

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

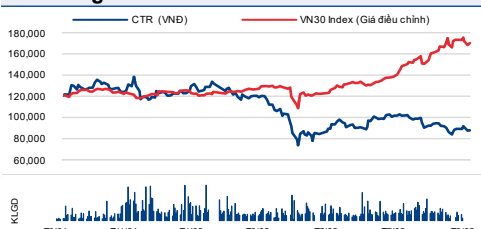
Giá mục tiêu: VNĐ104,800 (từ VNĐ123,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (10/9/2025)	87,800
Mã Bloomberg	CTR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	73,900-138,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	87,733
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,043
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	380
Slg CP lưu hành (tr.đv)	114
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	56.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	47.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.80%
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	(6.60)	(3.30)	(27.2)
So với chỉ số	(11.7)	(25.7)	(48.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,910	5,454	(28.3)
2026F	4,276	6,296	(32.1)
2027F	4,745	6,925	(31.5)

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

Kế hoạch đầu tư bị cắt giảm/trì hoãn; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với CTR xuống Tăng tỷ trọng và giảm 15% giá mục tiêu xuống 104.800đ (tiềm năng tăng giá 19%) do kế hoạch đầu tư capex cho mảng đầu tư hạ tầng nhiều khả năng sẽ bị cắt giảm hoặc trì hoãn.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025 với lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng lần lượt 11% và 20%. Tuy nhiên, cho các năm 2026-2027, chúng tôi giảm 5-8% dự báo lợi nhuận thuần và giảm 12-16% dự báo EBITDA. Theo đó, lợi nhuận thuần và EBITDA dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (2024-2027) đạt lần lượt 10% và 15%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 11 lần.

Sự kiện: Đầu tư capex chậm hơn kỳ vọng

Trong năm nay, CTR vẫn bám sát kế hoạch bổ sung 2.000 trạm BTS mới (7 tháng đầu năm 2025: 770 trạm), trong khi kế hoạch sơ bộ cho năm sau chỉ khoảng 1.000 trạm. Các con số này thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là 3.000 trạm mới trong năm nay và 5.000 trạm (SmallCell) trong năm sau. Mặc dù Chính phủ có chính sách hỗ trợ cho 5G nhưng tiến độ xây dựng trạm BTS mới vẫn chậm hơn kỳ vọng ở giai đoạn đầu triển khai 5G, do: (i) các nhà mạng có xu hướng triển khai hạ tầng 5G dựa trên hạ tầng hiện hữu thay vì xây dựng mới hoàn toàn, và (ii) nhu cầu ban đầu chủ yếu đến từ Private 5G (5G dùng riêng cho doanh nghiệp), trong đó chính khách hàng sẽ là bên đầu tư cho hạ tầng thụ động.

Đối với dự án cáp ngầm cao tốc, thay đổi trong kế hoạch nhiều khả năng sẽ dẫn đến trì hoãn giải ngân vốn đầu tư và khiến nhu cầu capex thực tế giảm xuống dưới 1 nghìn tỷ đồng (so với kế hoạch trước đây là gần 1,5 nghìn tỷ đồng). Những thay đổi này sẽ khiến triển vọng lợi nhuận dài hạn của CTR kém tích cực hơn.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo năm 2025 với lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng lần lượt 11% và 20%. Tuy nhiên, cho các năm 2026-2027, chúng tôi giảm 5-8% dự báo lợi nhuận thuần và giảm 12-16% dự báo EBITDA. Theo đó, lợi nhuận thuần và EBITDA dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (2024-2027) đạt lần lượt 10% và 15%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi giả định định giá (giảm tốc độ tăng trưởng dài hạn cho các mảng ngoài cho thuê), giá mục tiêu mới của chúng tôi cho CTR là 104.800đ (giảm 15% so với trước đó), mang lại tiềm năng tăng giá 19% so với thị giá hiện tại. Định giá này tương ứng với EV/EBITDA điều chỉnh dự phóng năm 2025-2026 lần lượt ở mức 11,3 lần và 9,8 lần.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 11 lần. HSC kỳ vọng định giá sẽ trở về mức bình quân quá khứ nhờ vị thế vững chắc của CTR với tư cách là doanh nghiệp towerco hàng đầu tại Việt Nam và là bên hưởng lợi từ quá trình thương mại hóa mạng 5G, dù nhu cầu đối với các trạm BTS 5G mới có thể cần thời gian để đạt mức kỳ vọng. Ở giai đoạn này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CTR, với tiềm năng tăng giá 19%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 11/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	910	1,032	1,238	1,404 ▼	1,552 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	525	538	596	652	724 ▼
EPS ĐC (đồng)	3,472	3,522	3,910	4,276	4,745 ▼
DPS (đồng)	2,720	2,150	2,500 ▲	2,500 ▲	3,000 ▲
BVPS (đồng)	17,456	16,305	17,715 ▼	19,491 ▼	21,236 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.8	9.62	8.10	7.07	6.22
P/E ĐC (lần)	25.3	24.9	22.5	20.5	18.5
Lợi suất cổ tức (%)	3.10	2.45	2.85	2.85	3.42
P/B (lần)	5.03	5.38	4.96	4.50	4.13
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.79	1.44	11.0	9.35	11.0
ROAE (%)	28.9	27.9	30.6	30.6	31.1

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

Triển vọng tích cực dù tiến độ mở rộng hạ tầng chậm lại

HSC hạ khuyến nghị đối với CTR xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 15% giá mục tiêu xuống 104.800đ (tiềm năng tăng giá 19%). Chúng tôi giảm 5-8% dự báo lợi nhuận thuần và giảm 12-16% dự báo EBITDA cho các năm 2026-2027; theo đó lợi nhuận thuần và EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (2024-2027) đạt lần lượt 10% và 15%. Dù cắt giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi vẫn ưa thích CTR nhờ vị thế là doanh nghiệp towerco số 1 tại Việt Nam và là bên hưởng lợi lớn từ quá trình thương mại hóa mạng 5G.

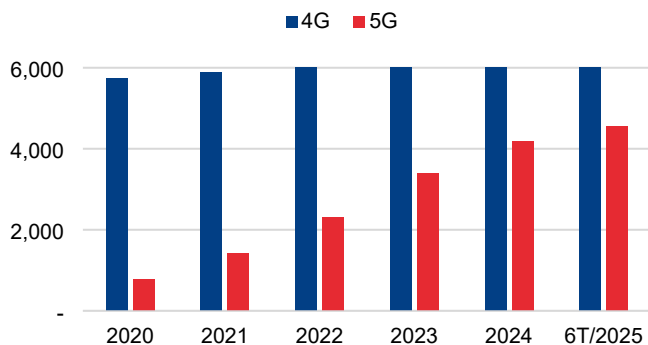
Cập nhật tiến độ thương mại hóa mạng 5G: Mở rộng vùng phủ sóng là nhiệm vụ trọng tâm

Theo báo cáo của Bộ Khoa học và Công nghệ, tại thời điểm cuối 6 tháng đầu năm 2025, vùng phủ sóng 5G đã đạt 26% dân số. Với mục tiêu đến cuối năm 2025, vùng phủ sóng 5G đạt 90, Việt Nam đặt kế hoạch triển khai 68.457 trạm BTS 5G, tương đương 57,5% số lượng trạm BTS 4G (khoảng 120.000 trạm trên toàn quốc). Mở rộng vùng phủ sóng 5G được xác định là một trong những nhiệm vụ trọng tâm của ngành viễn thông. Đến năm 2030, mục tiêu vùng phủ sóng 5G là 99% dân số.

Đây là một mục tiêu đầy tham vọng nếu so sánh với trường hợp của Trung Quốc, khi phải mất 4 năm kể từ lúc thương mại hóa 5G thì số lượng trạm BTS 5G mới đạt bằng một nửa số lượng trạm 4G. Tuy nhiên, điều này cũng dễ hiểu bởi Việt Nam đã đi sau nhiều năm trong cuộc đua 5G trong khu vực. Tại thời điểm cuối 6 tháng đầu năm 2025, tại Trung Quốc, số lượng trạm BTS 5G đã vượt 70% số trạm 4G, trong khi vùng phủ sóng 5G đã đạt trên 95% dân số. Đáng chú ý, thuê bao di động 5G chiếm 61% tổng số thuê bao tại thời điểm cuối 6 tháng đầu năm 2025 (theo số liệu từ Bộ Công nghiệp và Công nghệ Thông tin Trung Quốc).

Biểu đồ 1: Số trạm BTS 5G, Trung Quốc

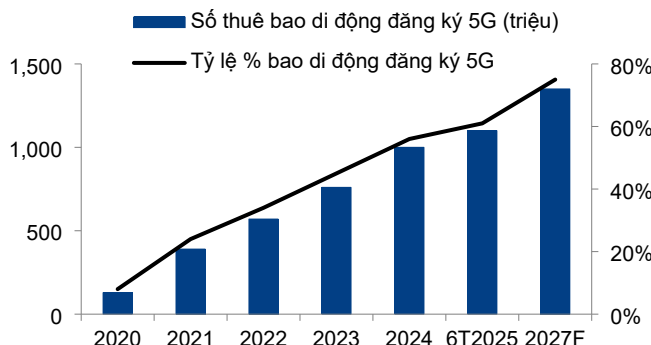
Sau 4 năm, số trạm BTS 5G bằng ½ số trạm BTS 4G



Nguồn: Bộ Công nghiệp và Công nghệ Thông tin

Biểu đồ 2: Số thuê bao di động 5G, Trung Quốc

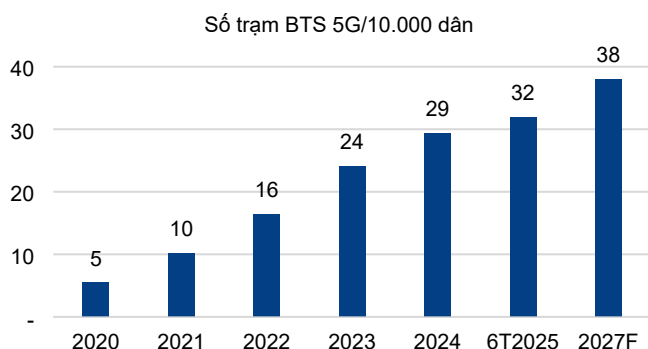
Số thuê bao di động 5G dự kiến đạt 75% trong năm 2027



Nguồn: Bộ Công nghiệp và Công nghệ Thông tin

Biểu đồ 3: Mật độ dùng 5G tại Trung Quốc, Trung Quốc

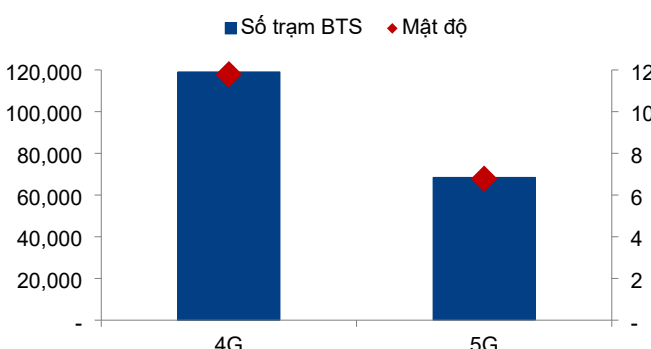
Trung Quốc đưa ra mục tiêu đạt 38 trạm BTS 5G trên 10.000 dân vào năm 2027



Nguồn: Bộ Công nghiệp và Công nghệ Thông tin

Biểu đồ 4: Kế hoạch mở rộng trạm BTS 5G, Việt Nam

Việt Nam đặt mục tiêu có 68.457 trạm BTS 5G đến cuối năm 2025



Nguồn: MoST

Trung Quốc hiện đặt mục tiêu mở rộng ứng dụng 5G đến năm 2027, trong đó thuê bao di động 5G dự kiến chiếm 75% tổng số thuê bao, trong khi mật độ trạm BTS 5G đạt 38 trạm/10.000 dân. Trong khi đó, tại Việt Nam, nếu mục tiêu của Bộ Khoa học & Công nghệ được hoàn thành thì tại thời điểm cuối năm 2025, mật độ các trạm BTS 5G mới đạt gần 7 trạm/10.000 dân. Do đó, dư địa để mở rộng số lượng trạm BTS 5G tại Việt Nam vẫn còn rất lớn.

Ngày 13/4/2025, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 88/2025/NĐ-CP quy định chi tiết về chính sách hỗ trợ tài chính cho các nhà mạng triển khai mạng 5G. Theo đó, các nhà mạng triển khai tối thiểu 20.000 trạm BTS 5G trong giai đoạn từ 19/2/2025 đến 31/12/2025 sẽ được nhận hỗ trợ 15% chi phí thiết bị. Tổng mức hỗ trợ sẽ không vượt quá giá trị trúng thầu trong các cuộc đấu giá băng tần đã diễn ra trong năm 2024.

Theo Bộ Khoa học & Công nghệ, số lượng thuê bao 5G của Viettel đã đạt 8 triệu tại thời điểm cuối 6 tháng đầu năm 2025, so với 4 triệu tại thời điểm cuối năm 2024. Để hoàn thành mục tiêu của Bộ và đáp ứng tiêu chí nhận hỗ trợ tài chính, Viettel đặt kế hoạch triển khai 22.000 trạm BTS 5G trong năm 2025, qua đó nâng tổng số trạm BTS 5G của mình lên 29.000 trạm vào cuối năm nay (so với khoảng 50.000 trạm BTS 4G hiện có của nhà mạng này).

Cắt giảm/trì hoãn capex trong mảng đầu tư hạ tầng

Tiến độ mở rộng các trạm BTS: Chậm hơn kỳ vọng

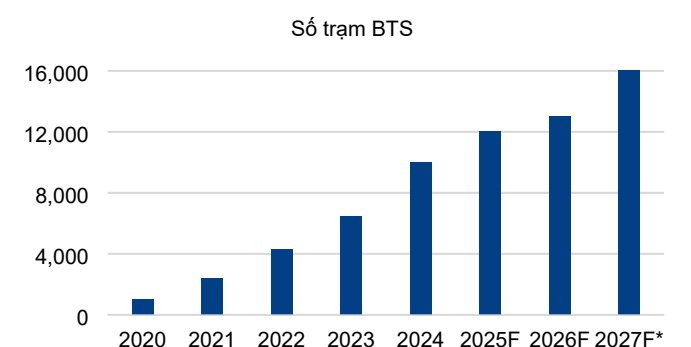
Trong 7 tháng đầu năm 2025, CTR đã bổ sung 770 trạm BTS mới, nâng tổng số trạm BTS do Công ty sở hữu lên 10.770 trạm tại thời điểm cuối tháng 7. So với cùng kỳ năm ngoái (7 tháng đầu năm 2024: 1.785 trạm), tốc độ mở rộng năm nay đã giảm đáng kể do hai nguyên nhân chính: (i) Nhu cầu trạm BTS năm ngoái cao bất thường, nhằm nhanh chóng mở rộng phủ sóng 4G trong bối cảnh mạng 2G buộc phải ngừng hoạt động, và (ii) Để hướng đến tỷ lệ dùng chung trạm cao hơn, CTR áp dụng chiến lược chọn lọc kỹ lưỡng hơn trong việc đặt địa điểm cho các trạm mới, nhằm phù hợp với nhu cầu của nhiều khách thuê tiềm năng nhất có thể.

Trong năm nay, CTR vẫn duy trì kế hoạch bổ sung tối đa 2.000 trạm BTS mới, thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi là 3.000 trạm. Cho năm sau, kế hoạch sơ bộ đặt ra khoảng 1.000 trạm macro, trong khi dự báo trước đây của chúng tôi là 5.000 trạm SmallCell và 0 trạm macro. Mặc dù Viettel đặt mục tiêu tham vọng về số lượng trạm BTS 5G trong năm nay, phần lớn các BTS 5G này được triển khai dựa trên hạ tầng hiện hữu (tức là lắp đặt thiết bị 5G trên các trạm BTS có sẵn thay vì xây mới). Điều này nhằm tránh đầu tư lãng phí ở giai đoạn quá sớm. Trong khi đó, một phần lớn nhu cầu hiện tại đến từ 5G riêng tư – các mạng 5G được triển khai trong phạm vi cụ thể để phục vụ cho các khách hàng riêng biệt (thường là doanh nghiệp). Trong trường hợp này, chính khách hàng sẽ là nhà đầu tư cho hạ tầng mạng 5G của mình.

Mặc dù tốc độ mở rộng trong năm nay và năm sau chậm lại, CTR vẫn duy trì vững chắc vị thế là doanh nghiệp towerco hàng đầu tại Việt Nam, với thị phần trên 50% trong nhóm các doanh nghiệp towerco độc lập và hơn 10% trong toàn thị trường trạm phát sóng.

Biểu đồ 5: Số trạm BTS bổ sung thêm, CTR

CTR vẫn giữ nguyên kế hoạch bổ sung 2.000 trạm BTS trong năm nay

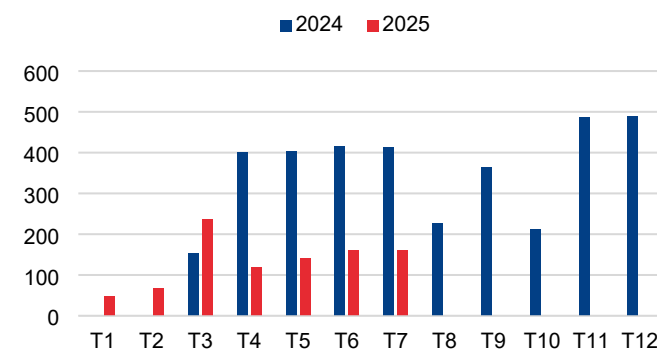


Nguồn: CTR, HSC

* giả định các trạm BTS bổ sung từ năm tài chính 2027 sẽ là các trạm small cell

Biểu đồ 6: Số trạm BTS bổ sung năm 2025 và 2024, CTR

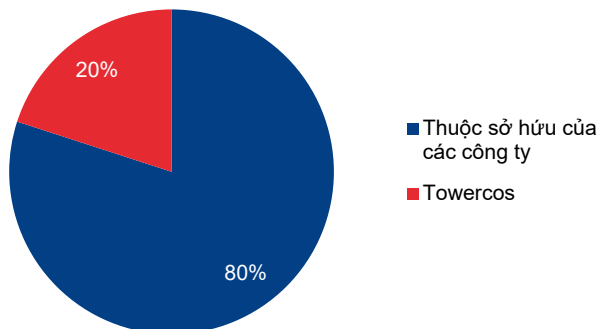
Số trạm BST mở thêm trong năm nay chậm lại đáng kể



Nguồn: CTR

Biểu đồ 7: Mức độ thâm nhập của towerco, Việt Nam

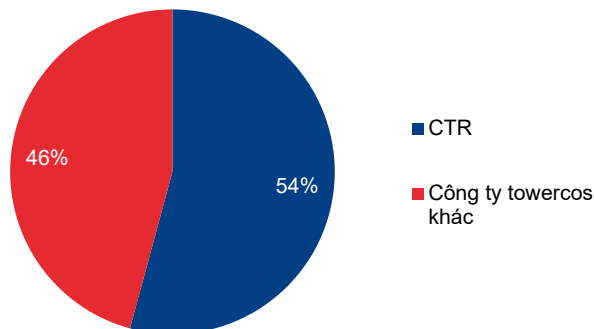
Khoảng 20% số trạm BTS thuộc sở hữu của các công ty towerco



Nguồn: HSC

Biểu đồ 8: Thị phần towerco, Việt Nam

CTR đóng góp 54% thị phần towerco tại Việt Nam



Nguồn: HSC

Cáp quang: Nhu cầu capex giảm do thay đổi kỹ thuật

Trong năm 2024, CTR đã lên kế hoạch đầu tư 1.488 tỷ đồng cho dự án mạng cáp ngầm dọc tuyến cao tốc Bắc – Nam. Dự án được khởi công vào tháng 8/2024 và ban đầu dự kiến hoàn thành vào năm 2027. Tuy nhiên, theo trao đổi của chúng tôi với Công ty, nhiều khả năng sẽ có thay đổi kỹ thuật, dẫn đến giảm nhu cầu vốn thực tế xuống dưới 1 nghìn tỷ đồng và tiến độ triển khai bị trì hoãn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giá định vốn đầu tư cho dự án này xuống 900 tỷ đồng và kéo dài thời gian hoàn thành đến năm 2028.

Triển vọng khả quan hơn cho các mảng ngoài viễn thông, dẫn dắt bởi năng lượng mặt trời

Trong khi đó, triển vọng cho các mảng ngoài viễn thông đang có dấu hiệu cải thiện, nổi bật là năng lượng mặt trời:

- Mảng xây dựng tiếp tục ghi nhận tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, tăng 14% so với cùng kỳ trong 7 tháng đầu năm 2025 đạt 2,4 nghìn tỷ đồng, được dẫn dắt bởi phân khúc xây dựng dân dụng, nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi.
- Mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật cũng ghi nhận doanh thu tăng 15% so với cùng kỳ đạt 990 tỷ đồng trong 7 tháng đầu năm 2025, cao hơn dự báo của chúng tôi, nhờ sự đóng góp nổi bật từ phân khúc năng lượng mặt trời.

Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh được phê duyệt ngày 15/4/2025 đặt mục tiêu đến năm 2030 sẽ có 50% tổng số hộ gia đình lắp đặt điện mặt trời áp mái. Theo sau đó, Bộ Công Thương đã đề xuất dự thảo chính sách hỗ trợ dưới dạng trợ cấp tiền mặt và ưu đãi lãi suất vay, nhằm khuyến khích hộ gia đình lắp đặt hệ thống điện mặt trời tự sản tự tiêu kèm lưu trữ.

Chúng tôi kỳ vọng định hướng và chính sách hỗ trợ của Chính phủ sẽ thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ đối với lắp đặt điện mặt trời áp mái. Nhờ kinh nghiệm triển khai và uy tín thương hiệu trong việc đảm bảo chất lượng, CTR sẽ là bên hưởng lợi từ xu hướng này.

Giảm dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 11% đạt 596 tỷ đồng và EBITDA tăng trưởng 20% đạt 1.208 tỷ đồng. Theo đó, trong nửa cuối năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo đạt 329 tỷ đồng (tăng 9% so với cùng kỳ và tăng 23% so với nửa đầu năm) và EBITDA đạt 697 tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ và tăng 37% so với nửa đầu năm).

Tuy nhiên, cho các năm 2026-2027, chúng tôi giảm 5-8% dự báo lợi nhuận thuần và giảm 12-16% dự báo EBITD chủ yếu do điều chỉnh giảm ở mảng cho thuê hạ tầng và được bù đắp một phần bởi việc nâng dự báo cho mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật.

Chúng tôi hiện giả định CTR sẽ bổ sung 2.000 trạm BTS trong năm 2025 (so với 3.000 trạm trong dự báo trước đó) và 1.000 trạm BTS trong năm 2026 (so với 5.000 trạm SmallCell trong dự báo trước đó). Cho năm 2027, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cho các trạm SmallCell 5G mới sẽ tăng, với điều kiện mức độ ứng dụng 5G mạnh mẽ hơn và các nhà mạng hoàn tất việc triển khai 5G trên hạ tầng sẵn có. Chúng tôi giả định CTR sẽ bổ sung 3.000 trạm SmallCell 5G mỗi năm trong giai đoạn 2027–2030.

Nhìn chung, lợi nhuận thuần và EBITDA dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (2024-2027) đạt lần lượt 10% và 15%.

Bảng 9: Dự báo cũ và dự báo mới, CTR

Hạ 5-8% dự báo lợi nhuận thuần và 12-16% dự báo EBITDA giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			CAGR 3 năm
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	12,613	14,355	16,458	18,474	14,008	15,646	17,093	-2.4%	-4.9%	-7.5%	10.7%
Lợi nhuận thuần	539	591	686	791	596	652	724	1.0%	-4.9%	-8.5%	10.4%
EBITDA	1,003	1,203	1,562	1,812	1,208	1,374	1,522	0.4%	-12.1%	-16.0%	14.9%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		13.8%	14.7%	12.2%	11.1%	11.7%	9.2%				
Lợi nhuận thuần		9.8%	16.1%	15.3%	10.8%	9.3%	11.0%				
EBITDA		20.0%	29.8%	16.0%	20.5%	13.7%	10.8%				

Nguồn: CTR, HSC

Bảng 10: Dự báo doanh thu, CTR

Chúng tôi hạ đáng kể ước tính doanh thu của mảng chi thuê hạ tầng, nhưng tăng đối với mảng Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			CAGR 3 năm
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	12,613	14,475	16,440	18,418	14,008	15,646	17,093	-3.2%	-4.8%	-7.2%	10.7%
Vận hành mạng lưới	6,252	6,877	7,565	8,322	6,377	6,696	7,031	-7.3%	-11.5%	-15.5%	4.0%
Xây dựng	4,075	4,890	5,631	6,291	4,745	5,599	6,297	-3.0%	-0.6%	0.1%	15.6%
Cho thuê hạ tầng	631	970	1,333	1,703	900	1,048	1,185	-7.2%	-21.4%	-30.4%	23.4%
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	1,655	1,737	1,911	2,102	1,986	2,303	2,580	14.3%	20.5%	22.7%	16.0%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		14.8%	13.6%	12.0%	11.1%	11.7%	9.2%				
Vận hành mạng lưới		10.0%	10.0%	10.0%	2.0%	5.0%	5.0%				
Xây dựng		20.0%	15.1%	11.7%	16.4%	18.0%	12.5%				
Cho thuê hạ tầng		53.8%	37.4%	27.8%	42.7%	16.4%	13.1%				
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật		5.0%	10.0%	10.0%	20.0%	16.0%	12.0%				
Tỷ trọng											
Vận hành mạng lưới	49.6%	47.5%	46.0%	45.2%	45.5%	42.8%	41.1%				
Xây dựng	32.3%	33.8%	34.3%	34.2%	33.9%	35.8%	36.8%				
Cho thuê hạ tầng	5.0%	6.7%	8.1%	9.2%	6.4%	6.7%	6.9%				
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	13.1%	12.0%	11.6%	11.4%	14.2%	14.7%	15.1%				

Nguồn: CTR, HSC

Bảng 11: Dự báo dư nợ, CTR

Nhờ nhu cầu vốn đầu tư giảm, chúng tôi kỳ vọng CTR sẽ duy trì vị thế tiền thuần đến năm 2027

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Nợ ngắn hạn	30	31	1,197	1,196	1,052	1,121	1,252	1,026
Nợ dài hạn	18	150	269	378	573	653	673	676
Tổng nợ	47	180	1,466	1,574	1,625	1,774	1,924	1,702
Tiền & đầu tư ngắn hạn	504	768	1,636	1,819	1,740	1,791	2,041	2,082
Nợ thuần	(457)	(588)	(170)	(245)	(115)	(17)	(117)	(381)
Nợ thuần/vốn CSH	-43.1%	-44.8%	-10.4%	-12.3%	-6.2%	-0.8%	-5.2%	-15.7%
Nợ thuần/tổng tài sản	-11.8%	-14.8%	-2.8%	-3.5%	-1.6%	-0.2%	-1.5%	-4.7%

Nguồn: CTR, HSC

Giảm 15% giá mục tiêu xuống 104.800đ; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 19%

HSC giảm 15% giá mục tiêu của CTR xuống 104.800đ, tương ứng với tiềm năng tăng giá 19% so với thị giá hiện tại, và định giá CTR ở mức EV/EBITDA điều chỉnh dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 11,3 lần và 9,8 lần. Những giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta 0,9 (tất cả đều không thay đổi). Theo đó, giả định WACC là 11,9%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn: 5% đối với mảng cho thuê hạ tầng viễn thông (không đổi) và 2% đối với các mảng khác (giảm từ 3% trước đó), do các mảng ngoài viễn thông (dẫn dắt bởi phân khúc năng lượng mặt trời) dự kiến đóng góp 50% doanh thu năm 2030 (so với 40% trong giả định trước đó).
- Giữ nguyên thời điểm định giá là giữa năm 2026.
- Điều chỉnh dự báo lợi nhuận.

Bảng 12: Định giá SOTP, CTR

Giá mục tiêu mới là 104.800đ

Tỷ đồng	Value (at mid-2026)
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng	6,542
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	1,228
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	5,314
Giá trị của các mảng khác	5,375
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	1,837
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,538
Tổng giá trị của doanh nghiệp	11,917
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	3,065
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	8,852
Nợ thuần	67
Giá trị của vốn CSH	11,984
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	114.4
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	104,800

Nguồn: HSC

Bảng 13: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, CTR

Chi phí vốn CSH (theo mô hình CAPM) là 11,9% & chi phí nợ là 6,4%

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.9%
Chi phí nợ	8.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Tính toán WACC, CTR

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 11,9%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	100.0%
Nợ / Tổng nguồn vốn	0.0%
WACC	11.9%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Định giá DCF, mảng cho thuê hạ tầng của CTR

Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng là 6.542 tỷ đồng

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	94	128	144	175	232	288	351
(trừ khen thưởng & phúc lợi)							
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	24	20	22	25	25	23	21
+ Khấu hao	206	335	419	471	503	512	444
- Thay đổi vốn lưu động	-	0	0	0	0	0	0
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(599)	(650)	(500)	(460)	(460)	(240)	(240)
Dòng tiền tự do mảng cho thuê hạ tầng	(275)	(166)	85	212	299	583	577
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							5.0%
Giá trị dài hạn							8,805
Dòng tiền tương lai	(275)	(166)	85	212	299	583	9,382
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7
Giá trị hiện tại	(275)	(166)	81	179	226	394	5,662
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng		6,542					
EV/EBITDA của mảng cho thuê hạ tầng	35.5	13.0	10.8	9.4	8.1	7.4	7.2

Nguồn: HSC

Bảng 16: Định giá DCF, các mảng kinh doanh khác của CTR

Giá trị của các mảng kinh doanh khác là 5.375 tỷ đồng

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	312	319	346	367	388	408	428
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	24	20	22	25	25	23	21
+ Khấu hao	89	110	113	116	119	122	124
- Thay đổi vốn lưu động	(11)	5	(107)	(38)	(1)	50	14
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	5	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
Dòng tiền tự do của các mảng khác	419	435	354	451	511	582	567
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							2.0%
Giá trị dài hạn							5,862
Dòng tiền tương lai	419	435	354	451	511	582	6,429
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7
Giá trị hiện tại	419	435	334	381	386	393	3,880
Giá trị của các mảng khác		5,375					
EV/EBITDA của các mảng khác	8.6	9.7	8.9	8.4	8.0	7.7	7.5

Nguồn: HSC

Bảng 17: 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 & 2% 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		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	4.0%	95,400	96,800	98,500	100,300	102,300
	4.5%	98,300	99,800	101,400	103,200	105,200
	5.0%	101,600	103,100	104,800	106,600	108,600
	5.5%	105,500	107,000	108,600	110,500	112,500
	6.0%	110,100	111,600	113,200	115,000	117,000

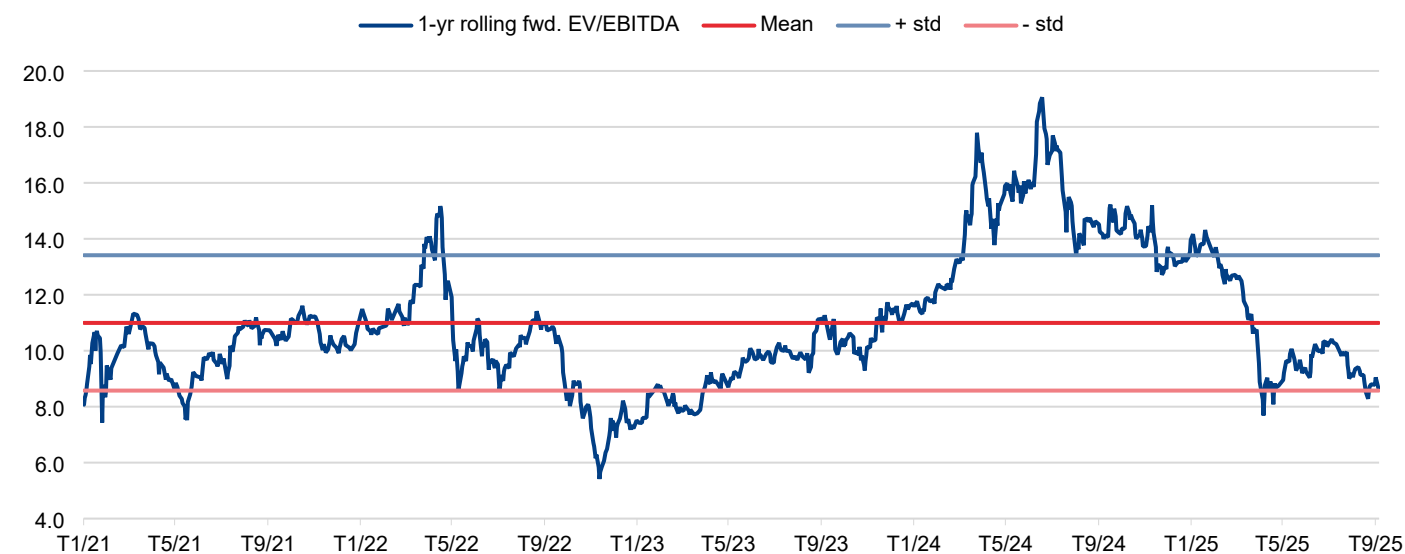
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 11 lần. HSC kỳ vọng định giá sẽ trở về mức bình quân quá khứ nhờ vị thế doanh nghiệp towerco hàng đầu tại Việt Nam của CTR và là bên hưởng lợi từ quá trình thương mại hóa mạng 5G, dù nhu cầu đối với các trạm BTS 5G mới có thể cần thời gian để đạt mức kỳ vọng.

Biểu đồ 18: 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 8,6 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ năm 2021 ở mức 11 lần



Nguồn: HSC

Bảng 19: So sánh với các công ty cùng ngành, CTR

CTR đang giao dịch thấp hơn 30% so với các công ty cùng ngành trên thế giới

DN	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	Mỹ	90,672	33.9	26.0	18.8	17.9
SBA Communications Corp	SBAC US	Mỹ	20,547	22.9	20.8	17.2	16.5
DigitalBridge Group Inc	DBRG US	Mỹ	2,078	49.4	13.2	24.2	21.1
Cellnex Telecom SA	CLNX SM	EU	24,893	--	--	12.9	12.1
Infrastrutture Wireless Italia	INW IM	EU	11,054	23.4	21.1	14.5	13.7
Helios Towers PLC	HTWS LN	Anh	1,898	24.9	15.2	8.0	7.2
Vantage Towers AG	VTWR GR	Đức	22,574	42.6	37.8	20.0	18.7
Trung Quốc Tower Corp Ltd	788 HK	Trung Quốc	25,236	14.7	10.1	3.8	3.7
Dayamitra Telekomunikasi PT	MTEL IJ	Indonesia	2,940	21.9	20.7	8.3	8.0
PT Tower Bersama Infrastructur	TBIG IJ	Indonesia	2,563	29.1	26.4	12.0	11.9
OCK Group Bhd	OCK MK	Malaysia	104	10.9	10.4	4.9	6.0
Bình quân				27.4	20.2	13.2	12.4
Trung vị				24.2	20.8	12.9	12.1
Tổng CTCP Công trình Viettel	CTR VN	Việt Nam	412	22.4	20.5	9.4	8.3
<i>Chênh lệch/(chiết khấu) so với trung vị của các công ty cùng ngành</i>				<i>-7.4%</i>	<i>-1.6%</i>	<i>-26.7%</i>	<i>-32.0%</i>

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	11,370	12,610	14,008	15,646	17,093
Lợi nhuận gộp	902	884	1,008	1,112	1,229
Chi phí BH&QL	(248)	(169)	(210)	(235)	(256)
Thu nhập khác	2.82	3.98	0	0	0
Chi phí khác	(4.96)	(6.50)	(5.60)	(6.26)	(6.84)
EBIT	652	713	792	871	965
Lãi vay thuần	3.85	(41.1)	(47.1)	(55.8)	(60.7)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	656	672	745	815	905
Chi phí thuế TNDN	(131)	(134)	(149)	(163)	(181)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	525	538	596	652	724
Lợi nhuận thuần ĐC	397	403	447	489	543
EBITDA ĐC	910	1,032	1,238	1,404	1,552
EPS (đồng)	3,472	3,522	3,910	4,276	4,745
EPS ĐC (đồng)	3,472	3,522	3,910	4,276	4,745
DPS (đồng)	2,720	2,150	2,500	2,500	3,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	114	114	114	114	114
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	114	114	114	114	114
Sig 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	819	887	1,231	1,415	1,399
Đầu tư ngắn hạn	1,000	854	560	626	684
Phải thu khách hàng	2,999	2,937	3,082	3,286	3,419
Hàng tồn kho	790	610	630	688	735
Các tài sản ngắn hạn khác	81.1	134	119	125	128
Tổng tài sản ngắn hạn	5,689	5,421	5,622	6,141	6,364
TSCĐ hữu hình	285	191	100	7.16	(88.8)
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	829	1,223	1,538	1,618	1,607
Đầu tư dài hạn	153	252	252	252	252
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	35.7	19.7	21.9	24.5	26.7
Tổng tài sản dài hạn	1,302	1,685	1,912	1,901	1,797
Tổng cộng tài sản	6,991	7,106	7,534	8,042	8,161
Nợ ngắn hạn	1,196	1,052	1,121	1,252	1,026
Phải trả người bán	581	608	700	782	855
Nợ ngắn hạn khác	1,987	2,388	2,351	2,351	2,351
Tổng nợ ngắn hạn	4,602	4,653	4,854	5,140	5,055
Nợ dài hạn	378	573	653	673	676
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	392	588	653	673	676
Tổng nợ phải trả	4,994	5,241	5,507	5,813	5,732
Vốn chủ sở hữu	1,997	1,865	2,026	2,229	2,429
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,997	1,865	2,026	2,229	2,429
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,991	7,106	7,534	8,042	8,161
BVPS (đ)	17,456	16,305	17,715	19,491	21,236
Nợ thuần*/(tiền mặt)	755	738	543	509	303

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	652	713	792	871	965
Khấu hao	(258)	(319)	(445)	(533)	(587)
Lãi vay thuần	3.85	(41.1)	(47.1)	(55.8)	(60.7)
Thuế TNDN đã nộp	(57.7)	(116)	(149)	(163)	(181)
Thay đổi vốn lưu động	(195)	465	5.47	(107)	(37.9)
Khác	96.6	(133)	125	(235)	(239)
LCT thuần từ HKKD	573	1,141	1,168	843	1,031
Đầu tư TS dài hạn	(483)	(801)	(670)	(520)	(480)
Góp vốn & đầu tư	(2,222)	(1,651)	0	0	0
Thanh lý	0	1.11	0	0	0
Khác	2,546	1,850	(2.19)	(2.56)	(2.26)
LCT thuần từ HĐĐT	(159)	(600)	(672)	(523)	(482)
Cổ tức trả cho CSH	(117)	(525)	(286)	(286)	(343)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	108	51.4	149	150	(223)
Khác	0	0	(15.3)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(9.31)	(474)	(152)	(136)	(566)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	414	819	887	1,231	1,415
LCT thuần trong kỳ	404	66.8	344	185	(17.0)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	818	885	1,231	1,415	1,399
Dòng tiền tự do	89.7	340	498	323	551

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	7.93	7.01	7.20	7.11	7.19
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.01	8.18	8.84	8.97	9.08
Tỷ suất LNT (%)	4.61	4.27	4.26	4.17	4.23
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.0	19.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	20.1	10.9	11.1	11.7	9.25
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	17.6	13.4	19.9	13.4	10.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1.79	1.44	11.0	9.35	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	1.79	1.44	11.0	9.35	11.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.79	1.44	11.0	9.35	11.0
Tăng trưởng DPS (%)	(6.82)	(21.0)	16.3	0	20.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	78.4	61.1	63.9	58.5	63.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.9	27.9	30.6	30.6	31.1
ROACE (%)	30.3	29.5	30.9	31.2	32.1
Vòng quay tài sản (lần)	1.74	1.79	1.91	2.01	2.11
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.88	1.60	1.47	0.97	1.07
Số ngày tồn kho	27.5	19.0	17.7	17.3	16.9
Số ngày phải thu	105	91.4	86.5	82.5	78.7
Số ngày phải trả	20.3	18.9	19.7	19.6	19.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	70.9	61.7	51.0	48.1	38.5
Nợ/tài sản (%)	32.0	28.7	30.1	30.9	28.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	17.4	16.8	15.6	15.9
Nợ/EBITDA (lần)	2.45	1.97	1.83	1.77	1.50
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.24	1.17	1.16	1.19	1.26
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.86	0.79	0.72	0.63	0.57
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.8	9.62	8.10	7.07	6.22
P/E (lần)	25.3	24.9	22.5	20.5	18.5
P/E ĐC (lần)	25.3	24.9	22.5	20.5	18.5
P/B (lần)	5.03	5.38	4.96	4.50	4.13
Lợi suất cổ tức (%)	3.10	2.45	2.85	2.85	3.42

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