

# CTCP Đầu Tư Quốc Tế Viettel

## VGI VN

### Cổ phiếu tiềm năng về dài hạn

Mirae Asset Vietnam Securities.

Tung Nguyen tung.nd@miraeeasset.com.vn, ext. 258

Hoa Tran hoa.ttn@miraeeasset.com.vn, ext. 153

**Bán**  
(Báo cáo lần đầu)

**TP: VND24,200**  
(-10%)

#### Tiêu điểm đầu tư

##### Đang ở cuối quá trình đầu tư vào hạ tầng viễn thông

- VGI đã gần hoàn tất đầu tư vào hạ tầng viễn thông tại 8/9 thị trường. Thị trường còn lại là Myanmar, nơi vùng phủ sóng của VGI cũng đã đạt 80% dân số.
- VGI hiện tại không có kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh tại thị trường mới.

##### Tiềm năng tăng trưởng đến từ số lượng thuê bao trung bình và nhu cầu sử dụng mobile internet ở mức thấp

- Các thị trường VGI đang đầu tư đều là các nước đang phát triển hoặc kém phát triển. Thu nhập bình quân đầu người thấp và hạ tầng viễn thông kém phát triển, dẫn đến hầu hết nhu cầu của họ giới hạn ở các tính năng cơ bản như nghe và gọi.
- Các thị trường ở Châu phi có số thuê bao trung bình ở mức thấp, chỉ bằng 40%–80% so với trung bình thế giới.
- Kinh doanh viễn thông tại các thị trường trên là một điểm bất lợi của VGI, nhưng ngược lại, điểm thuận lợi đó là các thị trường còn nhiều dư địa để tăng trưởng.

##### Dẫn đầu về thị phần ở hầu hết các thị trường đã đầu tư

- Nhờ chiến lược linh hoạt, thay đổi tùy theo từng thị trường, VGI đã đạt được vị thế dẫn đầu ở hầu hết các thị trường mà VGI đầu tư.

#### Khuyến nghị

##### Còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, nhưng định giá hiện tại không hấp dẫn

- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho VGI với khuyến nghị Bán và giá mục tiêu 24,200VND, thấp hơn 10% so với giá thị trường.
- Mặc dù có triển vọng tích cực về dài hạn, giá cổ phiếu hiện tại không hấp dẫn về định giá.

#### Rủi ro

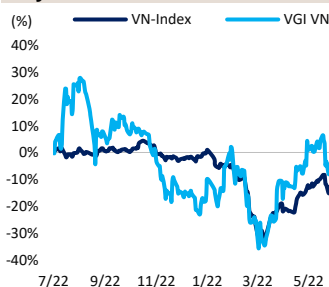
##### Tỷ giá

Các khoản đầu tư và dư nợ của VGI hầu hết bằng USD, trong khi doanh thu lại là ngoại tệ từ các nước VGI đầu tư, rồi ghi nhận vào báo cáo tài chính theo VND.

##### Mở rộng thị trường

Mở rộng thị trường sang một quốc gia mới sẽ làm giảm lợi nhuận trong ngắn và trung hạn, do yêu cầu đầu tư lớn vào hạ tầng viễn thông, cũng như phải chấp nhận lỗ trong giai đoạn đầu vận hành.

#### Key data



#### Share performance

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	0.7	8.6	-2.0
Tương đối	1.5	21.7	10.2

Share price (VND)	28,300	Vốn hóa (tỷ VND)	86,140
Lợi nhuận HKKD (20F, tỷ VND)	2,946	Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	3,044
Lợi nhuận HKKD thị trường	NA	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	100
Tăng trưởng EPS (20F, %)	NA	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0.1
P/E (20F, x)	28	Hệ số Beta (12T)	1.3
P/E thị trường (20F, x)	12.0	Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,300
VN-Index	855	Cao nhất 52 tuần (VND)	39,700

#### Tổng quan kết quả hoạt động

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020F	FY 2021F	FY 2022F
Doanh thu (tỷ VND)	19,023	16,867	17,104	18,470	19,882	21,288
Lợi nhuận HKKD (tỷ VND)	124	1,592	74	2,946	3,371	4,205
Biên LN HKKD (tỷ VND)	0.7%	9.4%	0.4%	15.9%	17.0%	19.8%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	-481	-1,049	-535	3,318	4,747	6,153
EPS (VND)	-148	-348	-210	1,009	1,462	1,888
ROE (%)	-2.6%	-4.3%	-1.9%	10.3%	12.7%	15.1%
P/E (x)	N/A	N/A	N/A	28.5	19.6	15.2
P/B (x)	N/A	1.7	2.6	2.7	2.3	2.1
Lợi suất từ cổ tức (%)	N/A	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	1.7%

Nguồn: Viettel Global JSC, Mirae Asset Vietnam Research

## M U C L U C

<b>Tổng quan công ty</b>	<b>3</b>
<b>Điểm nhấn đầu tư</b>	<b>5</b>
1. Đang ở cuối quá trình đầu tư vào hạ tầng viễn thông	5
2. Tiềm năng tăng trưởng cao đến từ tỉ lệ thuê bao và mức độ sử dụng mobile internet thấp	6
3. Dẫn đầu về thị phần ở hầu hết các thị trường	8
4. Tình hình tài chính có nhiều cải thiện	8
<b>Rủi ro</b>	<b>10</b>
1. Tỷ giá	10
2. Mở rộng thị trường	10
3. Các quy định và chính sách thuế	10
<b>Định giá</b>	<b>11</b>
1. Định giá	11
2. Khuyến nghị	11

## Tổng quan công ty

CTCP Đầu Tư Quốc Tế Viettel được thành lập năm 2007 bởi Tập đoàn Viettel. VGI hoạt động kinh doanh chính trong ngành đầu tư và phát triển mạng viễn thông tại các thị trường nước ngoài. VGI hiện đang vận hành chín mạng viễn thông tại Đông Nam Á (Campuchia, Lào, Đông Timor, và Myanmar, Châu Phi (Mozambique, Cameroon, Burundi, và Tanzania), và Mỹ Latinh (Haiti).

Đến cuối năm 2019, VGI đã đạt 51 triệu thuê bao và quy mô thị trường 200 triệu dân, nằm trong top 30 công ty viễn thông lớn nhất thế giới dựa trên số lượng thuê bao.

**Bảng 1. Tổng quan các thị trường mà VGI đã đầu tư**

Tổng quan									
Khu vực	Đông Nam Á				Mỹ Latin	Châu Phi			
Quốc gia	Cambodia	Lao	Timor-Leste	Myanmar	Haiti	Mozambique	Cameroon	Burundi	Tanzania
Thương hiệu viễn thông	Metfone	Unitel	Telemor	Mytel	Natcom	Movitel	Nexxtel	Lumitel	Halotel
VGI sở hữu	90%	49%	100%	49%	60%	70%	70%	85%	100%
Năm thành lập	2009	2009	2013	2018	2011	2012	2014	2015	2015
Thị phần (2019)	41%	56%	53%	21%	38%	38%	30%	55%	13%
Các chỉ số chính về kinh tế									
Dân số (triệu, 2019)	16.5	6.7	1.3	54.1	11.3	28.6	24.4	11.5	55.9
GDP (Tỷ USD, 2019)	23.8	20.2	3.2	77.0	10.0	15.2	38.0	3.2	59.0
GDP bình quân đầu người (USD, 2018)	1,510	2,543	1,237	1,326	868	499	1,534	272	1,061
Tăng trưởng GDP (% , 2019)	7.5	4.7	3.1	6.8	1.5	3.4	4.1	3.3	5.4
Lạm phát (% , 2019)	3.07	6.24	0.30	9.45	19.50	3.50	2.40	4.90	3.80
Tỉ lệ đô thị hóa (% , 2018)	23.4	35	30.6	30.6	55.3	36	56.4	13	33.8
Thị trường viễn thông, 2018									
Di động									
Số thuê bao (Nghìn)	19,417	3,662	1,468	61,144	6,399	14,074	18,456	6,318	43,497
Tỉ lệ sử dụng (%)	119.5	51.9	115.8	113.8	57.5	47.7	73.2	56.5	77.2
CAGR 2015-2018	-2.3	-0.6	2.2	14.3	-4.3	-11.3	0.5	8.1	3.1
Cố định									
Số thuê bao (Nghìn)	88	1,482	2	521	6	63	902	25	124
Tỉ lệ sử dụng (%)	0.5	21	0.2	1	0.1	0.2	3.6	0.2	0.2
CAGR 2015-2018	-29.9	15.5	-6.7	0.4	1.3	-11	-4.9	4.4	-4.5
Internet cố định, băng thông rộng									
Số thuê bao (Nghìn)	166	45	1	129	31	70	18	4	861
Tỉ lệ sử dụng (%)	1.0	0.6	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0	1.5
CAGR 2015-2018	25.8	54.5	-16.3	57.7	184.7	18.1	-4.2	2.6	101.0

Nguồn: Viettel Global JSC, World Bank, Tradingeconomics

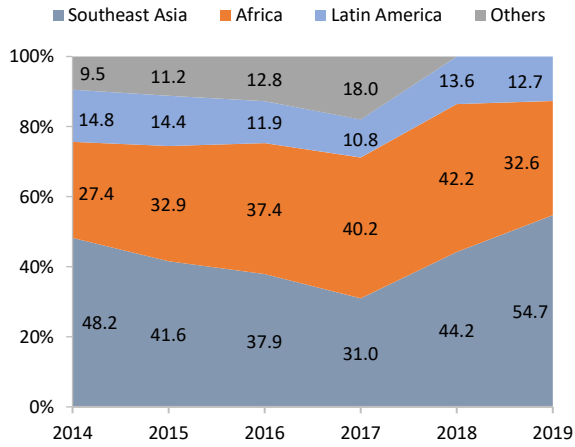
**Bảng 2. Cấu trúc cổ đông**

Cổ đông	Số lượng cổ phiếu	%
<b>Trong nước</b>	3,041,126,912	99.912
Tập đoàn Viettel	3,014,205,300	99.027
Khác	26,921,612	0.885
<b>Nước ngoài</b>	2,684,288	0.088
<b>Tổng</b>	3,043,811,200	100

Nguồn: Viettel Global JSC

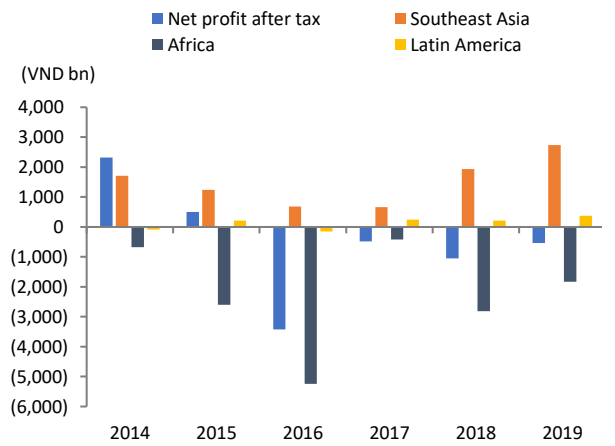
August 17, 2020

Hình 1. Cơ cấu doanh thu theo khu vực



Nguồn: Viettel Global JSC

Hình 2. Lợi nhuận sau thuế theo khu vực



## Điểm nhấn đầu tư

### 1. Đang ở cuối quá trình đầu tư vào hạ tầng viễn thông

Ngành viễn thông có đặc điểm chung là phải đầu tư lớn vào hạ tầng ngay từ giai đoạn đầu, sau đó mất 3–5 năm để bắt đầu có lãi, và để hoàn vốn sẽ mất 5–13 năm từ khi đầu tư. VGI đã hoàn vốn tại 3 thị trường (chiếm 28% tổng số thuê bao), kinh doanh có lãi tại 4 thị trường (chiếm 35.8% tổng số thuê bao). Hai thị trường còn lại vẫn đang lỗ là Tanzania và Myanmar (chiếm 36.2% tổng số thuê bao), do VGI mới đầu tư từ năm 2015 và 2018. Hiện tại, doanh thu từ hai thị trường trên đã đủ bù chi phí hoạt động và lãi vay.

**Bảng 3. Ước tính thời gian hoàn vốn của các công ty con**

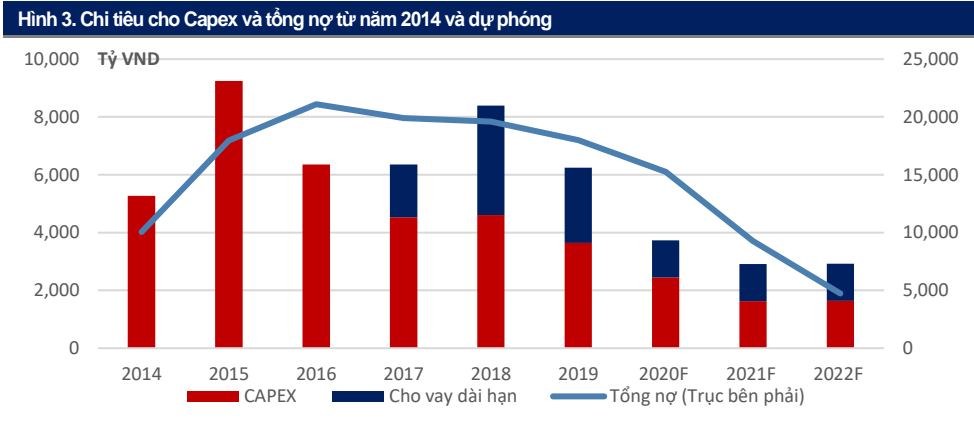
Quốc gia	Công ty con	Năm thành lập	Ước tính thời gian hoàn vốn
<b>Cambodia</b>	Metfone	2009	5–6 năm
<b>Laos</b>	Unitel	2009	5–6 năm
<b>Haiti</b>	Natcom	2011	8–10 năm
<b>Mozambique</b>	Movitel	2012	12–13 năm
<b>Timor-Leste</b>	Telemor	2013	5–6 năm
<b>Cameroon</b>	Nexttel	2014	12–13 năm
<b>Burundi</b>	Lumitel	2015	12–13 năm
<b>Tanzania</b>	Halotel	2015	12–13 năm
<b>Myanmar</b>	Mytel	2018	5–6 năm

Nguồn: Viettel Global JSC

\*Màu xanh: Các thị trường đã hoàn vốn /\*\*Màu đỏ: Các thị trường vẫn đang lỗ

VGI đã gần hoàn tất đầu tư vào hạ tầng viễn thông tại 8/9 thị trường. Thị trường còn lại là Myanmar, nơi vùng phủ sóng của VGI cũng đã đạt 80% dân số, ngoài ra công ty cũng đang dẫn đầu trong xây dựng hạ tầng viễn thông.

Hiện tại, VGI không có kế hoạch mở rộng thị trường sang quốc gia mới. Đây sẽ là chất xúc tác chính cho sự chuyển mình trong hoạt động kinh doanh của VGI, nhờ việc: 1) Giảm nhu cầu vốn cho đầu tư hạ tầng viễn thông; 2) Không phát sinh thêm các khoản lỗ trong giai đoạn đầu vận hành từ các thị trường mới; 3) Thị trường Tanzania và Myanmar đang tiến dần về điểm hòa vốn; Và 4) Hệ quả của những điều trên là VGI sẽ có dòng tiền tự do để trả bớt đáng kể dư nợ.



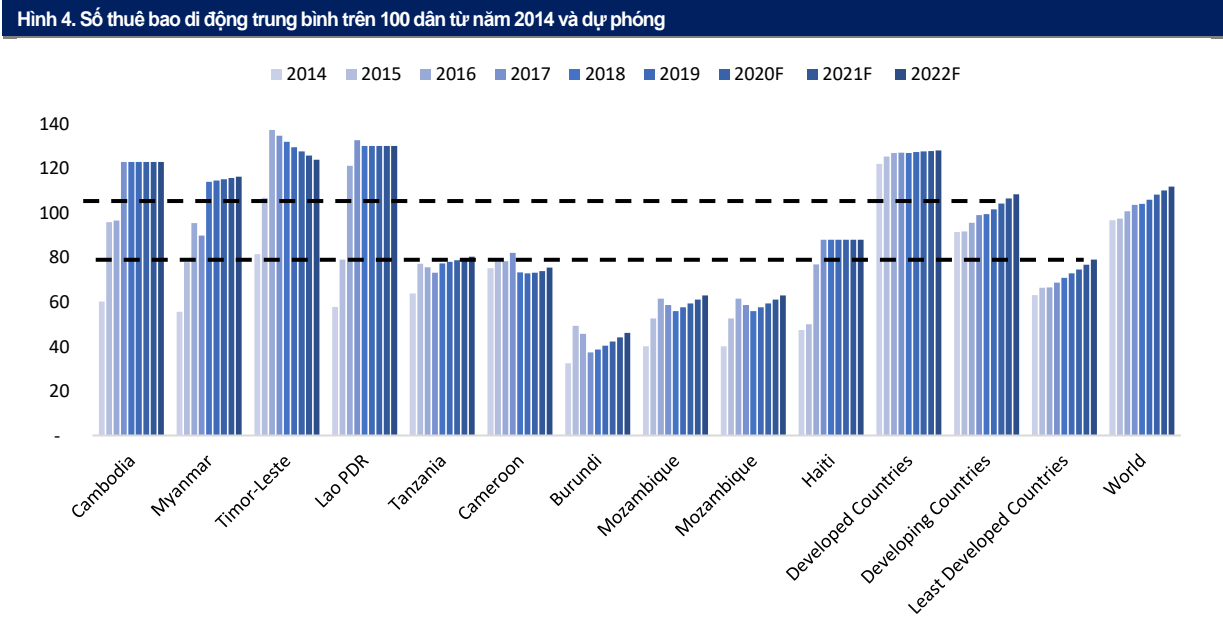
Nguồn: Viettel Global JSC, World Bank, Mirae Asset VN Research

\*\*\*Từ năm 2017, VGI tài trợ vốn cho các công ty con dưới cả hai hình thức tăng vốn và cho vay. Với hình thức cho vay, giúp việc chuyển lợi nhuận về Việt Nam dễ dàng hơn với chi phí thấp hơn. Do đó, phần biến động trong cho vay dài hạn trong Hình 3 đại diện cho nhu cầu vốn đầu tư của các công ty liên doanh/liên kết.

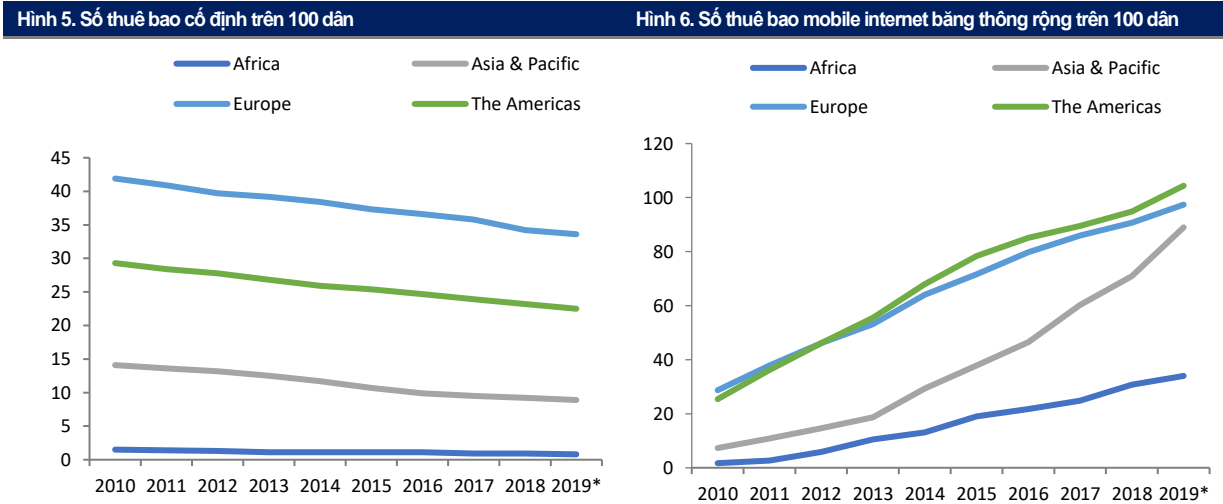
**2. Tiềm năng tăng trưởng cao đến từ tỉ lệ thuê bao và mức độ sử dụng mobile internet thấp**

Tất cả thị trường ở khu vực Châu Phi của VGI đều có số thuê bao trung bình trên 100 dân cũng như doanh thu trung bình trên mỗi thuê bao thấp. Điều này tạo ra dự địa tăng trưởng trong các năm tới, khi tỉ lệ sử dụng các dịch vụ viễn thông tiến về mức trung bình của thế giới, hoặc tối thiểu là đạt mức trung bình của các nước kém phát triển (Hình 4).

Các thị trường ở khu vực Đông Nam Á và Mỹ Latinh (Haiti) đã có bước tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2013–2018, khi số thuê bao trung bình trên 100 dân đạt trên 100 thuê bao, cao hơn mức trung bình của thế giới và đạt mức trung bình của các nước phát triển. Sau giai đoạn trên, số lượng thuê bao đã bão hòa, và chúng tôi kỳ vọng sẽ không có sự tăng trưởng trong 3 năm tới.



Nguồn: ITU

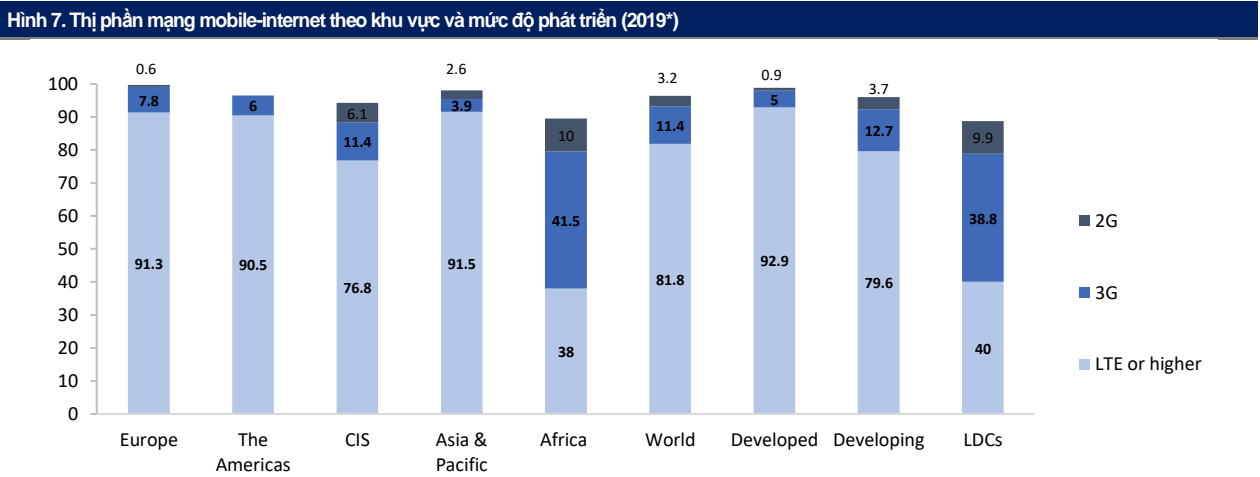


Nguồn: ITU

Cả 9 thị trường VGI đang đầu tư đều là các nước đang phát triển hoặc kém phát triển. Do thu nhập bình quân đầu người thấp và hạ tầng viễn thông còn kém phát triển, hầu hết nhu cầu vẫn giới hạn ở các tính năng cơ bản như nghe gọi, nhắn tin, đặc biệt là các nước Châu Phi. Việc kinh doanh tại những thị trường này mặc dù có nhiều bất lợi, tuy nhiên cũng tạo ra nhiều dư địa tăng trưởng.

Dựa trên xu hướng sử dụng các ứng dụng OTT (Over the Top, ví dụ Facebook, Viber, Youtube, etc.) đang diễn ra trên khắp thế giới, chúng tôi tin xu hướng tăng trưởng nhu cầu sử dụng mobile-internet băng thông rộng là bền vững. Sắp tới, với sự xuất hiện của công nghệ 5G, những công nghệ thấp hơn như 3G, 4G sẽ trở nên rẻ hơn, dễ dàng tiếp cận hơn với người dân ở các nước đang và kém phát triển.

Ở thị trường Đông Nam Á, nơi công nghệ 4G đang đóng vai trò chủ đạo trên thị trường mobile-internet thì VGI cũng đang dẫn đầu trong việc thử nghiệm và triển khai 5G. Công ty đã thử nghiệm thành công 5G tại Campuchia (tháng 5/2019), Myanmar (tháng 8/2019), và Lào (tháng 10/2019).



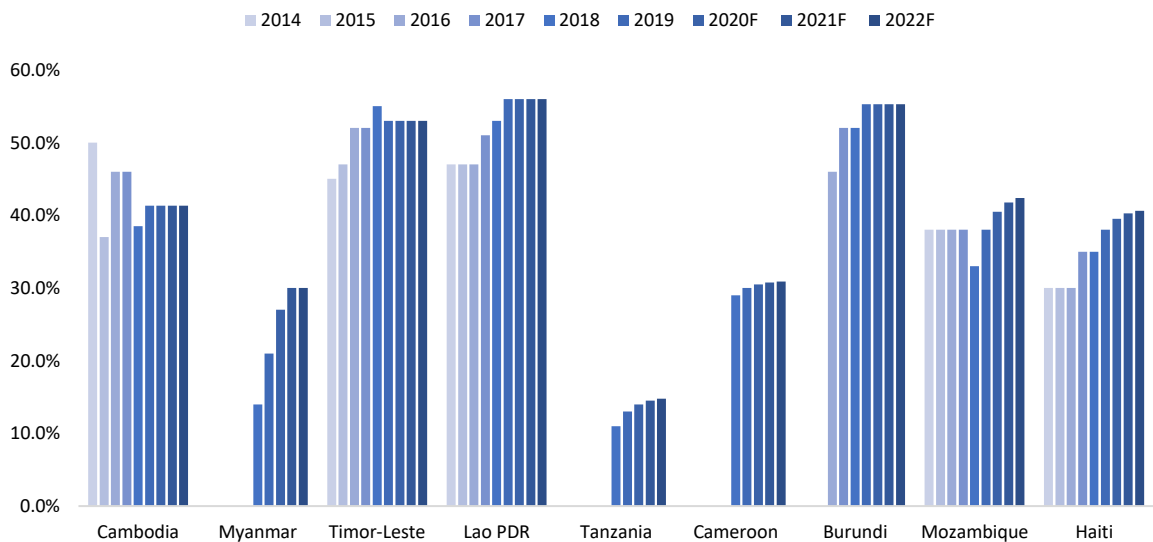
Nguồn: ITU. Note: \* ITU estimates

### 3. Dẫn đầu về thị phần ở hầu hết các thị trường

Nhờ chiến lược linh hoạt, VGI đã đạt được vị thế dẫn đầu ở 4 trong số 9 thị trường đã đầu tư: Campuchia (41.3%), Lào (56%), Đông Timor (53%), và Burundi (55.3%). Tại Haiti và Mozambique VGI đứng thứ 2 với 38% thị phần. (Hình 8)

VGI đạt được vị thế dẫn đầu tại hầu hết các thị trường nhờ làm chủ được các công nghệ nền tảng trong ngành viễn thông, chi phí xây dựng hạ tầng viễn thông thấp, và chiến lược lựa chọn những thị trường ít cạnh tranh.

Hình 8. Thị phần của VGI giai đoạn 2014–2019 và dự phóng



Nguồn: VGI, Mirae Asset VN Research

Myanmar sẽ là phép thử cho khả năng cạnh tranh của VGI, vì đây là thị trường lớn nhất và hấp dẫn nhất trong số 9 thị trường VGI đầu tư, với quy mô thị trường đạt 54 triệu dân. Tính đến cuối năm 2019, chỉ sau hơn 1 năm hoạt động tại Myanmar, thị phần của VGI đứng thứ 3, đạt 21% và vượt trội hầu hết các đối thủ về cơ sở hạ tầng.

Bảng 4. Mytel có thông số về chất lượng dịch vụ mobile internet vượt trội so với các đối thủ

Metrics	MPT	Ooredoo	Telenor	Mytel
Xem video (0–100 points)	63.9	66.1	62.6	70.6
Ứng dụng trò chuyện (0–100 points)	75.7	79.3	80.1	80.7
Chơi game (0–100 points)	45.9	64.2	65.1	63.7
Tốc độ download (Mbps)	16.7	17.3	13.8	20.8
Tốc độ upload (Mbps)	7.1	8	7.8	8.5
Thời gian khả dụng 4G (% of time)	88.8	89.1	89.9	96.1
Độ phủ sóng 4G (0–10 points)	3.1	2.8	3.2	3.8

Nguồn: Opensignal

### 4. Tình hình tài chính có nhiều cải thiện

Trong giai đoạn 2012–2015, VGI tập trung mở rộng hoạt động kinh doanh tại thị trường Châu Phi, Hầu hết các thị trường này còn sơ khai và kém hấp dẫn, với thời gian hoàn vốn lên tới 12–13 năm. Điều này dẫn tới dư nợ và chi phí đầu tư tăng mạnh, kéo theo khoản lỗ tương đối lớn trong giai đoạn đầu hoạt động, khiến kết quả kinh doanh của công ty rơi xuống mức thấp kỷ lục năm 2016.

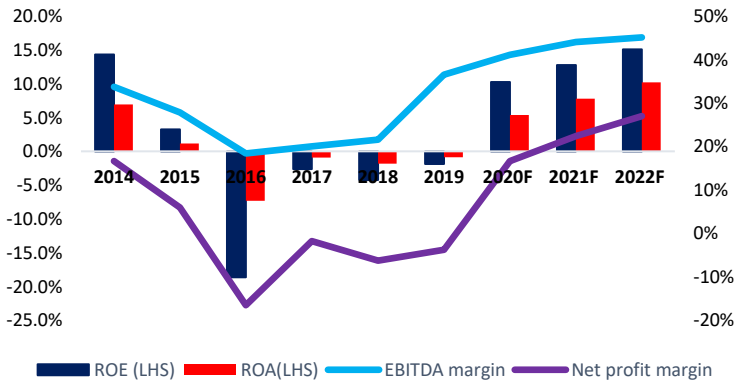
Từ năm 2017, VGI bắt đầu hồi phục nhưng lại chịu áp lực mới từ việc mở rộng thị trường sang Myanmar trong năm 2018. Từ năm 2019, sự hồi phục trở nên bền vững hơn nhờ: 1) thị trường



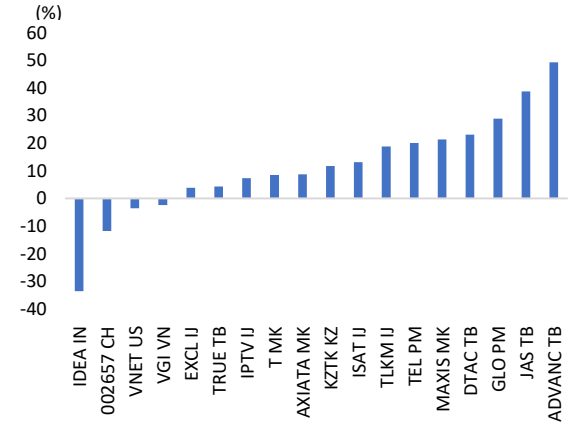
August 17, 2020

Châu Phi giảm lỗ, 3 trong số 4 quốc gia đã bắt đầu có lãi; 2) thị trường Đông Nam Á tiếp tục đà tăng trưởng, riêng tại thị trường Myanmar, doanh thu đã đủ bù đắp chi phí hoạt động và lãi vay.

Hình 9. ROE and profit margin bottomed out since 2016



Hình 10. ROE comparison: VGI vs. peers (FY19)



Nguồn: Viettel Gobl JSC, Bloomberg

Tính đến cuối năm 2019, tỉ lệ nợ/tài sản của VGI đã giảm về 0.3x, từ mức 0.5x năm 2016. Dòng tiền hoạt động (Hình 13) và biên EBITDA đã có sự cải thiện mạnh mẽ (Hình 9), khi dòng tiền hoạt động tăng 18.4% YoY và biên EBITDA tăng từ 22% lên 37%.

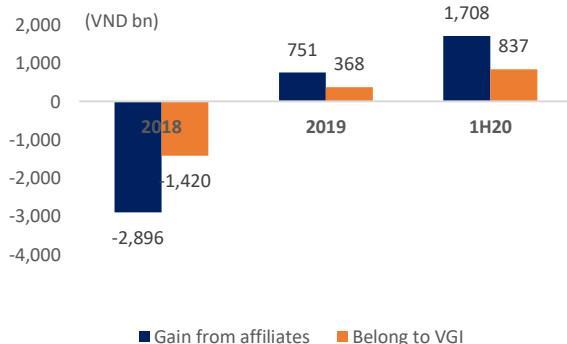
Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế và biên lợi nhuận ròng vẫn âm, do sự cố bất thường từ công ty con tại Cameroon. VGI đã không thể thu thập đủ dữ liệu tháng 11, 12 từ công ty con tại Cameroon để làm báo cáo hợp nhất cho năm 2019. Do đó VGI đã hạch toán công ty con tại Cameroon dưới dạng công ty liên kết, dẫn đến việc VGI phải trích lập dự phòng 2,557 tỷ đồng cho khoản phải thu từ công ty liên kết tại Cameroon.

Bảng 5. Các tỉ lệ về mức độ vay nợ và khả năng thanh toán

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Tổng nợ/VCSH	0.6	1.2	1.1	1.1	0.8	0.6	0.5	0.2	0.1
Tổng nợ/Tổng các nguồn vốn	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
Khả năng thanh toán lãi vay	10.2	3.9	0.3	0.8	0.2	3.1	5.1	10.6	25.3

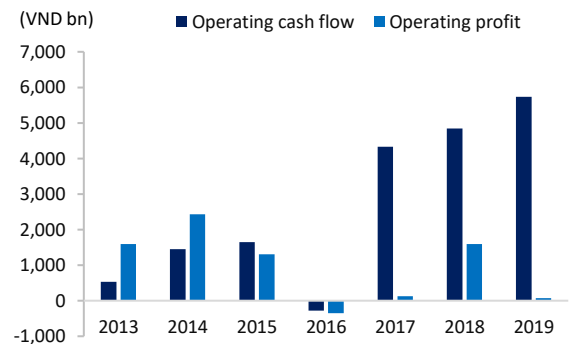
Nguồn: Viettel Gobl JSC, Mirae Asset VN Research

Hình 12. Tình hình kinh doanh tại các công ty liên kết



Nguồn: Viettel Gobl JSC

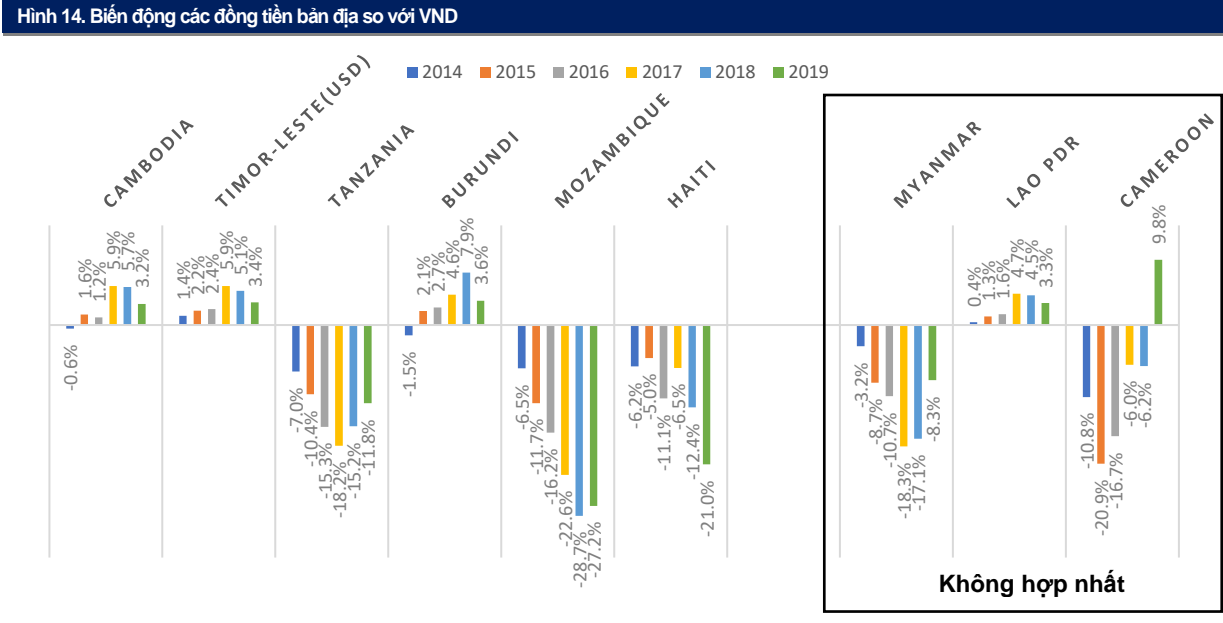
Hình 13. Dòng tiền hoạt động dương trong 3 năm gần đây



# Rủ ro

## 1. Tỷ giá

VGI vay nợ chủ yếu bằng đồng USD để tài trợ cho hoạt động đầu tư, trong khi doanh thu đến từ đồng tiền nội tệ của các nuwocs bản địa, và hạch toán trên báo cáo tài chính bằng Viet Nam đồng. Điều này khiến việc dự báo lợi nhuận trở nên khó khăn do các biến động về tỷ giá.



Nguồn: Bloomberg

\*Biến động dương nghĩa là tăng giá so với VND, và ngược lại

Hình 14 thể hiện đồng USD (Đông Timor sử dụng USD làm đồng tiền chính) tăng dần theo các năm và gây lỗ tỷ giá. Năm trong số chín thị trường có đồng tiền giảm mạnh trong 5 năm gần đây: Tanzania, Mozambique, Haiti, Myanmar, và Cameroon.

## 2. Mở rộng thị trường

Việc mở rộng hoạt động kinh doanh sang thị trường mới có thể làm giảm lợi nhuận kinh doanh trong ngắn và trung hạn do nhu cầu vốn lớn cho giai đoạn đầu tư hạ tầng ban đầu, và lỗ trong giai đoạn đầu vận hành.

Nếu có kế hoạch mở rộng thị trường, mục tiêu của VGI có thể sẽ là Indonesia hoặc Philippines. Cả hai thị trường trên đều rất tiềm năng, nhờ quy mô thị trường lớn và thu nhập bình quân đầu người cao hơn các nước VGI đang đầu tư. Đi kèm với tiềm năng là nhu cầu vốn ban đầu sẽ rất lớn, khoản lỗ giai đoạn đầu vận hành cũng lớn, và mức độ cạnh tranh cũng cao hơn hẳn do đây là các thị trường lớn, và đã qua giai đoạn sơ khai.

## 3. Các quy định và chính sách thuế

Do đầu tư vào nhiều quốc gia, VGI phải tuân thủ các quy định pháp luật cũng như chính sách thuế tại các nước bản địa đó. Bên cạnh thuế thu nhập doanh nghiệp, tại một số quốc gia, VGI còn phải chịu thuế khi muốn chuyển lợi nhuận về Việt Nam (Ví dụ: Tại Campuchia thuế TNDN là 20%, thuế chuyển lợi nhuận về nước là 14%).

## Định giá

### 1. Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá so sánh: EV/EBITDA, P/E, P/B với tỉ trọng bằng nhau để định giá VGI.

**Bảng 5. VGI peers**

STT	Tên công ty	Vốn hoá (Tỷ USD)	EV/EBITDA	P/E	P/BV
1	600050 CH	23,376	N/A	33.9	1.1
2	TLKM IJ	20,646	5.4	16.6	2.8
3	ADVANC TB	17,674	8.1	18.4	8.6
4	MAXIS MK	9,748	13.6	28.2	5.9
5	AXIATA MK	6,950	5.4	35.1	1.9
6	TEL PM	5,892	5.6	13.7	2.7
7	GLO PM	5,654	5.5	12.9	3.4
8	TRUE TB	3,681	11.1	28.7	1.4
9	T MK	3,597	5.6	32.3	2.1
10	IDEA IN	3,200	5.7	N/A	4.0
11	DTAC TB	3,021	4.9	16.7	3.9
12	VNET US	2,657	22.4	N/A	3.8
13	EXCL IJ	2,071	5.3	14.0	1.5
14	JAS TB	959	3.4	5.0	1.5
15	ISAT IJ	947	3.3	11.1	1.1
16	IPTV IJ	898	5.2	32.0	2.2
17	002657 CH	775	N/A	N/A	2.4
18	KZTK KZ	735	N/A	4.3	0.6
	<b>Trung bình</b>	<b>6,249</b>	<b>7.4</b>	<b>20.2</b>	<b>2.8</b>
	<b>Trung vị</b>	<b>3,398</b>	<b>5.5</b>	<b>16.7</b>	<b>2.3</b>
	VGI	3,796	10.4	N/A	3.0

Nguồn: Bloomberg. Note: N/A for negative EPS or EBITDA

**Bảng 6. Kết quả định giá**

(Tỷ VND)	2020			2021		
	EBITDA	EPS	BVPS	EBITDA	EPS	BVPS
	<b>7,591</b>	<b>1,009</b>	<b>10,626</b>	<b>8,756</b>	<b>1,462</b>	<b>12,239</b>
Số nhân	5.5	16.7	2.3	5.5	16.7	2.3
Enterprise value	41,905			48,338		
- (Total debt - Long-term lending)	5,737			-1,508		
+ Cash & short-term investment	9,881			10,744		
Equity value	46,049			60,590		
SLCPĐLH (triệu)	3,044			3,044		
<b>Giá trị hợp lý (VND)</b>	<b>15,129</b>	<b>16,830</b>	<b>24,611</b>	<b>19,906</b>	<b>24,402</b>	<b>28,347</b>
Tỉ trọng (%)	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>18,856</b>			<b>24,218</b>		

### 2. Khuyến nghị

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho VGI với khuyến nghị bán và giá mục tiêu VND24,200, thấp hơn 10% so với giá thị trường, dựa trên định giá theo phương pháp so sánh với EV/EBITDA, PE, and PB hợp lý tại các ngưỡng tương ứng 5.5, 16.7, và 2.3

Mặc dù triển vọng dài hạn là tích cực, nhưng chúng tôi cho rằng mức giá cổ phiếu hiện tại vẫn chưa hấp dẫn.

## CTCP Đầu Tư Quốc Tế Viettel (VGI VN)

## Báo cáo kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

VNDbn	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu</b>	<b>17,104</b>	<b>18,470</b>	<b>19,882</b>	<b>21,288</b>
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(11,001)</b>	<b>(11,840)</b>	<b>(12,600)</b>	<b>(12,943)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,103</b>	<b>6,630</b>	<b>7,283</b>	<b>8,345</b>
<b>Chi phí bán hàng &amp; quản lý</b>	<b>(6,028)</b>	<b>(3,684)</b>	<b>(3,912)</b>	<b>(4,140)</b>
<b>Lợi nhuận từ HĐSXKD (Adj)</b>	<b>74</b>	<b>2,946</b>	<b>3,371</b>	<b>4,205</b>
<b>Lợi nhuận từ HĐSXKD</b>	<b>74</b>	<b>2,946</b>	<b>3,371</b>	<b>4,205</b>
<b>Non-Operating Profit</b>	<b>(62)</b>	<b>903</b>	<b>2,107</b>	<b>2,952</b>
Lãi ròng từ hoạt động tài chính	(353)	(291)	284	814
Lãi ròng từ đầu tư công ty liên kết	323	1,195	1,823	2,138
Lợi nhuận trước thuế	12	3,849	5,478	7,157
Thuế TNDN	(547)	(531)	(731)	(1,004)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(535)</b>	<b>3,318</b>	<b>4,747</b>	<b>6,153</b>
Thuộc về cổ đông công ty mẹ	(641)	3,070	4,451	5,747
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	105	249	296	406

EBITDA	5,922	7,591	8,756	9,603
FCFE	(5,236)	3,324	(2,005)	4,252
Biên EBITDA (%)	34.6%	41.1%	44.0%	45.1%
Biên lãi từ HĐSXKD (%)	0.4%	15.9%	17.0%	19.8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	-3.1%	18.0%	23.9%	28.9%

## Báo cáo dòng tiền (Tóm tắt)

VNDbn	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Dòng tiền từ HĐ kinh doanh</b>	<b>5,667</b>	<b>8,693</b>	<b>10,015</b>	<b>11,565</b>
Lợi nhuận ròng	12	3,849	5,478	7,157
Thu nhập và chi phí không bằng tiền	648	1,301	962	600
Khấu hao	3,290	3,450	3,562	3,260
Khác	(7)	1	1	1
Thay đổi vốn lưu động	(775)	(742)	(492)	(847)
Thay đổi các khoản phải thu	1,670	(1,058)	(509)	(666)
Thay đổi hàng tồn kho	(937)	202	182	83
Thay đổi các khoản phải trả	1,507	(115)	166	264
<b>Dòng tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(4,453)</b>	<b>(5,766)</b>	<b>(3,961)</b>	<b>(4,469)</b>
Net Capex	(3,638)	(2,448)	(1,622)	(1,639)
Cho vay ròng	(852)	(1,995)	(515)	(692)
Đầu tư ròng	37	(1,323)	(1,823)	(2,138)
<b>Dòng tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>(183)</b>	<b>(2,739)</b>	<b>(5,961)</b>	<b>(7,596)</b>
Vay nợ ròng	(114)	(2,739)	(5,961)	(4,552)
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0
Trả cổ tức	(69)	0	0	(3,044)
<b>Tăng/giảm tiền mặt trong kỳ</b>	<b>1,030</b>	<b>188</b>	<b>94</b>	<b>(499)</b>
Số dư đầu kỳ	3,682	4,713	4,901	4,995
Số dư cuối kỳ	4,713	4,901	4,995	4,495
<b>Dòng tiền từ HĐ kinh doanh</b>	<b>5,667</b>	<b>8,693</b>	<b>10,015</b>	<b>11,565</b>

Nguồn: Viettel Global JSC, Mirae Asset Daewoo Research estimates

## Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

VNDbn	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>22,993</b>	<b>21,717</b>	<b>22,361</b>	<b>21,976</b>
Tiền và tương đương tiền	4,713	4,901	4,995	4,495
Các khoản phải thu	8,648	7,591	7,081	6,416
Hàng tồn kho	2,643	2,845	3,027	3,110
Khác	1,297	1,401	1,508	1,615
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>37,876</b>	<b>39,899</b>	<b>38,502</b>	<b>38,250</b>
Đầu tư vào cty liên kết	2,122	3,444	5,268	7,406
Tài sản hữu hình	8,884	7,878	5,944	4,340
Tài sản vô hình	1,979	2,235	2,229	2,213
<b>Tổng tài sản</b>	<b>60,869</b>	<b>61,616</b>	<b>60,862</b>	<b>60,226</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>16,463</b>	<b>17,641</b>	<b>14,784</b>	<b>14,837</b>
Các khoản phải trả	6,199	5,938	5,953	6,067
Nợ vay ngắn hạn	6,857	8,024	4,871	4,530
Khác	3,456	3,739	4,114	4,556
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>15,538</b>	<b>11,633</b>	<b>8,825</b>	<b>4,614</b>
Nợ vay dài hạn	11,123	7,218	4,411	199
Khác	675	675	675	675
<b>Nợ phải trả</b>	<b>32,001</b>	<b>29,274</b>	<b>23,609</b>	<b>19,451</b>
<b>Thuộc về cổ đt mẹ</b>	<b>29,261</b>	<b>32,488</b>	<b>37,102</b>	<b>40,218</b>
Vốn điều lệ	30,438	30,438	30,438	30,438
Thặng dư vốn	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	(3,546)	(647)	3,681	6,372
<b>Lợi ích cổ đt thiểu số</b>	<b>(394)</b>	<b>(145)</b>	<b>151</b>	<b>557</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>28,868</b>	<b>32,343</b>	<b>37,253</b>	<b>40,775</b>

## Dự phóng/Định giá (Tóm tắt)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-117.3	28.5	19.6	15.2
P/FCFE (x)	-14.4	26.3	-43.6	20.5
P/B (x)	2.6	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	10.4	9.3	7.4	6.3
EPS (VND)	-210	1,009	1,462	1,888
FCFEPS (VND)	-1,720	1,092	-659	1,397
BPS (VND)	9,484	10,626	12,239	13,396
DPS (VND)	0	0	500	500
Tỉ lệ trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	32.1%	24.7%
Lợi suất từ cổ tức (%)	0.0%	0.0%	1.7%	1.7%
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.4%	8.0%	7.6%	7.1%
Tăng trưởng EBITDA (%)	17.0%	21.6%	15.4%	9.7%
Tăng trưởng ln từ HĐKD (%)	-95.3%	3861.6%	14.4%	24.7%
Tăng trưởng EPS (%)	-27.5%	-345.4%	45.0%	29.1%
V/q khoản phải thu (x)	2.2	2.3	2.7	3.2
V/q hàng tồn kho (x)	3.5	4.3	4.3	4.2
V/q khoản phải trả (x)	1.9	2.0	2.1	2.2
ROA (%)	-0.9%	5.4%	7.8%	10.2%
ROE (%)	-1.9%	10.3%	12.7%	15.1%
ROIC (%)	-9.0%	8.7%	10.1%	29.8%
Nợ phải trả/VCSH (%)	111%	91%	63%	48%
Hệ số thanh toán ngắn hạn	140%	123%	151%	148%
Nợ ròng/VCSH (%)	26%	17%	-4%	-15%
Hệ số thanh toán lãi vay (x)	0.1	5.1	10.6	25.3

# APPENDIX 1

## Important Disclosures & Disclaimers

### Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (Mã)	Ngày	Đánh giá	Giá mục tiêu
CTCP Đầu Tư Quốc Tế Viettel ( VGI VN)	08/17/2020	Bán	24,200



### Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

### Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (→), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

\* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

\* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

\* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

\* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

### Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

\* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

### Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

### Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. ("Mirae Asset Daewoo") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset Daewoo, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Daewoo except as otherwise stated herein.

### Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset Daewoo or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein

are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact [compliance@miraeasset.us.com](mailto:compliance@miraeasset.us.com) or +1 (212) 407-1000

#### **Distribution**

**United Kingdom:** This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

**United States:** Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

**Hong Kong:** This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

**All Other Jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

August 17, 2020

**Mirae Asset Daewoo International Network**

<b>Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)</b> Global Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea  Tel: 82-2-3774-2124	<b>Mirae Asset Securities (HK) Ltd.</b> Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	<b>Mirae Asset Securities (UK) Ltd.</b> 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom  Tel: 44-20-7982-8000
<b>Mirae Asset Securities (USA) Inc.</b> 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA  Tel: 1-212-407-1000	<b>Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.</b> 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA  Tel: 1-213-262-3807	<b>Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM</b> Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100
<b>PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia</b> Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia  Tel: 62-21-515-3281	<b>Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.</b> 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore  Tel: 65-6671-9845	<b>Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC</b> 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam  Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
<b>Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC</b> #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia  Tel: 976-7011-0806	<b>Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd</b> 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China  Tel: 86-10-6567-9699	<b>Beijing Representative Office</b> 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China  Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
<b>Shanghai Representative Office</b> 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China  Tel: 86-21-5013-6392	<b>Ho Chi Minh Representative Office</b> 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam  Tel: 84-8-3910-7715	