	1,5	-0,2
- Vòng quay khoản phải thu	2,1	2,0	0,1	1,5	0,6
- Vòng quay khoản phải trả	0,9	1,0	-0,1	1,2	-0,3
Đòn bẩy (x)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0

Nguồn: VGI, CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng

KQ HĐKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**35.368**	**44.188**	**51.052**	**58.029**
Giá vốn	21.536	24.789	28.139	32.098
Lãi gộp	**13.832**	**19.399**	**22.913**	**25.931**
Chi phí bán hàng	3.533	4.848	5.357	6.010
Chi phí quản lý	7.298	6.883	6.067	6.786
Thu nhập từ HĐTC	4.246	3.884	4.524	5.142
Chi phí tài chính	1.779	1.781	1.943	1.958
Lợi nhuận khác				
Lợi nhuận trước thuế	**10.667**	**15.198**	**17.190**	**20.122**
Thuế TNDN	3.494	3.926	4.440	5.197
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.547	1.949	2.206	3.275
LNST-CTM	**5.626**	**9.324**	**10.543**	**11.650**
EBIT	7.489	11.737	14.120	16.399
EBITDA	10.664	15.583	18.847	21.815

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	25,4%	24,9%	15,5%	13,7%
Lợi nhuận HĐKD	21,2%	26,6%	27,7%	28,3%
EBITDA	70,7%	46,1%	20,9%	15,7%
Lợi nhuận sau thuế	803,8%	65,7%	13,1%	10,5%
Tổng tài sản	20,9%	28,4%	1,6%	9,9%
Vốn chủ sở hữu	15,2%	18,6%	1,8%	13,9%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp/Doanh thu	50,6%	51,3%	51,4%	51,5%
EBITDA/Doanh thu	30,2%	35,3%	36,9%	37,6%
EBI/DoanhThu	21,2%	26,6%	27,7%	28,3%
LNST/Doanh thu	15,9%	21,1%	20,7%	20,1%
ROA	8,9%	11,4%	12,7%	12,8%
ROE	16,3%	22,7%	25,3%	24,5%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay kh. phải thu	96,8	60,2	47,7	43,5
Vòng quay HTK	56,5	66,6	76,3	60,3
Vòng quay kh. phải trả	82,4	95,8	109,3	85,1
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	2,2	1,8	1,8	1,8
Nhanh	2,0	1,6	1,6	1,6
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng Nợ / VCSH	7,9%	12,3%	14,0%	12,4%
Vay ngắn hạn/VCSH	5,1%	6,7%	8,6%	8,3%
Nợ dài hạn / VCSH	2,8%	5,5%	5,4%	4,1%

Tỷ đồng

Bảng CĐKT	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	13.376	18.625	18.469	20.993
Đầu tư ngắn hạn	23.487	26.432	23.484	25.533
Khoản phải thu	7.912	6.665	6.665	7.178
Hàng tồn kho	2.794	5.068	5.295	3.995
Tài sản ngắn hạn khác	1.111	1.226	1.568	1.997
Tài sản cố định hữu hình	9.609	12.479	15.233	18.007
Tài sản cố định vô hình	3.354	5.509	5.509	5.776
Đầu tư dài hạn	643	4.359	5.402	6.292
Tài sản dài hạn khác	1.013	1.009	1.009	1.009
Tổng tài sản	**63.439**	**81.474**	**82.750**	**90.914**
Khoản phải trả	3.885	7.420	7.420	5.707
Vay và nợ ngắn hạn	1.748	2.768	3.603	3.946
Vay và nợ dài hạn	975	2.259	2.259	1.939
Quỹ khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-
Quỹ khoa học công nghệ	-	-	-	-
Vay nợ khác	4.033	4.119	5.821	6.617
Tổng nợ	**27.607**	**38.631**	**39.187**	**41.565**
Vốn đầu tư của CSH	30.438	30.438	30.438	30.438
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	2.284	9.152	9.651	15.213
Thu nhập khác	1.872	1.422	1.643	1.868
Quỹ đầu tư và phát triển	-	-	-	-
Tổng vốn	**63.439**	**81.474**	**82.750**	**90.914**
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-

Chỉ số định giá	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (VND/share)	1.848	3.063	3.464	3.827
P/E (x)	65,3	27,5	26,5	24,0
BV (VND/share)	11.366	13.474	13.711	15.612
P/B (x)	10,6	6,3	6,7	5,9
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	700	3.300	2.000	2.000
Tỷ suất cổ tức (%)	0,8%	3,6%	2,2%	2,2%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	99.000	100%	99.000
Giá mục tiêu (VND)			**99.000**

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 10/2025	77.200	TRUNG LẬP	12 tháng
Tháng 12/2025	81,200	MUA	12 tháng
Tháng 04/2026	99.000	TÍCH LŨY	12 tháng

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong môt 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 Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)



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. RongViet 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 cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet 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 RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**