

### Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

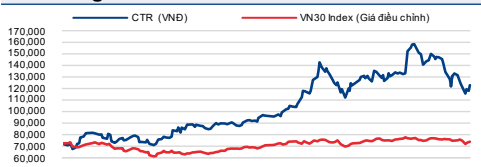
Giá mục tiêu: VNĐ145,000 (từ VNĐ146,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.0%

| Giá cổ phiếu (đồng) (9/8/2024) | 122,900                  |
|--------------------------------|--------------------------|
| Mã Bloomberg                   | CTR VN                   |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)       | 67,530-160,200           |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)       | 118,940                  |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)      | 14,058                   |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)    | 560                      |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)        | 114                      |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)  | 56.0                     |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)     | 45.1                     |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN       | 49.0%                    |
| Tỷ lệ sở hữu của NN            | 9.61%                    |
| Tỷ lệ freefloat                | 34.3%                    |
| Cổ đông lớn                    | Tập đoàn Viettel (65.7%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

### Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | (15.5) | (6.11) | 69.7    |
| So với chỉ số    | (11.7) | (4.88) | 66.3    |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2024F         | 3,558 | 4,231      | (15.9)    |
| 2025F         | 4,425 | 5,200      | (14.9)    |
| 2026F         | 5,490 | 6,689      | (17.9)    |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

### Mô tả doanh nghiệp

Khởi đầu là đơn vị xây dựng cho Viettel, tập đoàn viễn thông số 1 tại Việt Nam, CTR hiện đã trở thành doanh nghiệp đi đầu trong lĩnh vực hạ tầng viễn thông với sự tham gia vào các mảng xây dựng, vận hành và đầu tư cho thuê hạ tầng.

### Chuyên viên phân tích

#### Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

#### Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp han.vtn@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 314

## Triển vọng tích cực; Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu giảm

- HSC nâng khuyến nghị đối với CTR lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ), nhưng giảm 1,2% giá mục tiêu xuống 145.000đ sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây (tiềm năng tăng giá 18%).
- Chúng tôi giảm 3-5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do lỗi tỷ giá. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 17% và 31%, nhờ Công ty tăng tốc đầu tư vào mảng cho thuê hạ tầng, bao gồm cho thuê trạm BTS và mạng lưới cáp ngầm.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 11,6 lần và 8,7 lần, thấp hơn 8% và 25% so với các công ty cùng ngành trên toàn cầu. EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

## Sự kiện: Triển vọng lợi nhuận tích cực trong bối cảnh thị trường bán tháo

Trong Q2/2024, CTR ghi nhận lợi nhuận thuần và EBITDA đạt lần lượt 125 tỷ đồng và 244 tỷ đồng, tăng 1% và 15% so với cùng kỳ, thấp hơn một chút so với dự báo của HSC, chủ yếu do lỗi tỷ giá 28 tỷ đồng trong quý báo cáo. Loại trừ khoản lỗ tỷ giá, lợi nhuận thuần và EBITDA đạt lần lượt 148 tỷ đồng 272 tỷ đồng, tăng 18% và 28% so với cùng kỳ, sát với dự báo.

Hầu hết các mảng kinh doanh đều ghi nhận KQKD vững chắc trong Q2/2024 và mảng cho thuê hạ tầng tăng mạnh nhất với mức tăng 39% so với cùng kỳ. Trong quý, chúng tôi nhận thấy Công ty tăng tốc lắp đặt các trạm BTS, với 1.220 trạm mới (cao hơn nhiều so với 153 trạm trong Q1/2024). Đến cuối Q2/2024, CTR đã hoàn thành 7.809 trạm và đang thực hiện đúng tiến độ để đạt mục tiêu 10.000 trạm vào cuối năm 2024, nhằm củng cố hơn nữa vị thế towerco hàng đầu Việt Nam.

## Tác động: Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do lỗi tỷ giá

HSC giảm nhẹ 3-5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do giả định mức lỗi tỷ giá 30-36 tỷ đồng mỗi năm (so với không lỗ trước đây) nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng 4% đạt 539 tỷ đồng. Tuy nhiên, cho năm 2025 và 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng mạnh hơn ở mức 24% (cho mỗi năm) lần lượt đạt 670 tỷ đồng và 832 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần và EBITDA được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 17% và 31%.

## Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 11,6 lần và 8,7 lần, tương ứng với mức chiết khấu 8% và 25% (nhờ EBITDA của CTR tăng mạnh), nhưng có

## Tăng trưởng mạnh từ năm sau, dẫn dắt bởi mảng cho thuê hạ tầng

HSC nâng khuyến nghị đối với CTR lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu mới là 145.000đ sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua. Cho giai đoạn 2024-2026, dự báo mới của chúng tôi, sau khi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo lợi nhuận do lỗ tỷ giá, cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 17% và 31% nhờ chiến lược đẩy mạnh đầu tư vào mảng cho thuê hạ tầng. Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu CTR vì đây là towerco hàng đầu Việt Nam và là đối tượng hưởng lợi chính từ kế hoạch thương mại hóa 5G của cả nước.

### Phân tích KQKD Q2/2024 và nửa đầu năm 2024

Trong Q2/2024, CTR ghi nhận doanh thu thuần 3.028 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ, sát với dự báo), trong khi lợi nhuận thuần và EBITDA đạt lần lượt 125 tỷ đồng và 244 tỷ đồng, tăng 1% và 15% so với cùng kỳ, cả hai đều thấp hơn dự báo do lỗ tỷ giá 28 tỷ đồng. Loại trừ khoản lỗ tỷ giá, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi trong Q2/2024 đạt 148 t ỷ đồng (tăng 18% so với cùng kỳ) trong khi EBITDA Q2/2024 đạt 272 tỷ đồng (tăng 28% so với cùng kỳ).

**Bảng 1: KQKD Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024, CTR**

EBITDA Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024 đều tăng 15% so với cùng kỳ, thấp hơn một chút so với ước tính của HSC do khoản lỗ tỷ giá 28 tỷ đồng

| Tỷ đồng                 | Q2/23        | Q1/24        | Q2/24        | % sv cùng kỳ | % sv quý trước | 6T2023       | 6T2024       | % sv cùng kỳ | 2024F<br>Cũ   | % đạt dự báo | 2024F<br>Mới  | % đạt dự báo |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>  | <b>2,701</b> | <b>2,623</b> | <b>3,028</b> | <b>12.1%</b> | <b>15.5%</b>   | <b>5,041</b> | <b>5,652</b> | <b>12.1%</b> | <b>13,389</b> | <b>42.2%</b> | <b>13,389</b> | <b>42.2%</b> |
| Lợi nhuận gộp           | 204          | 188          | 223          | 9.5%         | 18.6%          | 377          | 411          | 8.9%         |               |              |               |              |
| Lợi nhuận HĐ tài chính  | 4            | (4)          | (31)         | -8.6x        | 6.9x           | 7            | (35)         | -6.0x        |               |              |               |              |
| Chi phí BH&QL           | (53)         | (40)         | (30)         | -43.0%       | -24.6%         | (94)         | (70)         | -25.6%       |               |              |               |              |
| LNTT                    | 154          | 144          | 161          | 4.5%         | 11.9%          | 291          | 306          | 5.2%         |               |              |               |              |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>  | <b>124</b>   | <b>116</b>   | <b>125</b>   | <b>0.9%</b>  | <b>7.7%</b>    | <b>232</b>   | <b>241</b>   | <b>3.8%</b>  | <b>568</b>    | <b>42.5%</b> | <b>536</b>    | <b>45.0%</b> |
| Khấu hao                | (62)         | (76)         | (80)         | 29.2%        | 5.1%           | (124)        | (155)        | 25.5%        |               |              |               |              |
| <b>EBITDA</b>           | <b>212</b>   | <b>224</b>   | <b>244</b>   | <b>15.1%</b> | <b>8.9%</b>    | <b>407</b>   | <b>468</b>   | <b>15.0%</b> | <b>1,050</b>  | <b>44.6%</b> | <b>1,010</b>  | <b>46.3%</b> |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp   | 7.5%         | 7.2%         | 7.4%         |              |                | 7.5%         | 7.3%         |              |               |              |               |              |
| Tỷ suất EBTDA           | 7.8%         | 8.5%         | 8.1%         |              |                | 8.1%         | 8.3%         |              |               |              |               |              |
| Tỷ suất LNTT            | 5.7%         | 5.5%         | 5.3%         |              |                | 5.8%         | 5.4%         |              |               |              |               |              |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần | 4.6%         | 4.4%         | 4.1%         |              |                | 4.6%         | 4.3%         |              |               |              |               |              |

Nguồn: CTR, HSC

**Bảng 2: Cơ cấu doanh thu Q2/2024, CTR**

Hầu hết các mảng kinh doanh đều ghi nhận doanh thu tăng trưởng vững chắc trong Q2/2024, ngoại trừ mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật

| Tỷ đồng                               | Q2/2023      | Q1/2024      | Q2/2024      | % so với cùng kỳ | % so với quý trước | 6T2023       | 6T2024       | % so với cùng kỳ |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------------|--------------|--------------|------------------|
| <b>Tổng doanh thu</b>                 | <b>2,701</b> | <b>2,950</b> | <b>3,028</b> | <b>12.1%</b>     | <b>2.7%</b>        | <b>5,352</b> | <b>5,978</b> | <b>11.7%</b>     |
| Vận hành mạng lưới                    | 1,560        | 1,392        | 1,719        | 10.2%            | 23.5%              | 2,823        | 3,111        | 10.2%            |
| Xây dựng                              | 582          | 770          | 782          | 34.4%            | 1.5%               | 1,250        | 1,551        | 24.1%            |
| Cho thuê hạ tầng                      | 107          | 135          | 148          | 39.0%            | 10.1%              | 203          | 283          | 39.3%            |
| Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật | 453          | 327          | 380          | -16.2%           | 16.3%              | 765          | 707          | -7.6%            |

Nguồn: CTR

**Bảng 3: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh**

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2/2024 giảm xuống 6,3% từ mức 7,5% trong Q2/2023, chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận mảng cho thuê hạ tầng giảm

| Tỷ suất lợi nhuận gộp | Q2/2023     | Q1/2024     | Q2/2024     | % so với cùng kỳ | % so với quý trước | 6T2023 | 6T2024 | % so với cùng kỳ |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------------|--------|--------|------------------|
| <b>Tổng</b>           | <b>7.5%</b> | <b>6.4%</b> | <b>6.3%</b> | <b>-1.2</b>      | <b>-0.1</b> </     |        |        |                  |

Chúng tôi lưu ý rằng, CTR có hai công ty con (CTR nắm giữ 100% cổ phần) tại Cambodia và Myanmar, chủ yếu hoạt động trong mảng vận hành. Doanh thu của hai công ty này được ghi nhận theo tiền tệ của nước sở tại, trong khi các công ty này ký hợp đồng dịch vụ với CTR (trong đó CTR sẽ cung cấp nhân sự và thiết bị cần thiết để triển khai công việc) tính theo đồng USD. Do Myanmar thiếu hụt USD, công ty con tại nước này phải tốn thêm chi phí và thời gian để hoàn trả phí dịch vụ bằng USD cho CTR, dẫn đến lỗ tỷ giá trong Q2/2024.

Trong khi đó, hầu hết các mảng kinh doanh ghi nhận KQKD tăng mạnh, ngoại trừ mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật. Chi tiết như sau:

- Doanh thu mảng cho thuê hạ tầng trong Q2/2024 và nửa đầu năm 2024 tăng 39% so với cùng kỳ, dẫn dắt bởi BTS. Phân khúc towerco (BTS) chứng kiến sự tăng tốc đáng kể trong hoạt động xây dựng các trạm BTS trong Q2/2024, với tổng cộng 1.220 trạm được xây mới trong quý, cao hơn nhiều so với 153 trạm trong Q1/2024. Kết thúc nửa đầu năm 2024, CTR sở hữu tổng cộng 7.809 trạm BTS, củng cố vị thế towerco hàng đầu Việt Nam và đạt tiến độ cho kế hoạch 10.000 trạm vào cuối năm nay.

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 26% trong Q2/2024 từ mức 38% trong Q2/2023 và 30% trong Q1/2024 do (i) đóng góp thấp hơn từ mảng cho thuê cáp (mảng này có tỷ suất lợi nhuận gộp rất cao khoảng 70-80% do tài sản của mảng này đã hết khấu hao), (ii) khấu hao từ các trạm BTS mới chưa đưa vào vận hành.

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận của mảng này sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 khi các trạm BTS mới bắt đầu được đưa vào khai thác và mang lại doanh thu, lợi nhuận.

- Doanh thu mảng xây dựng hạ tầng viễn thông trong Q2/2024 và nửa đầu năm 2024 tăng lần lượt 34% và tăng 24% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ doanh thu đến từ phân khúc xây dựng dân dụng (1.338 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024, tăng 29% so với cùng kỳ), bù trừ cho KQKD kém ở mảng xây dựng hạ tầng viễn thông.
- Mảng vận hành trong Q2/2024 và nửa đầu năm 2024 tăng 10% so với cùng kỳ, được dẫn dắt bởi mức tăng trưởng 30% của doanh thu từ nước ngoài, trong khi doanh thu trong nước không đổi so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng việc tăng tốc lắp đặt các trạm BTS trong Q2/2024 sẽ giúp doanh thu vận hành trong nước cải thiện trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025.
- Trong khi đó, doanh thu mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật (ngoài viễn thông) giảm lần lượt 16% và 8% trong Q2/2024 và nửa đầu năm 2024.

## Hưởng lợi lớn từ chủ trương thương mại hóa mạng 5G

Sau cuộc đấu giá vào tháng 3/2024, hai nhà mạng Viettel và VNPT lần lượt giành được quyền sử dụng tần số 5G với khối B1 và C2. Trong khi đó, Mobifone giành được một khối khác trong cuộc đấu giá vào tháng 7/2024. Như vậy, cả ba nhà mạng di động lớn, chiếm tổng cộng hơn 90% tổng thị phần viễn thông Việt Nam, đều đã được cấp giấy phép để khai thác thương mại mạng 5G. Theo yêu cầu của Bộ Thông tin và Truyền thông, những nhà mạng được cấp giấy phép sẽ phải triển khai ít nhất 3.000 trạm BTS 5G trong vòng 2 năm.

Viettel và VNPT vừa chính thức công bố triển khai mạng 5G vào Q4/2024 và Viettel dự kiến triển khai vào ngày 15/10/2024 tại tất cả các tỉnh, thành phố trong cả nước. Để thực hiện kế hoạch này, Viettel lên kế hoạch lắp đặt 6.000 trạm BTS 5G. Ở giai đoạn đầu của hoạt động khai thác mạng 5G, việc lắp đặt các trạm BTS 5G sẽ chủ yếu dựa trên các trạm BTS sẵn có. Do đó, CTR chưa đầu tư vào trạm BTS 5G trong năm nay mà thay vào đó là lắp đặt thiết bị 5G cho các trạm BTS sẵn có – doanh thu từ các trạm sẵn có này sẽ được ghi nhận là doanh thu xây dựng (mảng xây dựng hạ tầng viễn thông).

**Bảng 4: Kết quả đấu giá băng tần mạng 5G & kế hoạch ra mắt mạng 5G của 3 nhà mạng di động lớn**

Viettel và VNPT có kế hoạch triển khai thương mại mạng 5G trong Q4/2024 sau khi được cấp giấy phép kinh doanh

| Đấu giá | Khối băng tần | Tần số        | Mạng tương thích | Băng thông/khối (MHz) | Giá khởi điểm (tỷ đồng) | Giá trúng thầu (tỷ đồng) | Đơn vị trúng thầu | Số năm sử dụng | Kế hoạch ra mắt 5G |
|---------|---------------|---------------|------------------|-----------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|----------------|--------------------|
| T3/24   | B1            | 2.5 - 2.6 GHz | 4G/5G            | 100                   | 3,983                   | 7,533                    | Viettel           | 15             | Q4/24              |
| T3/24   | C2            | 3.7 - 3.8 GHz | 5G               | 100                   | 1,957                   | 2,582                    | VNPT              | 15             | Q4/24              |
| T7/24   | C3            | 3.8 - 3.9 GHz | 5G               | 100                   | 2,582                   | 2,582                    | Mobifone          | 15             | N.a                |

Ghi chú: MoIC, HSC

Chúng tôi giả định CTR sẽ đầu tư vào việc lắp đặt trạm BTS 5G từ năm 2026. Như vậy, các trạm BTS được lắp đặt trong năm 2024 và 2025 vẫn là các trạm 4G. Lưu ý, các trạm BTS 2G sẽ ngừng hoạt động hoàn toàn vào tháng 9/2024. Để tăng mức độ phủ sóng mạng 4G lên 98% (tương đương với mức độ phủ sóng của mạng 2G), Viettel cần phải lắp đặt thêm 11.000 trạm cosite (với thiết bị 4G sẽ được lắp đặt trên trạm BTS sẵn có) và 7.100 trạm BTS 4G mới trong năm nay. Một khi hoàn thành, các trạm này sẽ giúp cải thiện doanh thu vận hành của mạng lưới CTR vốn bị tác động tiêu cực từ chủ trương đóng mạng 2G.

**Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026; dự báo lợi nhuận tăng mạnh**

HSC giảm nhẹ 3-5% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do giả định lỗ tỷ giá 30-36 tỷ đồng mỗi năm (dự báo lợi nhuận thuần HSKD cốt lõi không thay đổi) và các giả định khác cũng được giữ nguyên.

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 15% trong giai đoạn 2023-2026, với mảng cho thuê hạ tầng dẫn dắt tăng trưởng với mức tăng doanh thu CAGR là 50% trong cùng giai đoạn. Tốc độ tăng trưởng của mảng này được hỗ trợ từ việc đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng viễn thông, bao gồm cả trạm BTS và mạng lưới cáp ngầm.
- Chúng tôi giả định CTR sẽ hoàn thành thêm 4.000 trạm BTS (4G) trong năm nay và năm sau, nâng tổng số trạm BTS lên 10.436 trạm vào cuối năm nay và 14.436 trạm vào cuối năm sau. Ngoài ra, chúng tôi cũng giả định các trạm BTS 5G sẽ được thêm mới trong hai năm này, bằng cách lắp đặt thiết bị 5G trên các trạm BTS sẵn có. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các trạm BTS 5G mới sẽ được lắp đặt từ năm 2026, dự kiến đạt 5.000 trạm mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030. Tổng vốn đầu tư trong giai đoạn 2024-2026 sẽ là 2.800 tỷ đồng.

Trong khi đó, đối với mạng lưới cáp ngầm, CTR sẽ đầu tư tổng cộng 1.488 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026 và giai đoạn đầu đã được khởi công vào tháng 8/2024.

- HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng khiêm tốn 4% trong năm nay đạt 539 nghìn tỷ đồng, sau đó tăng mạnh 24% trong hai năm 2025 (đạt 670 tỷ đồng) và 2026 (đạt 832 tỷ đồng) nhờ các khoản đầu tư vào mảng cho thuê hạ tầng bắt đầu mang lại lợi nhuận. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 17% trong giai đoạn 2023-2026.
- Trong khi đó, chúng tôi cũng dự báo EBITDA sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 31%.

**Bảng 5: Điều chỉnh dự báo cho năm 2024-2025, CTR**

HSC giảm nhẹ 3-5% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 do chúng tôi giả định lỗ tỷ giá mỗi năm là 30-36 tỷ đồng (trước đó giả định không lỗ tỷ giá)

| Tỷ đồng               | Dự báo cũ |        |        |        | Dự báo mới |        |        | Điều chỉnh |       |       |
|-----------------------|-----------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|------------|-------|-------|
|                       | 2023      | 2024F  | 2025F  | 2026F  | 2024F      | 2025F  | 2026F  | 2024F      | 2025F | 2026F |
| Doanh thu thuần       | 11,299    | 13,389 | 15,507 | 17,809 | 13,389     | 15,507 | 17,809 | 0.0%       | 0.0%  | 0.0%  |
| Lợi nhuận thuần       | 517       | 568    | 694    | 856    | 539        | 670    | 832    | -5.1%      | -3.5% | -2.8% |
| EBITDA                | 885       | 1,050  | 1,530  | 2,011  | 1,014      | 1,500  | 1,981  | -3.4%      | -2.0% | -1.5% |
| <b>Tăng trưởng</b>    |           |        |        |        |            |        |        |            |       |       |
| Doanh thu thuần       |           | 18.5%  | 15.8%  | 14.8%  | 18.5%      | 15.8%  | 14.8%  |            |       |       |
| Lợi nhuận thuần       |           | 9.9%   | 22.3%  | 23.2%  | 4.4%       | 24.4%  | 24.1%  |            |       |       |
| EBITDA                |           | 18.7%  | 45.6%  | 31.4%  | 14.6%      | 47.9%  | 32.1%  |            |       |       |
| <b>CAGR 2023-2026</b> |           |        |        |        |            |        |        |            |       |       |
| Doanh thu thuần       |           |        |        | 16.4%  |            |        | 16.4%  |            |       |       |
| Lợi nhuận thuần       |           |        |        | 18.3%  |            |        | 17.2%  |            |       |       |
| EBITDA                |           |        |        | 31.5%  |            |        | 30.8%  |            |       |       |

Nguồn: HSC

**Bảng 6: Dự báo cơ cấu doanh thu, CTR**

Mảng cho thuê hạ tầng sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu với tốc độ CAGR 3 năm là 50% trong giai đoạn 2023-2026

| Tỷ đồng                               | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  | 2027F  | 2028F  | CAGR 2023-26 | CAGR 2023-28 |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần                       | 11,299 | 13,389 | 15,507 | 17,809 | 19,942 | 21,903 | 16.4%        | 14.2%        |
| Vận hành mạng lưới                    | 5,532  | 6,085  | 6,815  | 7,633  | 8,396  | 9,068  | 11.3%        | 10.4%        |
| Xây dựng                              | 3,538  | 4,596  | 5,355  | 6,164  | 6,886  | 7,574  | 20.3%        | 16.4%        |
| Cho thuê hạ tầng                      | 435    | 645    | 1,026  | 1,470  | 1,864  | 2,241  | 50.0%        | 38.8%        |
| Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật | 1,794  | 2,063  | 2,311  | 2,542  | 2,796  | 3,020  | 12.3%        | 11.0%        |
| <b>Tăng trưởng</b>                    |        |        |        |        |        |        |              |              |
| Doanh thu thuần                       |        | 18.5%  | 15.8%  | 14.8%  | 12.0%  | 9.8%   |              |              |
| Vận hành mạng lưới                    |        | 10.0%  | 12.0%  | 12.0%  | 10.0%  | 8.0%   |              |              |
| Xây dựng                              |        | 29.9%  | 16.5%  | 15.1%  | 11.7%  | 10.0%  |              |              |
| Cho thuê hạ tầng                      |        | 48.1%  | 59.2%  | 43.3%  | 26.8%  | 20.2%  |              |              |
| Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật |        | 15.0%  | 12.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 8.0%   |              |              |

Nguồn: HSC

## Giảm 1,2% giá mục tiêu xuống 145.000đ, nhưng nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng do định giá thấp

### Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 1,2% giá mục tiêu xuống 145.000đ, với tiềm năng tăng giá 18% so với thị giá hiện tại. CTR đang có EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2024, 2025, và 2026 lần lượt ở mức 20,9 lần, 13,8 lần, và 10,4 lần.

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với CTR lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu CTR vì đây là towerco hàng đầu Việt Nam và là đối tượng hưởng lợi chính từ chủ trương thương mại hóa mạng 5G của cả nước, trong khi Viettel dự kiến ra mắt mạng 5G trong Q4/2024, điều này sẽ thúc đẩy tâm lý thị trường đối với cổ phiếu CTR.

Các giả định định giá của chúng tôi không đổi, với (i) lãi suất phi rủi ro 4%, (ii) phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, (iii) hệ số beta 1 lần và (iv) tốc độ tăng trưởng dài hạn 5% đối với mảng cho thuê hạ tầng và 3% đối với các mảng khác.

**Bảng 7: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, CTR**

Chi phí vốn CSH (theo mô hình CAPM) là 11,7% & chi phí nợ là 6,4%

| Giả định định giá          |              |
|----------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro        | 4.0%         |
| Phần bù rủi ro thị trường  | 8.5%         |
| Beta                       | 0.90         |
| <b>Chi phí vốn CSH</b>     | <b>11.7%</b> |
| Chi phí nợ                 | 8.0%         |
| Thuế suất                  | 20.0%        |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b> | <b>6.4%</b>  |

Nguồn: HSC

**Bảng 8: Giả định WACC, CTR**

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 11%

| Cơ cấu nguồn vốn         |              |
|--------------------------|--------------|
| Vốn CSH / Tổng nguồn vốn | 87.6%        |
| Nợ / Tổng nguồn vốn      | 12.4%        |
| <b>WACC</b>              | <b>11.0%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 9: Định giá DCF, mảng cho thuê hạ tầng của CTR**

Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng đạt 12.633 tỷ đồng

| Tỷ đồng                                        | 2023  | 2024F         | 2025F   | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F  |
|------------------------------------------------|-------|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Thu nhập thuần<br>(trừ khen thưởng & phúc lợi) | 78    | 97            | 165     | 262   | 372   | 486   | 624   | 797    |
| + Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)            | 34    | 23            | 31      | 41    | 43    | 42    | 38    | 32     |
| + Khấu hao                                     | 143   | 210           | 498     | 749   | 852   | 923   | 921   | 783    |
| - Thay đổi vốn lưu động                        | -     | -             | -       | -     | -     | -     | -     | -      |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định               | (410) | (1,600)       | (1,600) | (800) | (688) | (400) | (400) | (400)  |
| Dòng tiền tự do của mảng cho thuê hạ tầng      | (154) | (1,271)       | (906)   | 251   | 579   | 1,050 | 1,183 | 1,212  |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn                     |       |               |         |       |       |       |       | 5.0%   |
| Giá trị dài hạn                                |       |               |         |       |       |       |       | 21,217 |
| Dòng tiền tương lai                            | (154) | (1,271)       | (906)   | 251   | 579   | 1,050 | 1,183 | 22,429 |
| Hệ số chiết khấu                               |       | 1.0           | 1.1     | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 1.6   | 1.8    |
| Giá trị hiện tại                               |       | (1,271)       | (860)   | 215   | 446   | 729   | 740   | 12,635 |
| <b>Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng</b>       |       | <b>12,633</b> |         |       |       |       |       |        |
| EV/EBITDA của mảng cho thuê hạ tầng            |       | 36.9          | 17.6    | 11.4  | 9.3   | 8.1   | 7.3   | 6.9    |

Nguồn: HSC

**Bảng 10: Định giá DCF, các mảng khác của CTR**

Giá trị của các mảng ngoài cho thuê hạ tầng là 5.824 tỷ đồng

| Tỷ đồng                             | 2023  | 2024F        | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|-------------------------------------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Thu nhập thuần                      | 311   | 310          | 341   | 366   | 393   | 420   | 443   | 475   |
| + Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất) | 34    | 23           | 31    | 41    | 43    | 42    | 38    | 32    |
| + Khấu hao                          | 115   | 118          | 121   | 124   | 127   | 130   | 133   | 136   |
| - Thay đổi vốn lưu động             | (106) | (573)        | (311) | (302) | (219) | (141) | (64)  | (15)  |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định    | (22)  | (20)         | (20)  | (20)  | (20)  | (20)  | (20)  | (20)  |
| Dòng tiền tự do của các mảng khác   | 332   | (142)        | 162   | 208   | 324   | 431   | 529   | 608   |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn          |       |              |       |       |       |       |       | 3.0%  |
| Giá trị dài hạn                     |       |              |       |       |       |       |       | 7,830 |
| Dòng tiền tương lai                 | 332   | (142)        | 162   | 208   | 324   | 431   | 529   | 8,438 |
| Hệ số chiết khấu                    | -     | 1.0          | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 1.6   | 1.8   |
| Giá trị hiện tại                    |       | (142)        | 154   | 178   | 250   | 299   | 331   | 4,754 |
| <b>Giá trị của các mảng khác</b>    |       | <b>5,824</b> |       |       |       |       |       |       |
| EV/EBITDA của các mảng khác         |       | 10.8         | 9.5   | 8.7   | 8.2   | 7.8   | 7.7   | 7.5   |

Nguồn: HSC

**Bảng 11: Định giá SOTP, CTR**

Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 145.000đ

| Tỷ đồng                                        |         |
|------------------------------------------------|---------|
| Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng              | 12,633  |
| Giá trị của các mảng khác                      | 5,824   |
| Tổng giá trị của doanh nghiệp                  | 18,457  |
| Nợ thuần                                       | (1,871) |
| Giá trị của vốn CSH                            | 16,586  |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)        | 114.4   |
| <b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)&lt;/</b> |         |

**Bảng 12: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), CTR**

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn lần lượt là 5% đối với mảng cho thuê hạ tầng & 3% đối với các mảng khác

| Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng cho thuê hạ tầng |  | Tốc độ tăng trưởng dài hạn của các mảng khác |         |                |         |         |
|------------------------------------------------------|--|----------------------------------------------|---------|----------------|---------|---------|
|                                                      |  | 2.0%                                         | 2.5%    | 3.0%           | 3.5%    | 4.0%    |
| 4.0%                                                 |  | 124,600                                      | 126,700 | 129,200        | 132,000 | 135,100 |
| 4.5%                                                 |  | 131,900                                      | 134,000 | 136,500        | 139,200 | 142,400 |
| 5.0%                                                 |  | 140,400                                      | 142,500 | <b>145,000</b> | 147,700 | 150,900 |
| 5.5%                                                 |  | 150,400                                      | 152,600 | 155,000        | 157,800 | 161,000 |
| 6.0%                                                 |  | 162,500                                      | 164,600 | 167,100        | 169,900 | 173,000 |

Nguồn: HSC

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua trong bối cảnh thị trường điều chỉnh, CTR đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2024, 2025 và 2026 lần lượt là 17,5 lần, 11,6 lần và 8,7 lần, tương đương với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 14,3 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. So với các công ty cùng ngành trên toàn cầu, CTR đang được định giá thấp, với mức chiết khấu 8% và 25% lần lượt cho năm 2025 và 2026 nhờ dự báo tăng trưởng mạnh.

**Biểu đồ 13: EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm, CTR**

CTR - được định giá lại cao hơn đáng kể - hiện đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn so với giá trị bình quân từ năm 2021 là 10,8 lần



Nguồn: HSC

**Bảng 14: So sánh với các công ty cùng ngành**

CTR đang giao dịch với EV/EBITDA thấp hơn các công ty cùng ngành trong năm 2025-2026

| Công ty                                                        | Mã CK         | Quốc gia        | Vốn hóa<br>(triệu USD) | P/E<br>2024 | P/E<br>2025 | P/E<br>2026 | EV/EBITDA<br>2024 | EV/EBITDA<br>2025 | EV/EBITDA<br>2026 |
|----------------------------------------------------------------|---------------|-----------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| American Tower Corp                                            | AMT US        | Mỹ              | 106,569                | 33.1        | 33.8        | 30.9        | 20.6              | 20.8              | 19.6              |
| SBA Communications Corp                                        | SBAC US       | Mỹ              | 23,678                 | 28.7        | 25.4        | 23.3        | 18.9              | 18.3              | 17.8              |
| DigitalBridge Group Inc                                        | DBRG US       | Mỹ              | 2,167                  | N/a         | 84.8        | 25.2        | 17.4              | 14.6              | 16.7              |
| Cellnex Telecom SA                                             | CLNX SM       | EU              | 25,897                 | N/a         | 508.3       | 123.5       | 14.2              | 13.5              | 12.5              |
| Infrastrutture Wireless Italia                                 | INW IM        | EU              | 10,649                 | 25.0        | 21.9        | 19.7        | 15.0              | 14.0              | 13.1              |
| Helios Towers PLC                                              | HTWS LN       | Anh             | 1,595                  | 19.8        | 18.4        | 11.7        | 8.2               | 7.3               | 6.5               |
| China Tower Corp Ltd                                           | 788 HK        | Trung Quốc      | 21,676                 | 13.8        | 11.2        | 7.2         | 3.7               | 3.6               | 3.6               |
| Dayamitra Telekomunikasi PT                                    | MTEL IJ       | Indonesia       | 3,519                  | 24.6        | 22.7        | 20.9        | 9.5               | 8.9               | 8.4               |
| PT Tower Bersama Infra.                                        | TBIG IJ       | Indonesia       | 2,693                  | 27.2        | 25.4        | 23.7        | 12.6              | 12.1              | 11.7              |
| JTOWER Inc                                                     | 4485 JP       | Nhật Bản        | 246                    | N/a         | N/a         | 61.1        | 15.4              | 12.6              | 10.8              |
| OCK Group Bhd                                                  | OCK MK        | Malaysia        | 136                    | 12.1        | 10.4        | 8.3         | 6.1               | 5.6               | 4.8               |
| <b>Bình quân</b>                                               |               |                 |                        | <b>23.0</b> | <b>76.2</b> | <b>32.3</b> | <b>12.9</b>       | <b>11.9</b>       | <b>11.4</b>       |
| <b>Trung vị</b>                                                |               |                 |                        | <b>24.8</b> | <b>24.1</b> | <b>23.3</b> | <b>14.2</b>       | <b>12.6</b>       | <b>11.7</b>       |
| <b>Tổng CTCP Công trình Viettel</b>                            | <b>CTR VN</b> | <b>Việt Nam</b> | <b>541</b>             | <b>33.4</b> | <b>26.9</b> | <b>21.7</b> | <b>17.5</b>       | <b>11.6</b>       | <b>8.7</b>        |
| Chênh lệch/(chiết khấu) so với trung vị các công ty cùng ngành |               |                 |                        | 34.9%       | 11.7%       | -6.8%       | 23.1%             | -8.1%             | -25.4%            |

Nguồn: Bloomberg, HSC

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-22A     | 12-23A     | 12-24F       | 12-25F       | 12-26F       |
|-------------------------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 9,467      | 11,299     | 13,389       | 15,507       | 17,809       |
| Lợi nhuận gộp                       | 757        | 886        | 1,023        | 1,259        | 1,538        |
| Chi phí BH&QL                       | (189)      | (249)      | (295)        | (342)        | (392)        |
| Thu nhập khác                       | 1.10       | 2.82       | 0            | 0            | 0            |
| Chi phí khác                        | (1.26)     | (4.96)     | (5.88)       | (6.81)       | (7.82)       |
| <b>EBIT</b>                         | <b>567</b> | <b>635</b> | <b>723</b>   | <b>911</b>   | <b>1,138</b> |
| Lãi vay thuần                       | 2.96       | 10.7       | (48.8)       | (72.9)       | (98.4)       |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | -          | -          | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | -          | -          | -            | -            | -            |
| <b>LNTT</b>                         | <b>570</b> | <b>645</b> | <b>674</b>   | <b>838</b>   | <b>1,040</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (113)      | (129)      | (135)        | (168)        | (208)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | 0.03       | 0          | 0            | 0            | 0            |
| LNST không thường xuyên             | -          | -          | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>457</b> | <b>517</b> | <b>539</b>   | <b>670</b>   | <b>832</b>   |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>390</b> | <b>389</b> | <b>407</b>   | <b>506</b>   | <b>628</b>   |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>774</b> | <b>893</b> | <b>1,050</b> | <b>1,530</b> | <b>2,011</b> |
| EPS (đồng)                          | 3,411      | 3,401      | 3,558        | 4,425        | 5,490        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 3,411      | 3,401      | 3,558        | 4,425        | 5,490        |
| DPS (đồng)                          | 2,919      | 2,720      | 1,000        | 1,200        | 1,500        |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 114        | 114        | 114          | 114          | 114          |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 114        | 114        | 114          | 114          | 114          |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 114        | 114        | 114          | 114          | 114          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-22A       | 12-23A       | 12-24F       | 12-25F       | 12-26F        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 414          | 818          | 89.3         | (22.7)       | (7.03)        |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 1,222        | 1,000        | 803          | 620          | 712           |
| Phải thu khách hàng             | 2,472        | 2,945        | 3,481        | 3,954        | 4,452         |
| Hàng tồn kho                    | 819          | 783          | 1,071        | 1,163        | 1,247         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 84.5         | 81.1         | 93.7         | 101          | 107           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>5,010</b> | <b>5,627</b> | <b>5,539</b> | <b>5,816</b> | <b>6,511</b>  |
| TSCĐ hữu hình                   | 374          | 285          | 186          | 85.3         | (18.7)        |
| TSCĐ vô hình                    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| Bất động sản đầu tư             | 563          | 829          | 2,220        | 3,322        | 3,374         |
| Đầu tư dài hạn                  | 93.6         | 152          | 152          | 152          | 152           |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| Tài sản dài hạn khác            | 19.6         | 35.7         | 42.2         | 48.9         | 56.2          |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>1,050</b> | <b>1,302</b> | <b>2,601</b> | <b>3,609</b> | <b>3,564</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>6,060</b> | <b>6,929</b> | <b>8,139</b> | <b>9,425</b> | <b>10,075</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 1,197        | 1,191        | 1,339        | 1,551        | 1,425         |
| Phải trả người bán              | 519          | 594          | 723          | 853          | 997           |
| Nợ ngắn hạn khác                | 1,916        | 1,926        | 1,896        | 1,896        | 1,896         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>4,140</b> | <b>4,541</b> | <b>4,910</b> | <b>5,375</b> | <b>5,528</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 269          | 383          | 946          | 1,397        | 1,438         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| Nợ dài hạn khác                 | 14.2         | 14.7         | 0            | 0            | 0             |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>283</b>   | <b>398</b>   | <b>946</b>   | <b>1,397</b> | <b>1,438</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>4,423</b> | <b>4,938</b> | <b>5,856</b> | <b>6,772</b> | <b>6,966</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 1,637        | 1,991        | 2,283        | 2,652        | 3,109         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 0.05         | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>1,637</b> | <b>1,991</b> | <b>2,283</b> | <b>2,652</b> | <b>3,109</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>6,060</b> | <b>6,929</b> | <b>8,139</b> | <b>9,425</b> | <b>10,075</b> |
| BVPS (đ)                        | 14,312       | 17,404       | 19,961       | 23,186       | 27            |

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)