

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ138,000 (từ VNĐ140,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 7.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/2/2025)	128,000
Mã Bloomberg	CTR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	93,719-156,884
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	127,100
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,641
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	579
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	(2.66)	2.32	35.6
So với chỉ số	(4.38)	1.78	21.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,894	5,671	(31.3)
2026F	4,461	6,840	(34.8)
2027F	5,147	-	N/a

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

Giảm giá mục tiêu do mảng ngoài viễn thông; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 2% giá mục tiêu xuống 138.000đ (tiềm năng tăng giá: 8%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.
- Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm 3-4% dự báo lợi nhuận thuần do giảm nhẹ lợi nhuận mảng ngoài viễn thông, cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến tăng lần lượt 10% và 15% trong hai năm. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 15%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt ở mức 13% và 21%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 14,5 lần và 11,2 lần, với EV/EBITDA điều chỉnh dự phóng năm 2026 thấp hơn 7% so với các công ty cùng ngành trên toàn cầu.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD năm 2024

Lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng chậm lại – ở mức chỉ 3% so với năm 2023 – đạt chỉ 539 tỷ đồng trên 12,6 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (tăng trưởng 11%). EBITDA năm 2024 tăng trưởng 13% đạt 1.032 tỷ đồng. Mặc dù lợi nhuận thuần và EBITDA sát với dự báo của HSC, doanh thu thuần thấp hơn một chút so với dự báo (hoàn thành 94% dự báo năm 2024 của chúng tôi, đa phần do doanh thu mảng ngoài viễn thông thấp hơn kỳ vọng) được bù trừ bởi mức giảm của chi phí quản lý.

KQKD liên quan đến mảng viễn thông – mảng kinh doanh cốt lõi của CTR, theo quan điểm của chúng tôi – vẫn tăng trưởng tích cực. Mảng cho thuê hạ tầng tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng doanh thu (tăng 45% so với cùng kỳ đạt 631 tỷ đồng), nhờ mở rộng mạng lưới trạm BTS trong năm. Tại thời điểm cuối năm 2024, CTR sở hữu 10.000 trạm BTS, tăng 3.564 trạm trong năm, giúp Công ty củng cố vị thế là towerco hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 50%.

Tác động: Giảm nhẹ dự báo 2025-2026; đưa ra dự báo năm 2027

HSC giảm 3-4% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do giảm dự báo lợi nhuận mảng ngoài viễn thông, trong khi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận mảng viễn thông (vận hành mạng lưới, xây dựng và cho thuê hạ tầng viễn thông). Bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027, dự báo mới của chúng tôi – mặc dù thấp hơn dự báo chậm điều chỉnh của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt ở mức 13% và 21%.

Đáng lưu ý, đối với mảng cho thuê hạ tầng cốt lõi, chúng tôi dự báo sẽ có thêm 3.000 trạm BTS (macro) mới trong năm 2025 (không đổi), hỗ trợ Viettel mở rộng phạm vi phủ sóng mạng 4G, trong khi các trạm BTS 5G mới dự kiến sẽ được bổ sung trong năm 2026. Viettel (công ty mẹ sở hữu 65,7% cổ phần của CTR) – cùng với 2 nhà mạng di động lớn khác – sẽ đẩy nhanh tiến độ phủ sóng mạng 5G trên toàn quốc.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 14,5 lần và 11,2 lần, với EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2026 thấp hơn 7% so với các công ty cùng ngành trên toàn cầu. Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận (và giữ nguyên các giả định định giá), giá mục tiêu mới 138.000đ (sau khi điều chỉnh giảm 2%) cho thấy tiềm năng tăng giá 8% từ thị giá hiện tại và cổ phiếu cũng có EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 15,6 lần và 12 lần. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	893	1,032	1,232 ▼	1,564 ▼	1,812
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	517	539	590	676	780
EPS ĐC (đồng)	3,401	3,556	3,894	4,461	5,147
DPS (đồng)	2,720	1,000	1,200	1,500	2,000
BVPS (đồng)	17,404	16,282	18,976 ▼	21,937 ▼	25,084
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.1	14.1	12.4	9.85	8.40
P/E ĐC (lần)	37.6	36.0	32.9	28.7	24.9
Lợi suất cổ tức (%)	2.13	0.78	0.94	1.17	1.56
P/B (lần)	7.35	7.86	6.75	5.83	5.10
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(0.29)	4.55	9.53	14.6	15.4
ROAE (%)	28.5	28.0	29.3	28.9	29.0

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

Towerco hàng đầu Việt Nam; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm nhẹ 2% giá mục tiêu xuống 138.000đ (tiềm năng tăng giá: 8%). Dự báo mới, sau khi điều chỉnh giảm 3-4% cho năm 2025-2026, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 10% và 15%, trong khi dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 15%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và EBITDA giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 13% và 21%. Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu CTR nhờ vào vị thế không thể bị thay thế như là một towerco hàng đầu Việt Nam và là đơn vị hưởng lợi chính cho việc thương mại hóa mạng 5G.

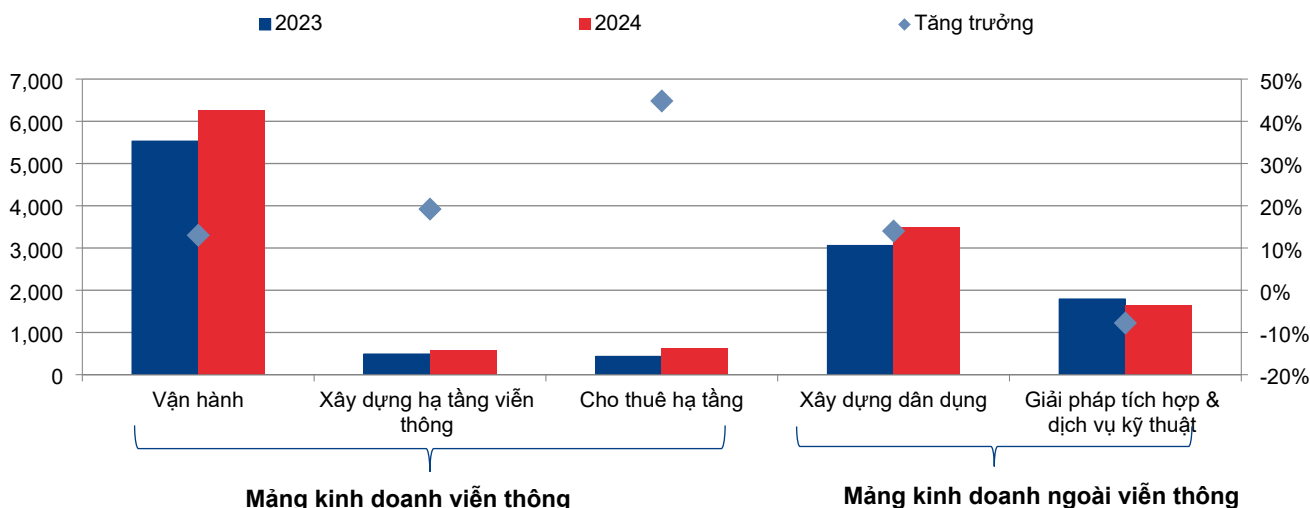
Đánh giá KQKD năm 2024: Tăng trưởng giảm tốc nhưng triển vọng vẫn còn nguyên vẹn

Cho năm 2024, lợi nhuận thuần cũng tăng trưởng 3% đạt 539 tỷ đồng, thấp hơn mức tăng trưởng hai con số của năm 2023, trên doanh thu thuần 12,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%). EBITDA năm 2024 tăng trưởng 13% đạt 1.032 tỷ đồng. Mặc dù lợi nhuận thuần và EBITDA sát với dự báo, doanh thu thuần thấp hơn 6% so với dự báo do doanh mảng ngoài viễn thông thấp hơn kỳ vọng.

Đối với doanh thu thuần, mảng viễn thông (vận hành mạng lưới, xây dựng và cho thuê hạ tầng viễn thông, đóng góp tích cực lên đến 59% tổng doanh thu năm 2024) đều tăng trưởng vững chắc. Trong khi đó, đối với mảng ngoài viễn thông (đóng góp 41% tổng doanh thu năm 2024), mảng xây dựng dân dụng ghi nhận mức tăng trưởng khá, nhưng mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật lại sụt giảm do sức chi tiêu của người tiêu dùng kém.

Biểu đồ 1: Doanh thu năm 2024 theo từng mảng kinh doanh, CTR

Năm 2024 doanh thu mảng viễn thông tăng trưởng tích cực 15%, trong khi các mảng ngoài viễn thông tăng trưởng kém khả quan hơn khi chỉ đạt 6%



Nguồn: CTR, HSC

Các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông

Doanh thu mảng **vận hành** tăng 13% so với cùng kỳ đạt 6.252 tỷ đồng (đóng góp 50% tổng doanh thu). Tại thị trường trong nước, CTR vẫn là cung cấp dịch vụ vận hành cho Viettel tại 62/63 tỉnh, thành trên cả nước (ngoại trừ TP.HCM). Doanh thu vận hành từ thị trường trong nước tăng khiêm tốn 2% so với cùng kỳ đạt 4.125 tỷ đồng, do việc tắt mạng 2G. Tại thị trường nước ngoài, CTR là đơn vị vận hành của các công ty con của Viettel Cambodia và Myanmar, doanh thu tại hai thị trường này tăng 44% so với cùng kỳ đạt 2.127 tỷ đồng.

Chúng tôi lưu ý rằng vào đầu năm 2024, CTR giành được hợp đồng tiếp tục cung cấp dịch vụ vận hành cho Viettel trong giai đoạn 2024-2026 tại thị trường trong nước với tổng giá trị hợp đồng 15,9 nghìn tỷ đồng. Do đó, nguồn doanh thu của mảng kinh doanh này trong năm 2025-2026 cũng sẽ được đảm bảo.

Mảng **xây dựng hạ tầng viễn thông** tăng trưởng trở lại ở mức 19% trong năm 2024 (đạt 591 tỷ đồng doanh thu, đóng góp 5% tổng doanh thu) sau khi sụt giảm từ năm 2020. Lưu ý, doanh thu của mảng kinh doanh này rơi vào khoảng 1,3-1,5 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2016-2019 trước khi giảm xuống còn 419 tỷ đồng trong năm 2023 do (i) hạ tầng mạng 4G đã hoàn chỉnh nên nhu cầu xây dựng hạ tầng viễn thông mới sụt giảm, và (ii) mảng cho thuê hạ tầng bắt đầu từ năm 2020 khi CTR trở thành chủ đầu tư cơ sở hạ tầng thay vì chỉ là nhà thầu cho Viettel.

Trong năm 2024, đà tăng trưởng phục hồi là nhờ nhu cầu xây dựng hạ tầng 5G, giúp Viettel chuẩn bị cho việc chính thức thương mại hóa mạng 5G vào ngày 15/10/2024. Trong giai đoạn đầu của mạng 5G, hạ tầng được xây dựng bằng cách tận dụng cơ sở hạ tầng sẵn có – các trạm BTS 5G được xây dựng bằng cách lắp đặt thiết bị 5G vào các trạm BTS, thay vì xây mới. Trong năm 2024, CTR đã lắp đặt thiết bị 5G lên khoảng 4.000 trạm BTS, trên tổng số 6.500 trạm BTS của Viettel trên cả nước. Doanh thu từ hoạt động này được ghi nhận trong mảng xây dựng hạ tầng viễn thông.

Mảng **cho thuê hạ tầng** tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng, với doanh thu tăng trưởng mạnh 45% đạt 631 tỷ đồng (đóng góp 5% trên tổng doanh thu), chủ yếu nhờ mở rộng mạng lưới trạm BTS. Tính đến cuối năm 2024, CTR sở hữu 10.000 trạm BTS (bổ sung thêm 3.564 trạm so với cuối năm 2023, sát với dự báo của HSC ở mức 3.600 trạm được bổ sung trong năm). Kết quả trên đã củng cố vị thế của Công ty như là một towerco hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 50%, theo ước tính của chúng tôi. Tại thời điểm cuối năm 2024, có 333 trạm BTS có hơn một khách thuê, dẫn đến tỷ lệ dùng chung trạm là 1,034.

Mảng ngoài viễn thông

Doanh thu mảng xây dựng dân dụng tăng 14% so với cùng kỳ đạt 3.490 tỷ đồng (bằng 28% tổng doanh thu), có phần thấp hơn mức tăng trưởng trên 100% của những năm trước đó, do quy mô kinh doanh của mảng này ngày càng lớn hơn. Tính đến cuối năm 2024, lũy kế nguồn việc đạt 4.071 tỷ đồng, đảm bảo doanh thu của mảng kinh doanh này trong năm 2025.

Trong khi đó, doanh thu mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật giảm 9% so với cùng kỳ xuống 1.655 tỷ đồng (đóng góp 13% tổng doanh thu) do sức chi tiêu của người tiêu dùng kém. Phân khúc năng lượng mặt trời có KQKD nổi trội trong mảng này, với doanh thu năm 2024 đạt 418 tỷ đồng (tăng 315% so với cùng kỳ, đóng góp 25% tổng doanh thu của mảng).

Bối cảnh năm 2025: Triển vọng còn nguyên vẹn cho mảng viễn thông cốt lõi

Sau khi Viettel và Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam (VNPT) chính thức khai thác mạng 5G lần lượt vào ngày 15/10/2024 và 20/12/2024, Mobifone – nhà mạng lớn thứ 3 trên thị trường – cũng dự kiến cung cấp dịch vụ 5G trong năm nay. Lưu ý, cả 3 nhà mạng này đều do Nhà nước sở hữu 100% cổ phần.

Đối với Viettel, số lượng thuê bao 5G nhanh chóng tăng lên 4 triệu chỉ sau 2 tháng chính thức khai thác, tương đương 70% tổng số thuê bao có thiết bị hỗ trợ 5G của Viettel. 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.

Theo Viettel, nhà mạng này hiện có tổng cộng 10 triệu thuê bao sử dụng thiết bị hỗ trợ 5G trên toàn quốc. Điều này có nghĩa là còn 6 triệu thuê bao đã sẵn sàng chuyển đổi sang mạng 5G. Trong năm 2025, Viettel sẽ tiếp tục mở rộng phạm vi phủ sóng 5G với mục tiêu dịch vụ 5G có thể được truy cập tại tất cả trung tâm các quận, huyện trên cả nước. Viettel cũng sẽ nhắm mục tiêu đến các khách hàng doanh nghiệp (B2B) hoạt động trong các khu công nghiệp, sân bay, cảng biển, v.v.. theo xu hướng triển khai trên toàn cầu.

Tại thời điểm cuối năm 2024, Viettel sở hữu 6.500 trạm BTS 5G, chủ yếu là lắp đặt thiết bị 5G lên các trạm BTS có sẵn. Công ty kỳ vọng sẽ có thêm 10.000 trạm BTS 5G được lắp đặt theo cách tương tự trong năm nay. CTR sẽ triển khai 50% khối lượng công việc, đồng nghĩa với việc lắp đặt khoảng 5.000 trạm BTS trong năm nay. Chúng tôi lưu ý rằng Viettel đang sở hữu 50.000 vị trí trạm BTS (trên tổng số 100.000 vị trí trên toàn quốc).

CTR không hưởng lợi nhiều từ việc triển khai mạng 5G sớm. Việc này chủ yếu hỗ trợ các nhà mạng và mạng hạ tầng viễn thông, trong khi mạng cho thuê hạ tầng vẫn chưa hưởng lợi cho đến khi nhu cầu đối với trạm BTS 5G mới tăng mạnh, theo quan điểm của chúng tôi, điều này chỉ là vấn đề thời gian. HSC kỳ vọng các trạm BTS 5G mới sẽ được lắp đặt từ năm 2026.

Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm ở mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật (so với dự báo trước đó) do sức chi tiêu của người tiêu dùng kém.

Dự báo lợi nhuận: Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2025-2026; đưa ra dự báo năm 2027

HSC giảm 3-4% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do giảm dự báo lợi nhuận mảng ngoài viễn thông, nhưng đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận mảng viễn thông. Cho năm 2025 và 2026, lợi nhuận thuần được dự báo tăng lần lượt 10% và 15% lên 590 tỷ đồng và 676 tỷ đồng. Cho năm 2027, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu với lợi nhuận thuần tăng trưởng 15% lên 780 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần và EBITDA giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 13% và 21%.

Mảng cho thuê hạ tầng được dự báo sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng, với doanh thu giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR là 39%. Mức đóng góp vào tổng doanh thu của mảng này dự kiến sẽ tăng lên 9% trong năm 2027, từ mức 5% trong năm 2024.

Như đã đề cập trước đó, chúng tôi dự báo CTR sẽ bổ sung thêm 3.000 trạm BTS (macro) mới trong năm 2025 trong khi sẽ bổ sung thêm các trạm BTS 5G mới từ năm 2026 (5.000 trạm mỗi năm cho năm 2026 và 2027). Trong khi đó, CTR sẽ tiếp tục đầu tư vào hệ thống cáp ngầm dọc đường cao tốc trong giai đoạn 2025-2027. Tổng vốn đầu tư dự kiến sẽ là 1.320 tỷ đồng cho năm 2025, 820 tỷ đồng cho năm 2026 và 708 tỷ đồng cho năm 2027.

Tại thời điểm cuối năm 2024, CTR vẫn ở vị thế tiền mặt thuần 116 tỷ đồng. Chúng tôi lưu ý rằng CTR vẫn giữ được vị thế tiền mặt thuần từ năm 2016 nhờ dòng tiền mạnh và nhu cầu vốn đầu tư thấp. Tuy nhiên, với tổng vốn đầu tư dự kiến tăng trong 3 năm tới, HSC dự báo CTR sẽ chuyển sang vị thế dư nợ thuần từ năm 2025 nhưng tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH vẫn sẽ được kiểm soát tốt, với tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 20-32% và tỷ lệ nợ thuần/tổng tài sản ở mức 6-9% trong giai đoạn 2025-2027.

Bảng 2: Dự báo mới và dự báo cũ, CTR

Chúng tôi hạ 3-4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2026, do giảm dự báo lợi nhuận của mảng kinh doanh ngoài viễn thông

Tỷ đồng	Dự báo cũ							Điều chỉnh			2024-27 CAGR
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024	2025F	2026F	
Doanh thu thuần	12,613	13,381	15,412	17,674	14,475	16,440	18,418	-5.8%	-6.1%	-7.0%	13.5%
Lợi nhuận thuần	539	540	606	701	590	676	780	-0.1%	-2.7%	-3.6%	13.1%
EBITDA	1,003	1,012	1,391	1,720	1,202	1,534	1,782	-1.1%	-13.6%	-10.8%	21.1%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		18.4%	22.2%	14.7%	14.8%	13.6%	12.0%				
Lợi nhuận thuần		4.5%	12.6%	15.7%	9.5%	14.6%	15.4%				
EBITDA		14.4%	38.7%	23.7%	19.8%	27.6%	16.2%				

Nguồn: Dữ liệu Công ty, HSC

Bảng 3: Dự báo mới và dự báo cũ doanh thu, CTR

HSC hạ 6-7% dự báo doanh thu năm 2025-2026 chủ yếu do hạ giả định đối với mảng kinh doanh ngoài viễn thông

	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			2024-27
Tỷ đồng	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024	2025F	2026F	CAGR
Doanh thu thuần	12,613	13,381	15,412	17,674	14,475	16,440	18,418	-5.7%	-6.1%	-7.0%	13.5%
Vận hành mạng lưới	6,252	6,085	6,815	7,633	6,877	7,565	8,322	2.7%	0.9%	-0.9%	10.0%
Xây dựng	4,075	4,596	5,355	6,164	4,890	5,631	6,291	-11.3%	-8.7%	-8.6%	15.6%
Cho thuê hạ tầng	631	637	973	1,335	970	1,333	1,703	-1.0%	-0.3%	-0.2%	39.2%
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	1,655	2,063	2,269	2,542	1,737	1,911	2,102	-19.8%	-23.4%	-24.8%	8.3%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		18.4%	22.2%	14.7%	14.8%	13.6%	12.0%				
Vận hành mạng lưới		10.0%	9.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%				
Xây dựng		29.9%	31.4%	15.1%	20.0%	15.1%	11.7%				
Cho thuê hạ tầng		46.3%	54.3%	37.3%	53.8%	37.4%	27.8%				
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật		15.0%	37.1%	12.0%	5.0%	10.0%	10.0%				
Tỷ trọng											
Vận hành mạng lưới	49.6%	45.5%	44.2%	43.2%	47.5%	46.0%	45.2%				
Xây dựng	32.3%	34.3%	34.7%	34.9%	33.8%	34.3%	34.2%				
Cho thuê hạ tầng	5.0%	4.8%	6.3%	7.6%	6.7%	8.1%	9.2%				
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	13.1%	15.4%	14.7%	14.4%	12.0%	11.6%	11.4%				

Nguồn: Dữ liệu Công ty, HSC

Bảng 4: Dự báo dư nợ, CTR

CTR sẽ chuyển sang vị thế dư nợ thuần từ năm 2025, từ vị thế dư tiền thuần ở các năm trước

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Nợ ngắn hạn	30	31	1,197	1,191	1,052	1,158	1,315	1,105
Nợ dài hạn	18	150	269	383	573	848	919	941
Tổng nợ	47	180	1,466	1,574	1,625	2,006	2,234	2,046
Tiền & đầu tư ngắn hạn	504	768	1,636	1,818	1,741	1,322	1,465	1,465
Nợ thuần	(457)	(588)	(170)	(244)	(116)	684	769	581
Tỷ lệ nợ thuần / vốn CSH	-43.1%	-44.8%	-10.4%	-12.3%	-6.2%	31.5%	30.6%	20.3%
Tỷ lệ nợ thuần / tổng tài sản	-11.8%	-14.8%	-2.8%	-3.5%	-1.6%	8.7%	8.9%	6.4%

Nguồn: HSC

Giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 138.000đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá: 8%)

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định định giá, HSC giảm nhẹ 2% giá mục tiêu xuống 138.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 8% từ thị giá hiện tại. Cổ phiếu CTR cũng có EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 15,6 lần và 12 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Các giả định của chúng tôi như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro thị trường 7,5% và hệ số beta 0,9 lần (tất cả không đổi). Các giả định trên cho thấy WACC không đổi ở mức 10,3%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 5% đối với mảng cho thuê hạ tầng và 3% đối với các mảng khác (không đổi).
- Thời điểm định giá vào cuối năm 2025 (không đổi).

Bảng 5: Định giá SOTP, CTR

Giá mục tiêu mới theo tính toán của chúng tôi là 138.000đ

Tỷ đồng	
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng	11,810
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	1,803
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	10,007
Giá trị của các mảng khác	4,657
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	1,072
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,586
Tổng giá trị của doanh nghiệp	16,468
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	2,875
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,593
Nợ thuần	(684)
Giá trị của vốn CSH	15,783
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	114.4
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	138,000

Nguồn: HSC
Bảng 6: Giá 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%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phản bù rủi ro thị trường	7.5%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	10.8%
Chi phí nợ	8.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%

Nguồn: HSC
Bảng 7: Tính toán WACC, CTR

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

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	89.1%
Nợ / Tổng nguồn vốn	10.9%
WACC	10.3%

Nguồn: HSC
Bảng 8: Định giá DCF, mảng cho thuê hạ tầng của CTR

Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng là 11.810 tỷ đồng

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận thuần (trừ khen thưởng & phúc lợi)	94	148	203	274	357	438	517
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	24	22	25	30	30	28	26
+ Khấu hao	206	335	543	652	727	763	723
- Thay đổi vốn lưu động	-	-	-	-	-	-	-
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(599)	(1,300)	(800)	(688)	(400)	(400)	(400)
Dòng tiền tự do mảng cho thuê hạ tầng	(275)	(795)	(29)	268	713	829	867
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							5.0%
Giá trị dài hạn							16,498
Dòng tiền tương lai	(275)	(795)	(29)	268	713	829	17,364
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
Giá trị hiện tại	(275)	(795)	(26)	219	529	556	10,533
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng		11,810					
EV/EBITDA của mảng cho thuê hạ tầng	35.5	22.2	14.5	11.6	9.8	8.8	8.4

Nguồn: HSC

Bảng 9: Định giá DCF, các mảng kinh doanh khác của CTR

Giá trị của các mảng kinh doanh khác là 4.657đ

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận thuần	312	297	307	315	338	360	383
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	24	22	25	30	30	28	26
+ Khấu hao	89	110	113	116	119	122	124
- Thay đổi vốn lưu động	(11)	(194)	(248)	(223)	(169)	(115)	(83)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	5	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
Dòng tiền tự do của các mảng khác	419	215	178	217	297	375	431
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							3.0%
Giá trị dài hạn							5,912
Dòng tiền tương lai	419	215	178	217	297	375	6,343
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
Giá trị hiện tại	419	215	161	178	220	251	3,847
Giá trị của các mảng khác		4,657					
EV/EBITDA của các mảng khác	8.6	8.9	8.4	8.1	7.7	7.3	7.1

Nguồn: HSC

Bảng 10: 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					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng cho thuê hạ tầng	4.0%	119,900	121,800	123,900	126,200	129,000
	4.5%	126,400	128,200	130,300	132,700	135,500
	5.0%	134,000	135,900	138,000	140,400	143,100
	5.5%	143,200	145,100	147,200	149,600	152,300
	6.0%	154,400	156,300	158,400	160,800	163,500

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDAđ.c dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 14,5 lần và 11,2 lần, tương đương với EV/EBITDAđ.c trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, cao hơn so với bình quân từ đầu năm 2021 ở mức 11,1 lần, nhưng không có gì đáng ngạc nhiên khi xét đến sự thay đổi lớn về vị thế của công ty trong ngành viễn thông.

Trong khi đó, cho năm 2026, CTR giao dịch ở mức chiết khấu thấp hơn 7% so với các công ty cùng ngành trên toàn cầu. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp nhờ EBITDA của CTR tăng mạnh trong khi Công ty là đơn vị hưởng lợi của việc thương mại hóa mạng 5G (vốn đang ở giai đoạn đầu) tại Việt Nam.

Biểu đồ 11: 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 14,2 lần, cao hơn giá trị bình quân từ năm 2021 là 11,1 lần



Nguồn: HSC

Bảng 12: So sánh các công ty cùng ngành, CTR

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

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	2025 P/E	2026 P/E	2025 EV/EBITDA	2026 EV/EBITDA
American Tower Corp	AMT US	US	86,040	27.7	25.8	17.7	16.8
SBA Communications Corp	SBAC US	US	21,240	21.7	20.9	16.5	15.8
DigitalBridge Group Inc	DBRG US	US	1,870	28.9	19.7	16.9	19.1
Cellnex Telecom SA	CLNX SM	EU	22,840	N/a	203.5	12.7	11.9
Infrastrutture Wireless Italia	INW IM	EU	9,721	21.2	19.3	13.7	12.9
Helios Towers PLC	HTWS LN	UK	1,288	18.8	8.9	6.7	6.0
China Tower Corp Ltd	788 HK	T.Quốc	24,071	13.2	8.2	3.8	3.7
Dayamitra Telekomunikasi PT	MTEL IJ	Indonesia	3,380	22.8	20.9	9.1	8.6
PT Tower Bersama Infrastructur	TBIG IJ	Indonesia	2,876	27.4	25.6	12.7	12.2
OCK Group Bhd	OCK MK	Malaysia	103	8.6	6.8	4.8	4.3
Bình quân				21.1	36.0	11.5	11.1
Trung vị				21.7	20.3	12.7	12.1
Tổng CTCP Công trình Viettel	CTR VN	Việt Nam	585	33.0	28.8	14.5	11.2
Chênh lệch/(chiết khấu) so với trung vị của các công ty cùng ngành						14.7%	-6.8%

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	11,299	12,613	14,475	16,440	18,418
Lợi nhuận gộp	886	883	1,081	1,243	1,420
Chi phí BH&QL	(249)	(167)	(290)	(329)	(368)
Thu nhập khác	2.82	4.19	0	0	0
Chi phí khác	(4.96)	(6.71)	(5.79)	(6.58)	(7.37)
EBIT	635	713	786	908	1,045
Lãi vay thuần	10.7	(41.5)	(48.7)	(62.7)	(70.0)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	645	672	738	845	975
Chi phí thuế TNDN	(129)	(133)	(148)	(169)	(195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	517	539	590	676	780
Lợi nhuận thuần ĐC	389	407	445	510	589
EBITDA ĐC	893	1,032	1,232	1,564	1,812
EPS (đồng)	3,401	3,556	3,894	4,461	5,147
EPS ĐC (đồng)	3,401	3,556	3,894	4,461	5,147
DPS (đồng)	2,720	1,000	1,200	1,500	2,000
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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	818	888	743	808	728
Đầu tư ngắn hạn	1,000	854	579	658	737
Phải thu khách hàng	2,945	2,905	3,257	3,617	3,960
Hàng tồn kho	783	602	651	723	792
Các tài sản ngắn hạn khác	81.1	139	123	132	138
Tổng tài sản ngắn hạn	5,627	5,387	5,353	5,937	6,355
TSCĐ hữu hình	285	191	100	7.15	(88.8)
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	829	1,223	2,188	2,445	2,481
Đầu tư dài hạn	152	252	252	252	252
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	35.7	15.1	17.4	19.7	22.1
Tổng tài sản dài hạn	1,302	1,680	2,557	2,723	2,666
Tổng cộng tài sản	6,929	7,067	7,910	8,660	9,021
Nợ ngắn hạn	1,191	1,052	1,158	1,315	1,105
Phả trả người bán	594	610	724	822	921
Nợ ngắn hạn khác	1,926	2,349	2,311	2,311	2,311
Tổng nợ ngắn hạn	4,541	4,617	4,891	5,232	5,210
Nợ dài hạn	383	573	848	919	941
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	14.7	15.3	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	398	588	848	919	941
Tổng nợ phải trả	4,938	5,205	5,740	6,151	6,152
Vốn chủ sở hữu	1,991	1,862	2,171	2,509	2,869
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,991	1,862	2,171	2,509	2,869
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,929	7,067	7,910	8,660	9,021
BVPS (đ)	17,404	16,282	18,976	21,937	25,084
Nợ thuần/(tiền mặt)	756	737	1,263	1,426	1,318

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	635	713	786	908	1,045
Khấu hao	(258)	(319)	(445)	(656)	(768)
Lãi vay thuần	10.7	(41.5)	(48.7)	(62.7)	(70.0)
Thuế TNDN đã nộp	(57.7)	(116)	(148)	(169)	(195)
Thay đổi vốn lưu động	(200)	458	(194)	(248)	(223)
Khác	127	(129)	113	(252)	(272)
LCT thuần từ HKKD	575	1,136	949	831	1,048
Đầu tư TS dài hạn	(483)	(796)	(1,320)	(820)	(708)
Góp vốn & đầu tư	(1,549)	(1,651)	0	0	0
Thanh lý	0	2.07	0	0	0
Khác	1,874	1,851	(2.23)	(2.36)	(2.37)
LCT thuần từ HĐĐT	(159)	(594)	(1,322)	(822)	(710)
Cổ tức trả cho CSH	(120)	(525)	(137)	(172)	(229)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	108	51.4	381	227	(187)
Khác	0	0	(15.3)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(11.8)	(474)	229	55.9	(416)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	414	819	888	743	808
LCT thuần trong kỳ	404	67.6	(145)	64.6	(79.1)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	818	886	743	808	728
Dòng tiền tự do	91.1	339	(371)	11.1	340

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	7.84	7.00	7.47	7.56	7.71
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.90	8.18	8.51	9.51	9.84
Tỷ suất LNT (%)	4.57	4.27	4.08	4.11	4.23
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.0	19.8	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	19.4	11.6	14.8	13.6	12.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	15.4	15.6	19.3	27.0	15.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(0.29)	4.55	9.53	14.6	15.4
Tăng trưởng EPS (%)	(0.29)	4.55	9.53	14.6	15.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(0.29)	4.55	9.53	14.6	15.4
Tăng trưởng DPS (%)	(6.82)	(63.2)	20.0	25.0	33.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	80.0	28.1	30.8	33.6	38.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.5	28.0	29.3	28.9	29.0
ROACE (%)	29.5	29.5	28.7	28.2	28.9
Vòng quay tài sản (lần)	1.74	1.80	1.93	1.98	2.08
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.91	1.59	1.21	0.92	1.00
Số ngày tồn kho	27.5	18.7	17.8	17.4	17.0
Số ngày phải thu	103	90.4	88.8	86.9	85.0
Số ngày phải trả	20.8	19.0	19.7	19.7	19.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	71.2	61.8	81.5	80.4	69.7
Nợ/tài sản (%)	32.2	28.8	31.8	32.6	30.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	17.2	16.2	14.5	14.9
Nợ/EBITDA (lần)	2.50	1.97	2.04	1.81	1.51
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.24	1.17	1.09	1.13	1.22
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.27	1.15	1.06	0.94	0.83
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.1	14.1	12.4	9.85	8.40
P/E (lần)	37.6	36.0	32.9	28.7	24.9
P/E ĐC (lần)	37.6	36.0	32.9	28.7	24.9
P/B (lần)	7.35	7.86	6.75	5.83	5.10
Lợi suất cổ tức (%)	2.13	0.78	0.94	1.17	1.56

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