

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ140,800 (từ VNĐ145,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/11/2024) 118,900

Mã Bloomberg CTR VN

Giá cao/thấp 52 tuần (đ) 80,126-156,884

GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) 119,420

Vốn hóa thị trường (tỷ đ) 13,600

Vốn hóa trị trường (tr.USD) 535

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 (6.67) (4.55) 40.8

So với chỉ số (2.11) (2.14) 21.5

So với ngành - - -

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng) HSC Thị trường % ch. lệch

2024F 3,561 4,643 (23.3)

2025F 4,003 5,671 (29.4)

2026F 4,630 6,840 (32.3)

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 vẫn tích cực; Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 140.800đ (tiềm năng tăng giá 18%) do tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực của việc thay đổi giả định định giá. CTR vẫn là đối tượng hưởng lợi chính của việc thương mại hóa mạng 5G tại Việt Nam.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024 nhưng giảm 7-13% dự báo EBITDA và giảm 10-16% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do tốc độ xây trạm BTS chậm lại và giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận mảng ngoài viễn thông. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần/EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 11% và 25%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 là 11,7 lần, thấp hơn 8% so với các công ty cùng ngành trên toàn cầu.

Sự kiện: Tốc độ xây trạm BTS có phần chậm hơn dự báo

KQKD 10 tháng đầu năm 2024 của CTR đa phần sát với dự báo của HSC, với LNTT đạt 546 tỷ đồng (tăng 2% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 10.395 tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ). Mảng cho thuê hạ tầng dẫn dắt tăng trưởng doanh thu (tăng 44% so với cùng kỳ) nhờ Công ty tăng cường lắp đặt thêm trạm BTS mới.

Tuy nhiên, có khả năng số lượng trạm BTS được lắp đặt mới thấp hơn dự báo. Trong 10 tháng đầu năm 2024, CTR đã lắp đặt thêm 2.588 trạm BTS mới, hoàn thành 65% dự báo trước đó cho năm 2024 của HSC với 4.000 trạm. Trong khi đó, Công ty đặt mục tiêu ban đầu là lắp thêm 3.000 trạm BTS mới trong năm 2025, so với 4.000 trạm theo dự báo cũ của chúng tôi.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Cho năm 2024, HSC giữ nguyên dự báo với lợi nhuận thuần và EBITDA lần lượt ở mức 540 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) và 1.012 tỷ đồng (tăng trưởng 14%). Tuy nhiên, cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm 10-16% dự báo lợi nhuận thuần và giảm 7-13% dự báo EBITDA dựa trên cơ sở giảm dự báo số trạm BTS mới và giảm tỷ suất lợi nhuận mảng ngoài viễn thông.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 11% (so với 17% trước đó) và 25% (so với 31% trước đó) trong giai đoạn 2023-2026. Dự báo EPS mới thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c (trượt dự phóng 1 năm) là 12,2 lần và (dự phóng năm 2025) là 11,7 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 8% so với các công ty cùng ngành trên toàn cầu. Sau khi giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi giả định định giá (giảm WACC và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025), giá mục tiêu mới ở mức 140.800đ (thấp hơn 3% so với dự báo trước đó), cho thấy tiềm năng tăng giá là 18% và EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 là 14,3 lần.

Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu CTR vì đây là đối tượng hưởng lợi chính của việc thương mại hóa mạng 5G ở Việt Nam, mặc dù lợi thế này có thể sẽ chậm phản ánh vào lợi nhuận của Công ty do việc ứng dụng mạng 5G cần phải đạt đến mức độ nhất định mới có thể phát sinh nhu cầu về hạ tầng 5G mới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	774	893	1,048	1,421 ▼	1,750 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	457	517	540	606 ▼	701 ▼
EPS ĐC (đồng)	3,411	3,401	3,561	4,003 ▼	4,630 ▼
DPS (đồng)	2,919	2,720	1,000	1,200	1,500
BVPS (đồng)	14,312	17,404	19,965	22,768	25,898
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.4	15.0	13.9	10.7	8.69
P/E ĐC (lần)	34.9	35.0	33.4	29.7	25.7
Lợi suất cổ tức (%)	2.46	2.29	0.84	1.01	1.26
P/B (lần)	8.31	6.83	5.96	5.22	4.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	21.7	(0.29)	4.72	12.4	15.7
ROAE (%)	31.0	28.5	25.2	24.8	25.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm dự báo lợi nhuận nhưng triển vọng vẫn tích cực

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 140.800đ do tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực của việc thay đổi giả định định giá. Dự báo mới, không đổi cho năm 2024 và giảm lần lượt 7-16% cho năm 2025 và 2026, cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 11% và 25% trong giai đoạn 2023-2026. Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu CTR vì đây là đơn vị hưởng lợi chính của việc thương mại hóa mạng 5G. Tuy nhiên, Công ty cần thời gian để phản ánh điều này vào lợi nhuận.

Hưởng lợi từ việc thương mại hóa mạng 5G, nhưng cần kiên nhẫn

Sau 5 năm sau khi vận hành thử nghiệm vào năm 2019, kế hoạch thương mại hóa mạng 5G ở Việt Nam cuối cùng được triển khai khi Viettel (công ty do Nhà nước nắm giữ toàn bộ cổ phần, chưa niêm yết), công ty viễn thông lớn nhất cả nước, trở thành nhà mạng đầu tiên tiên thương mại hóa mạng 5G từ ngày 15/10/2024. Hai nhà mạng lớn khác VNPT và Mobifone (cả hai đều do Nhà nước nắm giữ toàn bộ cổ phần, chưa niêm yết) cũng sẽ sớm triển khai mạng 5G sau khi đấu giá băng tần thành công vào đầu năm nay (cả 3 nhà mạng lớn này đều trúng đấu giá băng tần 5G).

Nhằm chuẩn bị cho việc triển khai mạng 5G thuận lợi, Viettel đã triển khai 6.000 trạm BTS 5G trên cả nước, chủ yếu bằng cách lắp đặt thiết bị 5G vào các trạm BTS hiện có, trong đó khoảng 70% do CTR thi công. Ở giai đoạn đầu của việc thương mại hóa mạng 5G, Viettel sẽ tập trung vào các tỉnh, thành lớn để tiếp cận nhóm khách hàng muốn dùng mạng 5G sớm. Chúng tôi lưu ý rằng người dùng mạng 5G cần phải có thiết bị di động có hỗ trợ 5G để có thể truy cập mạng.

Trong năm sau, HSC dự báo mạng 5G sẽ được triển khai trên diện rộng, nhưng các trạm BTS 5G ở giai đoạn này vẫn sẽ được triển khai dựa trên các trạm BTS hiện hữu (bằng cách lắp đặt thêm thiết bị 5G), thay vì lắp đặt thêm các trạm BTS 5G mới. Tuy nhiên, CTR được dự báo sẽ lắp đặt thêm nhiều trạm BTS 5G mới từ năm 2026 khi mạng 5G được chấp nhận rộng rãi. Đối với hoạt động lắp đặt các thiết bị 5G, CTR sẽ ghi nhận doanh thu vào mảng xây dựng.

HSC tin rằng giá cước 5G của Viettel đang ở mức hợp lý. Người dùng có thể chỉ thanh toán thêm 50% cước phí so với mạng 4G (trong khi cước phí tính theo dung lượng GB của mạng 5G không hẳn cao hơn so với mạng 4G). Do cước phí mạng di động tại Việt Nam hiện khá thấp, chúng tôi dự báo mức chênh lệch cước phí của mạng 5G so với 4G ở mức chấp nhận được.

So với cước dữ liệu 5G tại các nước khác, giá cước tại Việt Nam thấp hơn nhiều. Điều này sẽ giúp Việt Nam đẩy nhanh tốc độ thương mại hóa mạng 5G, vốn đã bị các nước khác bỏ lại phía sau trong cuộc đua 5G.

Theo đó, tốc độ ứng dụng mạng 5G chậm hơn dự báo sẽ dẫn đến rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo từ năm 2026.

Bảng 1: Giá gói cước 5G so với gói cước 4G, Viettel

Giá cước 5G không cao hơn nhiều so với 4G, từ đó hỗ trợ việc sử dụng mạng 5G

Mạng	Gói	Giá mỗi tháng (đồng)	Data (GB/ngày)	Tổng data/tháng (GB)	Giá mỗi GB (đồng)	Cung cấp
5G	5G135	135,000	4	120	1,125	Có chọn lọc
	5G150	150,000	6	180	833	Rộng rãi
4G	SD70	70,000	1	30	2,333	Rộng rãi
	SD90	90,000	1.5	45	2,000	Có chọn lọc
	SD135	135,000	5	150	900	Rộng rãi

Nguồn: HSC

Bảng 2: Giá gói cước 5G, một số quốc gia

Giá cước 5G tại Việt Nam do Viettel cung cấp tương đối rẻ so với các quốc gia khác trong khu vực

Quốc gia	Nhà mạng di động	Giá mỗi tháng (USD)	Data (GB/tháng)	Giá mỗi GB (USD)	Ghi chú
Việt Nam	Viettel	6.0	180	0.03	Chỉ bao gồm data
Trung Quốc	China Mobile	18.0	30	0.60	Bao gồm 500 phút gọi
Indonesia	Telkomsel	3.2	30	0.11	Chỉ bao gồm data
Thái Lan	AIS	5.9	30	0.20	Chỉ bao gồm data
Malaysia	U Mobile	11.5	200	0.06	Bao gồm cuộc gọi không giới hạn

Nguồn: HSC tổng hợp

Phân tích KQKD 10 tháng đầu năm 2024: Tốc độ lắp đặt trạm BTS chậm hơn dự báo

KQKD 10 tháng đầu năm 2024 đa phần sát với dự báo, với LNTT 546 tỷ đồng (tăng 2% so với cùng kỳ) trên doanh thu 10.395 tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 81% và 78% dự báo LNTT và doanh thu của HSC.

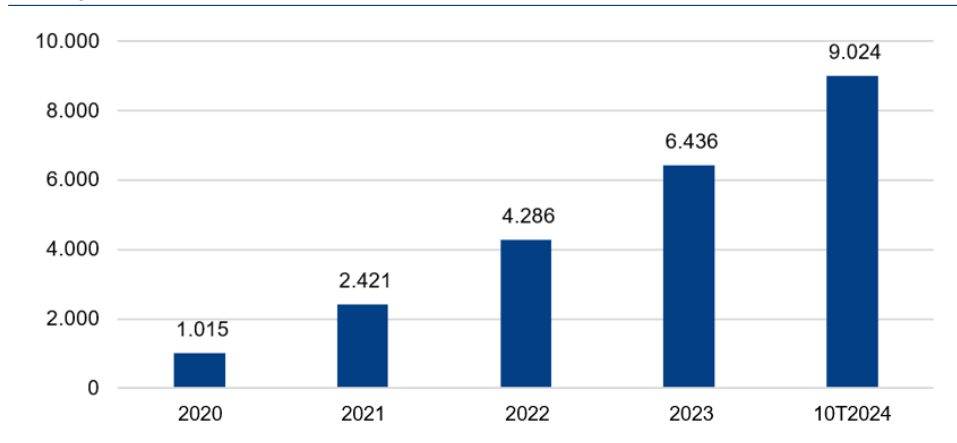
Doanh thu mảng cho thuê hạ tầng tăng mạnh 44% so với cùng kỳ lên 507 tỷ đồng nhờ số lượng lớn trạm BTS được lắp đặt trong năm nay (2.588 trạm trong 10 tháng đầu năm 2024, so với 2.150 trạm trong năm 2023. Tỷ lệ dùng chung trạm hiện đang ở mức 1,03, không đổi so với đầu năm 2024.

Tuy nhiên, tốc độ lắp đặt trạm BTS mới có vẻ chậm lại trong những tháng gần đây do tác động của bão Yagi trong tháng 8-9/2024, cũng như việc CTR tập trung lắp đặt thiết bị 5G chuẩn bị cho Viettel khai trương mạng 5G trong tháng 10. Do đó, HSC nhận thấy số trạm BTS mới được lắp trong năm nay có thể sẽ thấp hơn dự báo cũ của chúng tôi ở mức 4.000 trạm (mặc dù tiến độ lắp đặt được dự báo sẽ tăng tốc trong 2 tháng cuối năm 2024).

Trong khi đó, Công ty đặt mục tiêu ban đầu là lắp thêm 3.000 trạm BTS mới trong năm 2025, so với dự báo cũ của chúng tôi là 4.000 trạm.

Biểu đồ 3: Số lượng trạm BTS, CTR

Tính đến cuối tháng 10, CTR có tổng cộng 9.024 trạm BTS, tăng 2.588 trạm so với đầu năm 2024



Nguồn: CTR

Bảng 4: Lắp đặt trạm BTS trong năm 2024, CTR

Tốc độ bổ sung các trạm BTS mới dường như đã chậm lại trong những tháng gần đây

	T1/2024	T2/2024	T3/2024	T4/2024	T5/2024	T6/2024	T8/2024	T9/2024	T10/2024
Tổng số lượng trạm BTS	6,436	6,436	6,589	6,989	7,393	7,809	8,447	8,812	9,024
Số lượng trạm BTS mới	-	-	153	400	404	416	226	365	212
Số lượng trạm BTS mới từ đầu năm	-	-	153	553	957	1,373	2,011	2,376	2,588
Số trạm dùng chung	213	218	226	230	240	255	305	305	311
Tỷ lệ dùng chung trạm	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.04	1.03	1.03

Nguồn: CTR

Bảng 5: Cơ cấu doanh thu, CTR

Mảng cho thuê hạ tầng dẫn dắt tăng trưởng với doanh thu tăng mạnh 52% so với cùng kỳ trong tháng 10 & tăng 44% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	T10/2023	T10/2024	% so với cùng kỳ	10T2023	10T2024	% so với cùng kỳ
Tổng doanh thu	1,125	1,250	11.1%	9,326	10,395	11.5%
Vận hành	426	596	39.9%	4,647	5,062	8.9%
Xây dựng	455	430	-5.5%	2,845	3,349	17.7%
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	199	131	-34.1%	1,170	1,387	18.5%
Cho thuê hạ tầng	38	59	52.5%	351	507	44.4%

Nguồn: CTR

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Cho năm 2024, HSC giảm dự báo số trạm BTS được lắp mới xuống còn 3.600 trạm, từ mức 4.000 trạm trước đó. Theo đó, tổng số trạm BTS dự kiến sẽ đạt 10.036 vào cuối năm 2024, có nghĩa là chúng tôi ước tính CTR sẽ bổ sung thêm 1.012 trạm trong 2 tháng cuối cùng của năm 2024.

Cho năm 2025, chúng tôi giảm dự báo trạm BTS được lắp mới xuống còn 3.000 trạm, từ mức 4.000 trạm dự báo trước đó, theo như mục tiêu hiện tại của Công ty. Chúng tôi lưu ý rằng, các trạm BTS được lắp đặt trong năm 2024 và 2025 là các trạm macro BTS – các trạm BTS 5G không được lắp đặt trong thời gian này.

Trong khi đó, chúng tôi giả định các trạm BTS 5G sẽ bắt đầu được xây dựng từ năm 2026 (5.000 trạm mới mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030) khi mạng 5G được sử dụng rộng rãi hơn.

Dựa trên những thay đổi giả định này, chúng tôi giảm lần lượt 5% và 9% dự báo doanh thu mảng cho thuê hạ tầng trong năm 2025 và 2026.

Đối với các mảng kinh doanh khác, chúng tôi tương đối giữ nguyên dự báo doanh thu. Tuy nhiên, giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng xây dựng được điều chỉnh giảm sau khi nhận thấy tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này thu hẹp trong 9 tháng đầu năm 2024. Đây có thể là kết quả của của sức tiêu dùng thấp trong thời gian gần đây, trong khi CTR phải đẩy mạnh mức độ bao phủ tại vùng sâu vùng xa để có thêm nhiều hợp đồng B2C mới.

Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2024. Cho năm 2025-2026, dự báo doanh thu đa phần không đổi (giảm 1% so với dự báo trước đó). Tuy nhiên, chúng tôi giảm lần lượt 10-16% và 7-13% dự báo lợi nhuận thuần và EBITDA cho năm 2025-2026.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 11% (so với 17% trước đó) và 25% (so với 31% trước đó) trong giai đoạn 2023-2026.

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2024-2026, CTR

Chúng tôi duy trì dự báo cho năm 2024 nhưng giảm 10-16% dự báo lợi nhuận thuần & giảm 7-13% giả định EBITDA đối với năm 2025-2026

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	11,299	13,389	15,507	17,809		13,381	15,412	17,674	-0.1%	-0.6%	-0.8%
Lợi nhuận thuần	517	539	670	832		540	606	701	0.1%	-9.5%	-15.7%
EBITDA	885	1,014	1,500	1,981		1,012	1,391	1,720	-0.2%	-7.2%	-13.2%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		18.5%	15.8%	14.8%		18.4%	15.2%	14.7%			
Lợi nhuận thuần		4.4%	24.4%	24.1%		4.5%	12.4%	15.7%			
EBITDA		14.6%	47.9%	32.1%		14.4%	37.4%	23.7%			
CAGR 2023-2026											
Doanh thu thuần				16.4%				16.1%			
Lợi nhuận thuần				17.2%				10.7%			
EBITDA				30.8%				24.8%			

Nguồn: HSC

Bảng 7: Dự báo cơ cấu doanh thu, CTR

HSC giảm 5-9% dự báo doanh thu mảng cho thuê hạ tầng trong năm 2025-2026 do giảm giá định số trạm BTS mới

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	13,381	15,412	17,674	-0.1%	-0.6%	-0.8%
Vận hành mạng lưới	5,532	6,085	6,815	7,633	6,085	6,815	7,633	0.0%	0.0%	0.0%
Xây dựng	3,538	4,596	5,355	6,164	4,596	5,355	6,164	0.0%	0.0%	0.0%
Cho thuê hạ tầng	435	645	1,026	1,470	637	973	1,335	-1.2%	-5.2%	-9.2%
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	1,794	2,063	2,311	2,542	2,063	2,269	2,542	0.0%	-1.8%	0.0%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		18.5%	15.8%	14.8%	18.4%	15.2%	14.7%			
Vận hành mạng lưới		10.0%	12.0%	12.0%	10.0%	12.0%	12.0%			
Xây dựng		29.9%	16.5%	15.1%	29.9%	16.5%	15.1%			
Cho thuê hạ tầng		48.1%	59.2%	43.3%	46.3%	52.8%	37.3%			
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật		15.0%	12.0%	10.0%	15.0%	10.0%	12.0%			

Nguồn: HSC

Giảm 3% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 18%

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới, HSC giảm 3% giá mục tiêu xuống 140.800đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 18% từ thị giá hiện tại và định giá cổ phiếu ở mức EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 14,3 lần, 11,5 lần. Lưu ý rằng, chúng tôi tính EV/EBITDA đ.c bằng cách loại trừ quỹ khen thưởng và phúc lợi từ EBITDA.

Bên cạnh việc giảm dự báo lợi nhuận, phương pháp định giá của chúng tôi cũng áp dụng các giả định cơ bản như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (so với 8,5% trước đó), được điều chỉnh giảm để phù hợp với những thay tiêu chuẩn nội bộ của HSC, và hệ số beta 0,9 lần (không đổi). Những thay đổi trên dẫn đến giả định WACC 10,3%, giảm từ mức 11% trước đó.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 5% đối với mảng cho thuê hạ tầng và 3% đối với các mảng kinh doanh khác (không đổi).
- HSC lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 từ giữa năm 2025.

Bảng 8: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, CTR

Chi phí vốn CSH (theo mô hình CAPM) là 10,8% & chi phí nợ là 6,4%

Giả định định giá	Cũ	Mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%	7.5%
Beta	0.9	0.9
Chi phí vốn CSH	11.7%	10.8%
Chi phí nợ	8.0%	8.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%	6.4%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán WACC, CTR

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 10,3%

Cơ cấu nguồn vốn	Cũ	Mới
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	87.6%	89.1%
Nợ / Tổng nguồn vốn	12.4%	10.9%
WACC	11.0%	10.3%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Định giá DCF, mảng cho thuê hạ tầng của CTR

Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng là 12.583 tỷ đồng

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần (trừ khen thưởng & phúc lợi)	78	96	142	198	270	348	426	500
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	34	22	29	32	35	34	32	30
+ Khấu hao	143	210	476	673	776	847	845	723
- Thay đổi vốn lưu động	-	-	-	-	-	-	-	-
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(410)	(1,480)	(1,300)	(800)	(688)	(400)	(400)	(400)
Dòng tiền tự do mảng cho thuê hạ tầng	(154)	(1,152)	(653)	103	393	829	903	853
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								5.0%
Giá trị dài hạn								16,983
Dòng tiền tương lai	(154)	(1,152)	(653)	103	393	829	903	17,836
Hệ số chiết khấu		1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
Giá trị hiện tại		(1,152)	(653)	93	323	618	611	10,938
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng			12,583					
EV/EBITDA của mảng cho thuê hạ tầng		36.9	18.9	13.5	11.1	9.6	8.9	9.1

Nguồn: HSC

Bảng 11: Định giá DCF, các mảng kinh doanh khác của CTR

Giá trị của các mảng kinh doanh khác là 5.193 tỷ đồng

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	311	311	316	332	341	366	392	414
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	34	22	29	32	35	34	32	30
+ Khấu hao	115	118	121	124	127	130	133	136
- Thay đổi vốn lưu động	(106)	(290)	(265)	(268)	(215)	(192)	(133)	(99)
- 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	141	180	200	267	319	403	461
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								3.0%
Giá trị dài hạn								6,521
Dòng tiền tương lai	332	141	180	200	267	319	403	6,981
Hệ số chiết khấu	-	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
Giá trị hiện tại		141	180	181	220	238	273	4,281
Giá trị của các mảng khác			5,193					
EV/EBITDA của các mảng khác		9.6	9.0	8.5	8.2	7.8	7.4	7.2

Nguồn: HSC

Bảng 12: Định giá SOTP, CTR

Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 140.800đ

Tỷ đồng	
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng	12,583
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	1,645
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	10,938
Giá trị của các mảng khác	5,193
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	912
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,281
Tổng giá trị của doanh nghiệp	17,775
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	2,556
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	15,219
Nợ thuần	(1,670)
Giá trị của vốn CSH	16,105
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	114.4
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	140,800

Nguồn: HSC

Bảng 13: 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 là 5% đối với mảng cho thuê hạ tầng & 3% đối với các mảng khác

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn của các mảng khác				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng cho thuê hạ tầng		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	4.0%	121,000	123,200	125,600	128,300	131,500
	4.5%	128,000	130,100	132,500	135,300	138,500
	5.0%	136,300	138,400	140,800	143,600	146,800
	5.5%	146,300	148,400	150,800	153,600	156,800
	6.0%	158,600	160,800	163,200	165,900	169,100

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 là 11,7 lần và năm 2026 là 9,4 lần, thấp hơn 8% và 22% so với các công ty cùng ngành trên toàn cầu.

Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu CTR vì đây là đối tượng hưởng lợi chính của việc thương mại hóa mạng 5G ở Việt Nam, mặc dù lợi thế này có thể sẽ chậm phản ánh vào lợi nhuận của Công ty do việc ứng dụng mạng 5G cần phải đạt đến mức độ nhất định mới có thể phát sinh nhu cầu về hạ tầng 5G mới. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 18%.

Biểu đồ 14: EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm, CTR

CTR đang giao dịch với EV/ EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 12,2 lần, cao hơn giá trị bình quân từ năm 2021 là 11 lần



Nguồn: HSC

Bảng 15: So sánh các công ty cùng ngành, CTR

CTR đang giao dịch thấp hơn so với các công ty cùng ngành trên thế giới trong năm 2025-2026

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025	P/E 2026	EV/EBITDA 2024	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026
American Tower Corp	AMT US	Mỹ	93,869	32.8	30.2	28.1	18.9	19.4	18.4
SBA Communications Corp	SBAC US	Mỹ	23,541	29.1	24.1	23.2	18.9	18.3	17.5
DigitalBridge Group Inc	DBRG US	Mỹ	2,045	26.6	31.6	21.5	31.8	18.4	20.8
Cellnex Telecom SA	CLNX SM	EU	23,610	N.a	N.a	210.3	13.9	13.1	12.3
Infrastrutture Wireless Italia	INW IM	EU	9,557	23.5	20.8	19.0	14.4	13.5	12.6
Helios Towers PLC	HTWS LN	Anh	1,260	92.1	18.4	8.7	7.3	6.5	5.9
China Tower Corp Ltd	788 HK	T.Quốc	23,293	15.4	12.8	7.9	3.8	3.7	3.6
Dayamitra Telekomunikasi PT	MTEL IJ	Indonesia	3,095	22.9	20.8	19.1	8.8	8.3	7.9
PT Tower Bersama Infrastructur	TBIG IJ	Indonesia	2,823	28.9	26.9	25.2	12.9	12.4	11.9
OCK Group Bhd	OCK MK	Malaysia	110	12.4	9.2	7.3	5.9	5.1	4.6
Bình quân				31.5	21.6	37.0	15.8	11.9	11.6
Trung vị				26.6	20.8	20.3	13.9	12.8	12.1
Tổng CTCP Công trình Viettel	CTR VN	Việt Nam	538	33.1	29.5	25.5	16.7	11.8	9.5
Chênh lệch(chiết khấu) so với trung vị của các công ty cùng ngành				24.7%	41.4%	25.4%	19.9%	-7.6%	-22.0%

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	13,381	15,412	17,674
Lợi nhuận gộp	757	886	1,021	1,170	1,350
Chi phí BH&QL	(189)	(249)	(295)	(340)	(389)
Thu nhập khác	1.10	2.82	0	0	0
Chi phí khác	(1.26)	(4.96)	(5.88)	(6.77)	(7.76)
EBIT	567	635	720	824	953
Lãi vay thuần	2.96	10.7	(45.9)	(65.8)	(76.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	570	645	674	758	877
Chi phí thuế TNDN	(113)	(129)	(135)	(152)	(175)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.03	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	457	517	540	606	701
Lợi nhuận thuần ĐC	390	389	407	458	530
EBITDA ĐC	774	893	1,048	1,421	1,750
EPS (đồng)	3,411	3,401	3,561	4,003	4,630
EPS ĐC (đồng)	3,411	3,401	3,561	4,003	4,630
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	296	375	308
Đầu tư ngắn hạn	1,222	1,000	803	616	707
Phải thu khách hàng	2,472	2,945	3,479	3,930	4,418
Hàng tồn kho	819	783	803	848	884
Các tài sản ngắn hạn khác	84.5	81.1	93.7	100	106
Tổng tài sản ngắn hạn	5,010	5,627	5,475	5,870	6,423
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	2,100	2,924	3,051
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	48.6	55.8
Tổng tài sản dài hạn	1,050	1,302	2,481	3,210	3,240
Tổng cộng tài sản	6,060	6,929	7,955	9,080	9,663
Nợ ngắn hạn	1,197	1,191	1,338	1,541	1,414
Phải trả người bán	519	594	736	848	972
Nợ ngắn hạn khác	1,916	1,926	1,896	1,896	1,896
Tổng nợ ngắn hạn	4,140	4,541	4,921	5,355	5,484
Nợ dài hạn	269	383	750	1,120	1,216
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	14.2	14.7	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	283	398	750	1,120	1,216
Tổng nợ phải trả	4,423	4,938	5,672	6,475	6,701
Vốn chủ sở hữu	1,637	1,991	2,284	2,604	2,962
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.05	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,637	1,991	2,284	2,604	2,962
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,060	6,929	7,955	9,080	9,663
BVPS (đ)	14,312	17,404	19,965	22,768	25,898
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,052	756	1,792	2,286	2,323

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	567	635	720	824	953
Khấu hao	(206)	(258)	(328)	(597)	(797)
Lãi vay thuần	2.96	10.7	(45.9)	(65.8)	(76.3)
Thuế TNDN đã nộp	(108)	(57.7)	(135)	(152)	(175)
Thay đổi vốn lưu động	(538)	(200)	(290)	(265)	(268)
Khác	(7.05)	127	31.4	36.7	(265)
LCT thuần từ HKKD	72.2	575	599	969	963
Đầu tư TS dài hạn	(407)	(483)	(1,500)	(1,320)	(820)
Góp vốn & đầu tư	(1,652)	(1,549)	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	539	1,874	(6.57)	(6.41)	(7.14)
LCT thuần từ HĐĐT	(1,520)	(159)	(1,507)	(1,326)	(827)
Cổ tức trả cho CSH	(91.9)	(120)	(114)	(137)	(172)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,285	108	515	573	(31.4)
Khác	0	0	(14.7)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,194	(11.8)	386	436	(203)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	668	414	818	296	375
LCT thuần trong kỳ	(254)	404	(522)	78.8	(67.5)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.12)	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	414	818	296	375	308
Dòng tiền tự do	(334)	91.1	(901)	(351)	143

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	7.99	7.84	7.63	7.59	7.64
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.17	7.90	7.83	9.22	9.90
Tỷ suất LNT (%)	4.83	4.57	4.03	3.93	3.97
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	20.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	27.1	19.4	18.4	15.2	14.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	24.5	15.4	17.4	35.6	23.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	21.7	(0.29)	4.72	12.4	15.7
Tăng trưởng EPS (%)	21.7	(0.29)	4.72	12.4	15.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	21.7	(0.29)	4.72	12.4	15.7
Tăng trưởng DPS (%)	192	(6.82)	(63.2)	20.0	25.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	85.6	80.0	28.1	30.0	32.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	31.0	28.5	25.2	24.8	25.2
ROACE (%)	33.4	29.5	26.6	24.4	24.1
Vòng quay tài sản (lần)	1.89	1.74	1.80	1.81	1.89
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.13	0.91	0.83	1.18	1.01
Số ngày tồn kho	34.3	27.5	23.7	21.7	19.8
Số ngày phải thu	104	103	103	101	98.8
Số ngày phải trả	21.7	20.8	21.7	21.7	21.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	89.0	71.2	113	122	113
Nợ/tài sản (%)	30.9	32.2	36.1	39.2	37.9
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	15.7	12.5	12.5
Nợ/EBITDA (lần)	2.42	2.50	2.74	2.51	2.09
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.21	1.24	1.11	1.10	1.17
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.42	1.18	1.09	0.99	0.86
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.4	15.0	13.9	10.7	8.69
P/E (lần)	34.9	35.0	33.4	29.7	25.7
P/E ĐC (lần)	34.9	35.0	33.4	29.7	25.7
P/B (lần)	8.31	6.83	5.96	5.22	4.59
Lợi suất cổ tức (%)	2.46	2.29	0.84	1.01	1.26

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

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 W: www.hsc.com.vn