

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

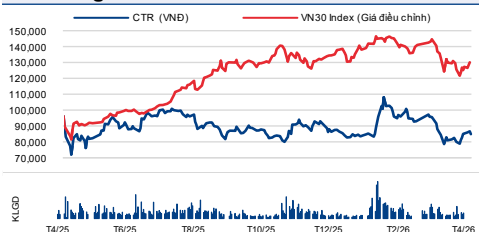
Giá mục tiêu: VNĐ99,000 (từ VNĐ106,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/4/2026)	84,900
Mã Bloomberg	CTR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	72,126-108,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	85,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,711
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	369
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	(7.31)	(0.47)	(11.8)
So với chỉ số	0.58	9.07	(34.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,619	5,301	(12.9)
2027F	5,277	5,457	(3.3)
2028F	6,068	6,122	(0.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

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

Duy trì k/n Tăng tỷ trọng dù tăng trưởng mảng cho thuê hạ tầng và Towerco dự kiến chậm lại

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 7% giá mục tiêu xuống 99.000đ (tiềm năng tăng giá là 17%) nhằm phản ánh việc thay đổi các giả định định giá. Đáng chú ý, chúng tôi giảm giả định tốc độ tăng trưởng cho mảng cho thuê hạ tầng xuống còn 4% (so với 5% trước đó) nhằm phản ánh việc hợp nhất mảng năng lượng mặt trời vào mô hình kinh doanh cùng với mảng Towerco.
- Chúng tôi tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 sau khi tăng dự báo lợi nhuận cho mảng năng lượng sạch, mảng này dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng lần lượt 13% và 14% trong 2 năm. Cùng với dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028, lợi nhuận thuần dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14%.
- 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 7,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ năm 2021 ở mức 10,9 lần.

Sự kiện: Trọng tâm tăng trưởng sẽ chuyển sang mảng năng lượng sạch

Theo tài liệu ĐHCĐ của CTR, tiến độ lắp đặt các trạm BTS dự kiến sẽ chậm lại, còn 1.000 trạm trong năm 2026 (so với 2.000 trạm trong năm 2025), trong khi dự án đầu tư cấp ngầm dọc tuyến đường cao tốc vẫn đang được chờ phê duyệt. Do HĐKD của các mảng liên quan đến viễn thông chậm lại, CTR đang tập trung mở rộng sang các lĩnh vực khác, dẫn đầu là năng lượng sạch. Đây cũng là một phần trong chiến lược mở rộng HĐKD vào hạ tầng thông minh.

Liên quan đến tham vọng ở mảng năng lượng sạch, CTR đã trở thành tổng thầu EPC điện mặt trời áp mái quy mô bán lẻ lớn nhất cả nước trong năm 2025. CTR hiện đang hiện thực hóa chiến lược tiến sâu hơn vào chuỗi giá trị năng lượng thông qua vai trò là nhà đầu tư thay vì thuần túy làm tổng thầu. Công ty sở hữu danh mục dự án dồi dào với kế hoạch triển khai công suất đáng kể trong năm 2026, bao gồm 20 MW điện mặt trời và 50 MW điện gió.

Tác động: Tăng nhẹ dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC tăng nhẹ dự báo lợi nhuận cho năm 2026 - 2027 sau khi tăng dự báo lợi nhuận mảng năng lượng sạch. Dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn một chút so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 13% và 14% trong năm 2026 và 2027. Trong khi đó, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cho thấy mức tăng trưởng 15%. Theo đó, lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 14%. Trong khi đó, doanh thu thuần Q1/2026 được dự báo đạt 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng 39% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 148 tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 24% và 22% dự báo cho cả năm của chúng tôi.

Định giá và khuyến nghị

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 7,9 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 10,9 lần. Mặc dù điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận, nhưng HSC vẫn giảm 7% giá mục tiêu xuống còn 99.000đ sau khi giảm giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn cho mảng cho thuê hạ tầng cốt lõi xuống còn 4% (so với 5% trước đó). Việc điều chỉnh này phản ánh việc hợp nhất mảng năng lượng sạch vào cơ cấu doanh thu chung; do mảng này dự kiến sẽ đóng góp 25% doanh thu mảng cho thuê hạ tầng vào năm 2030. Tại giá mục tiêu mới, cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 17% và EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 9,7 lần và 8,1 lần. Triển vọng của CTR vẫn ổn định, mặc dù tâm lý nhà đầu tư có thể yếu đi do sự chuyển dịch trong mô hình kinh doanh và kỳ vọng tăng trưởng chậm lại. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thấy được giá trị đầu tư ở cổ phiếu này, đặc biệt là khi định giá trở về mức hợp lý hơn. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,032	1,107	1,276 ▼	1,512	1,752
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	538	600	677	774	889
EPS ĐC (đồng)	3,522	4,092	4,619	5,277 ▲	6,068
DPS (đồng)	2,150	1,500	1,500 ▼	2,000 ▼	2,500
BVPS (đồng)	16,305	18,086	21,205 ▲	24,482 ▲	28,050
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.30	7.81	7.23	6.29	5.20
P/E ĐC (lần)	24.1	20.7	18.4	16.1	14.0
Lợi nhuận cốt lõi (%)	2.53	1.77	1.77	2.36	2.94
P/B (lần)	5.21	4.69	4.00	3.47	3.03
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.44	16.2	12.9	14.3	15.0
ROAE (%)	27.9	30.5	30.1	29.6	29.6

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

Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm 14%; Tăng tỷ trọng

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 7% giá mục tiêu xuống 99.000đ (tiềm năng tăng giá là 17%) nhằm phản ánh việc thay đổi các giả định định giá. Dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi, được điều chỉnh tăng nhẹ cho năm 2026-2027 sau khi tăng dự báo lợi nhuận mảng năng lượng sạch trong ngắn hạn, cho thấy tốc độ tăng trưởng 13-14% mỗi năm. Trong khi đó, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cho thấy mức tăng trưởng 15%. Trọng tâm tăng trưởng của CTR dường như đang dịch chuyển sang mảng năng lượng sạch, trong bối cảnh các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông có dấu hiệu chậm lại rõ rệt. Mặc dù đã tăng trưởng vẫn được duy trì ở mức ổn định, tâm lý thị trường có dấu hiệu thận trọng hơn do những thay đổi trong mô hình kinh doanh.

Tóm tắt KQKD năm 2025: Tăng trưởng khá

Doanh thu thuần, lợi nhuận thuần và EBITDA năm 2025 lần lượt đạt 13,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%), 600 tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và 1.093 tỷ đồng (tăng trưởng 9%), hoàn thành lần lượt 100%, 99% và 91% dự báo trước đó cho cả năm 2025 của HSC.

Đáng chú ý, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi của năm 2025 tăng trưởng mạnh hơn ở mức 23%, đạt 650 tỷ đồng. Trong năm 2025 (cụ thể là Q4/2025), CTR đã trích lập dự phòng 63 tỷ đồng nợ xấu (cho mảng xây lắp), so với khoản hoàn nhập dự phòng 12 tỷ đồng trong năm 2024. Tính đến cuối năm 2025, dư nợ xấu ở mức 166 tỷ đồng (tăng 54% so với số dư 109 tỷ đồng vào cuối năm 2024, chiếm 3,5% doanh thu mảng xây lắp). Đối ứng với khoản này, CTR đã trích lập dự phòng 154 tỷ đồng cho các khoản nợ được xác định là 'không thể thu hồi', tương đương với 92,8% nợ xấu. Trong khi đó, phần nợ xấu còn lại trị giá 12 tỷ đồng, vốn được đánh giá là 'có thể thu hồi', hiện vẫn chưa thực hiện trích lập dự phòng.

Doanh thu thuần năm 2025 đến từ mức tăng trưởng 17% của mảng xây lắp (lên 4,8 nghìn tỷ đồng), mức tăng trưởng 25% của mảng giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật (lên 2 nghìn tỷ đồng), và mức tăng trưởng 36% của mảng cho thuê hạ tầng (lên 857 tỷ đồng). Trong khi đó, doanh thu mảng vận hành đi ngang so với cùng kỳ ở mức 6,2 nghìn tỷ đồng.

Đối với mảng cho thuê hạ tầng vốn có tốc độ tăng trưởng cao, CTR đã bổ sung thêm 2.000 trạm BTS mới trong năm 2025, nâng tổng số trạm BTS lên 12.000 trạm vào cuối năm 2025. Tính đến cuối năm 2025, có 478 trạm BTS có từ hai khách thuê trở lên, nâng tỷ lệ dùng chung trạm đạt 1,04 lần, cao hơn so với mức 1,03 vào cuối năm 2024.

Bối cảnh ngành: Năng lượng sạch nổi lên như động lực tăng trưởng quan trọng hơn khi tiến độ lắp đặt trạm BTS chậm lại

Tiến độ lắp đặt trạm BTS dự kiến sẽ chững lại

Trong năm 2026, CTR có kế hoạch lắp đặt thêm 1.000 trạm BTS mới, thấp hơn nhiều so với 2.000 trạm trong năm 2025 và 3.564 trạm trong năm 2024. Do việc lắp đặt trạm BTS chậm lại trong năm nay, CTR đặt mục tiêu nâng cao tỷ lệ dùng chung trạm lên 1,05-1,06 vào cuối năm 2026.

Tốc độ triển khai trạm BTS chậm lại là hệ quả của tình trạng thiếu hụt nhu cầu khi các ứng dụng thực tế trên nền tảng 5G vẫn chưa đủ phong phú để thúc đẩy đầu tư hạ tầng trên diện rộng. Tính đến cuối tháng 2/2026, Việt Nam có gần 40.000 trạm BTS 5G, trong đó Viettel đang sở hữu gần 3/4 trên tổng số. Độ bao phủ đã đạt gần 90% dân số. Mặc dù độ bao phủ có vẻ rộng, nhưng mật độ mạng thực tế lại thấp, ở mức khoảng 0,4 trạm trên 1.000 dân (so với gần 7 trạm trên 1.000 dân tại Trung Quốc), chủ yếu do việc ứng dụng 5G vẫn còn hạn chế. Do đó, trọng tâm chiến lược tiếp theo của Chính phủ là thúc đẩy phát triển hệ sinh thái ứng dụng 5G. Nỗ lực này tập trung vào việc triển khai diện rộng các giải pháp sản xuất thông minh, hệ thống giao thông và cảng biển thông minh, cùng với các nền tảng y tế số. Nhu cầu xây dựng các trạm BTS 5G mới phụ thuộc phần lớn vào tốc độ phát triển và triển khai của các ứng dụng này.

Dự án cáp ngầm đường cao tốc đang bị trì hoãn

Xin nhắc lại, vào năm 2024, CTR công bố kế hoạch đầu tư vào mạng lưới cáp chạy dọc đường cao tốc Bắc - Nam (đoạn từ Đà Nẵng vào miền Nam) với tổng chiều dài 2.095 km và tổng vốn đầu tư là 1.488 tỷ đồng. Tại thời điểm đó, Viettel đã nhận được sự chấp thuận từ Bộ Giao thông Vận tải (nay là Bộ Xây dựng) để khai thác mạng lưới cáp ngầm chạy dọc tuyến cao tốc này.

Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện tại, dự án này đang bị trì hoãn do có thay đổi về mặt kỹ thuật, đòi hỏi phải có sự chấp thuận thêm từ các cơ quan có thẩm quyền, dẫn đến thời gian chờ chưa xác định và tiềm ẩn khả năng kéo dài hơn dự kiến. Do đó, hiện tại chúng tôi loại bỏ dự án này ra khỏi mô hình dự báo hiện tại và sẽ đưa trở vào khi/nếu dự án này có thông tin rõ ràng hơn. Sau khi loại dự án này ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận, lợi nhuận thuần năm 2027 dự kiến giảm 1% và giảm 3-4% mỗi năm cho các năm tiếp theo. Đồng thời, với điều kiện các yếu tố khác không đổi, việc loại dự án này sẽ làm giảm 8% giá định định giá.

Đẩy mạnh đầu tư vào năng lượng sạch

Trong năm 2025, CTR đã xác lập vị thế dẫn đầu thị trường Việt Nam trong vai trò tổng thầu EPC điện mặt trời mái nhà quy mô bán lẻ. Công ty ghi nhận sự bứt phá mạnh mẽ khi hoàn tất lắp đặt hệ thống cho 5.423 hộ gia đình, đạt mức tăng trưởng ấn tượng gấp 3,5 lần so với cùng kỳ. Doanh thu từ mảng này tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ lên mức 1 nghìn tỷ đồng (đóng góp 50% doanh thu của mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật trong năm 2025).

Tiếp nối thành công với vai trò là nhà thầu EPC trong lĩnh vực điện mặt trời và chính sách hỗ trợ của Chính phủ trong việc ứng dụng năng lượng sạch, CTR đặt mục tiêu tiếp tục mở rộng HĐKD mảng này, với tư cách vừa là nhà thầu EPC vừa là nhà đầu tư.

Trong năm 2025, CTR đã đầu tư vào 16,92 MWp điện mặt trời (triển khai trong 2020 sau đó dừng lại do thiếu cơ chế giá cho các dự án năng lượng sạch), tạo ra doanh thu khoảng 40 tỷ đồng mỗi năm. Với chiến lược tập trung vào năng lượng sạch khi tiến độ lắp đặt các trạm BTS chậm lại, CTR dự kiến sẽ đầu tư khoảng 20 MWp điện mặt trời mỗi năm, với tổng vốn đầu tư là 200 tỷ đồng.

Đồng thời, CTR có kế hoạch đầu tư vào một dự án điện gió công suất 50 MW tại Quảng Trị, với tổng vốn đầu tư khoảng 1-1,2 nghìn tỷ đồng. CTR có thể lên kế hoạch huy động vốn thông qua phát hành quyền mua cổ phiếu để tài trợ cho dự án này sau khi hoàn tất quá trình phê duyệt. Trong báo cáo này, chúng tôi phản ánh dự án điện gió vào mô hình dự báo lợi nhuận, nhưng phản ánh kế hoạch phát hành quyền mua.

Tăng nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2026-2027; đưa ra dự báo lần đầu năm 2028

HSC tăng nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 nhằm phản ánh kỳ vọng lạc quan hơn về lợi nhuận mảng năng lượng sạch, vốn được hạch toán trong cơ cấu HĐKD của mảng giải pháp tích hợp và cho thuê hạ tầng. Trong mảng cho thuê hạ tầng, việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận do loại bỏ dự án cáp ngầm khỏi mô hình định giá đã được bù đắp tương ứng bởi các khoản đầu tư mới phát sinh. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 13% và 14% trong năm 2026 và 2027, đạt 677 tỷ đồng và 774 tỷ đồng. Trong khi đó, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận tăng trưởng 15% lên 889 tỷ đồng (tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 14%).

Bảng 1: Dự báo cũ và dự báo mới, CTR

Các dự báo của chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ cho giai đoạn 2026 - 2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, theo đó CAGR của lợi nhuận thuần 3 năm đạt 14% trong giai đoạn 2025A - 2028F

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		2025A-28F CAGR
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	13,940	14,008	15,920	17,738	16,051	18,136	20,165	0.8%	2.2%	13.1%
Lợi nhuận thuần	600	603	672	752	677	774	889	0.8%	2.8%	14.0%
EBITDA	1,093	1,201	1,373	1,540	1,265	1,500	1,739	-7.9%	-2.6%	16.7%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	11%	11.1%	13.6%	11.4%	15.1%	13.0%	11.2%			
Lợi nhuận thuần	11%	12.1%	11.4%	12.0%	12.9%	14.3%	15.0%			
EBITDA	9%	19.7%	14.4%	12.1%	15.7%	18.6%	15.9%			

Nguồn: HSC

Trong giai đoạn 2026-2028, HSC dự báo CTR sẽ có thêm 1.000 trạm BTS mới (với vốn đầu tư 300 triệu đồng mỗi trạm) và 20 MW điện mặt trời (với vốn đầu tư 10 tỷ đồng mỗi MW) mỗi năm. Ngoài ra, trong năm nay, CTR sẽ bắt đầu đầu tư vào dự án 50 MW tại tỉnh Quảng Trị (với tổng vốn đầu tư 1 nghìn tỷ đồng). Dự án này dự kiến sẽ tạo ra doanh thu và lợi nhuận từ năm 2027 trở đi.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh giai đoạn 2026-28, CTR

HSC điều chỉnh tăng nhẹ dự báo doanh thu giai đoạn 2026 - 2027, chủ yếu nhờ kỳ vọng cao hơn đối với mảng năng lượng sạch.

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		2025A-28F CAGR
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	13,940	14,008	15,920	17,738	16,051	18,136	20,165	0.8%	2.2%	13.1%
Vận hành mạng lưới	6,257	6,377	6,696	7,031	6,570	6,899	7,243	-1.9%	-1.9%	5.0%
Xây dựng	4,764	4,745	5,694	6,548	5,694	6,548	7,334	0.0%	0.0%	15.5%
Cho thuê hạ tầng	857	900	1,048	1,180	1,107	1,340	1,568	5.7%	13.6%	22.3%
Giải pháp tích hợp	2,061	1,986	2,482	2,979	2,679	3,349	4,019	7.9%	12.4%	24.9%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		11.1%	13.6%	11.4%	15.1%	13.0%	11.2%			
Vận hành mạng lưới		2.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%			
Xây dựng		16.4%	20.0%	15.0%	19.5%	15.0%	12.0%			
Cho thuê hạ tầng		42.7%	16.4%	12.6%	29.1%	21.0%	17.0%			
Giải pháp tích hợp		20.0%	25.0%	20.0%	30.0%	25.0%	20.0%			
Tỷ trọng										
Vận hành mạng lưới	44.9%	45.5%	42.1%	39.6%	40.9%	38.0%	35.9%			
Xây dựng	34.2%	33.9%	35.8%	36.9%	35.5%	36.1%	36.4%			
Cho thuê hạ tầng	6.2%	6.4%	6.6%	6.7%	6.9%	7.4%	7.8%			
Giải pháp tích hợp	14.8%	14.2%	15.6%	16.8%	16.7%	18.5%	19.9%			

Nguồn: HSC

Bảng 3: Đánh giá KQKD Q1/2026, CTR

Trong Q1/2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt 148 tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ)

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26F	So với cùng kỳ	Dự báo 2026 HSC	% hoàn thành dự báo của HSC
Doanh thu thuần	2,738	3,800	38.8%	16,051	23.7%
Lợi nhuận thuần	122	148	21.6%	677	21.9%

Nguồn: HSC

Trong khi đó, doanh thu thuần Q1/2026 được dự báo đạt 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng 39% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 148 tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 24% và 22% dự báo cho cả năm của chúng tôi. Doanh thu dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự đóng góp trọng yếu từ mảng xây lắp và giải pháp tích hợp. Đồng thời, hai mảng vận hành và cho thuê hạ tầng cũng được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng doanh thu vững chắc.

KHKD của CTR và các thông tin khác từ tài liệu ĐHCĐ

CTR đã công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2026 với các đề xuất chính như sau:

- Cho năm 2026, công ty đặt mục tiêu doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt ở mức 15.653 tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 622 tỷ đồng (tăng trưởng 4%), bằng 98% và 92% dự báo cho cả năm của chúng tôi.
- Trong dài hạn, CTR đặt mục tiêu đạt 28.790 tỷ đồng doanh thu thuần và 1.315 tỷ đồng LNTT vào năm 2030, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm vững chắc ở mức 15,6% đối với doanh thu thuần và 12% đối với LNTT trong giai đoạn 2025-2030F.
- Cho năm 2025, CTR dự kiến chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 1.500đ/cp (tương đương với tỷ lệ chi trả là 28,6% và lợi suất cổ tức 1,7% dựa trên thị giá hiện tại) cùng với 12% cổ tức bằng cổ phiếu.
- Quỹ khen thưởng và phúc lợi cho năm 2025 được đề xuất ở mức 22% lợi nhuận thuần của năm 2025 (thấp hơn một chút so với mức 25% của năm 2023 và 2024).

Bảng 4: Kế hoạch kinh doanh của công ty, CTR

CTR đặt kế hoạch 5 năm cho LNTT tăng trưởng với CAGR là 12% trong giai đoạn 2025-2030F

Tỷ đồng	2025	Kế hoạch 2026	Tăng trưởng	% dự báo 2026 của HSC	Kế hoạch 2030	CAGR kế hoạch 5 năm
Doanh thu thuần	13,940	15653	12.3%	97.5%	28,790	15.6%
LNTT	745	778	4.4%	91.9%	1,315	12.0%

Nguồn: CTR, HSC

Giảm 7% giá mục tiêu xuống 99.000đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 99.000đ, tương ứng với tiềm năng tăng giá 17% và CTR được định giá với EV/EBITDA điều chỉnh năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 9,7 lần và 8,1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. CTR tiếp tục khẳng định vị thế dẫn đầu trong phân khúc cho thuê hạ tầng viễn thông tại Việt Nam. HSC tin rằng bất kỳ động lực nào thúc đẩy lộ trình thương mại hóa 5G cũng sẽ trở thành chất xúc tác trực tiếp, đẩy nhanh tốc độ lắp đặt các trạm BTS 5G và tạo đà tăng trưởng cho công ty. Mặc dù vậy, tâm lý thị trường đối với CTR có thể yếu đi do có sự chuyển dịch trong mô hình kinh doanh.

Các giả định chính như sau:

- Như đã thảo luận ở phần trên, chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028.
- Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 12,1%, dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta là 0,9 lần (tất cả đều không đổi).
- Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn đối với mảng cho thuê hạ tầng là 4% (trước đó: 5%) và giữ nguyên mức 2% cho các mảng khác. Vì năng lượng sạch dự kiến sẽ chiếm 25% doanh thu của mảng cho thuê hạ tầng vào năm 2030 (trạm BTS chiếm 75%), chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn thấp hơn cho mảng này; do năng lượng sạch được cho là có tốc độ tăng trưởng dài hạn thấp hơn so với trạm BTS, vốn có tốc độ tăng trưởng được dẫn dắt bởi việc nâng cấp liên tục trong công nghệ viễn thông.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2026.

Bảng 5: Định giá SOTP, CTR

Giá mục tiêu mới đạt 99.000đ

Tỷ đồng	Value (at end-2026)
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng	5,774
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	713
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	5,062
Giá trị của các mảng khác	5,071
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	1,392
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,678
Tổng giá trị của doanh nghiệp	10,845
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	2,105
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	8,740
Nợ /tiền thuần	480
Giá trị của vốn CSH	11,326
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	114.4
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	99,000

Nguồn: HSC

Bảng 6: 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 định giá	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phân bù rủi ro thị trường	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	12.1%
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 12,1%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	100.0%
Nợ / Tổng nguồn vốn	0.0%
WACC	12.1%

Nguồn: HSC

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

Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng là 5.774 tỷ đồng

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần (trừ khen thưởng & phúc lợi)	143	165	197	244	285	331
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	37	59	51	42	33	25
+ Khấu hao	280	312	428	534	542	520
- Thay đổi vốn lưu động	0	0	0	0	0	0
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(392)	(950)	(960)	(460)	(460)	(250)
Dòng tiền tự do mảng cho thuê hạ tầng	68	(414)	(284)	360	400	626
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						4.0%
Giá trị dài hạn						8,004
Dòng tiền tương lai	68	(414)	(284)	360	400	8,630
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
Giá trị hiện tại	68	(414)	(254)	286	284	5,458
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng		5,774				
EV/EBITDA của mảng cho thuê hạ tầng		11.0	8.5	6.9	6.5	6.3

Nguồn: HSC

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

Giá trị của các mảng kinh doanh khác là 5.071 tỷ đồng

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần (trừ khen thưởng & phúc lợi)	325	364	406	451	494	532
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	37	59	51	42	33	25
+ Khấu hao	61	75	78	80	83	86
- Thay đổi vốn lưu động	1,027	(265)	(139)	(112)	(75)	(35)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(22)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
Dòng tiền tự do của mảng khác	1,428	202	366	431	505	578
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						2.0%
Giá trị dài hạn						5,817
Dòng tiền tương lai	1,428	202	366	431	505	6,395
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
Giá trị hiện tại	1,428	202	326	343	358	4,044
Giá trị của mảng cho thuê hạ tầng		5,071				
EV/EBITDA của mảng cho thuê hạ tầng		8.6	7.8	7.1	6.6	6.3

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 4% đối với mảng cho thuê hạ tầng & 2% đối với các mảng khác

Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng cho thuê hạ tầng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn của các mảng khác				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
2.0%		86,400	87,900	89,600	91,400	93,500
3.0%		90,600	92,100	93,800	95,600	97,700
4.0%		95,800	97,300	99,000	100,800	102,900
5.0%		102,500	104,000	105,700	107,500	109,600
6.0%		111,400	112,900	114,600	116,400	118,400

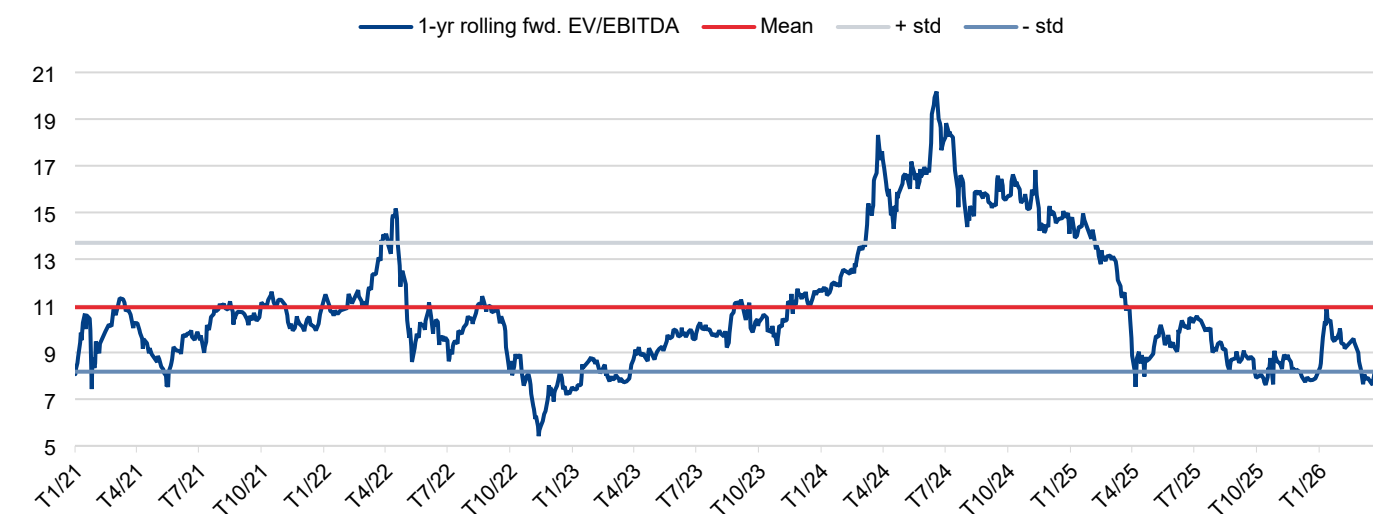
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 7,9 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 10,9 lần.

Bảng 11: EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm, CTR

CTR đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 7,9 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 10,9 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	12,610	13,940	16,051	18,136	20,165
Lợi nhuận gộp	884	982	1,114	1,263	1,424
Chi phí BH&QL	(169)	(248)	(225)	(254)	(282)
Thu nhập khác	3.98	18.5	0	0	0
Chi phí khác	(6.50)	(0.15)	0	0	0
EBIT	713	752	890	1,009	1,142
Lãi vay thuần	(41.1)	(7.04)	(43.4)	(42.1)	(30.0)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	672	745	846	967	1,112
Chi phí thuế TNDN	(134)	(146)	(169)	(193)	(222)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	538	600	677	774	889
Lợi nhuận thuần ĐC	403	468	528	604	694
EBITDA ĐC	1,032	1,107	1,276	1,512	1,752
EPS (đồng)	3,522	4,092	4,619	5,277	6,068
EPS ĐC (đồng)	3,522	4,092	4,619	5,277	6,068
DPS (đồng)	2,150	1,500	1,500	2,000	2,500
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)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	887	1,705	1,167	863	983
Đầu tư ngắn hạn	854	1,618	1,284	1,270	1,210
Phải thu khách hàng	2,937	2,714	3,050	3,355	3,630
Hàng tồn kho	610	425	482	544	605
Các tài sản ngắn hạn khác	134	164	161	181	202
Tổng tài sản ngắn hạn	5,421	6,625	6,143	6,214	6,630
TSCĐ hữu hình	191	134	89.3	43.8	(2.24)
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	1,223	1,335	1,973	2,506	2,432
Đầu tư dài hạn	252	80.4	80.4	80.4	80.4
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	19.7	10.4	11.9	13.5	15.0
Tổng tài sản dài hạn	1,685	1,560	2,155	2,644	2,525
Tổng cộng tài sản	7,106	8,185	8,298	8,857	9,154
Nợ ngắn hạn	1,052	1,760	1,284	1,088	807
Phải trả người bán	608	435	642	725	807
Nợ ngắn hạn khác	2,388	2,048	1,985	1,985	1,985
Tổng nợ ngắn hạn	4,653	5,598	5,186	5,219	5,161
Nợ dài hạn	573	503	687	838	785
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	15.3	15.8	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	588	518	687	838	785
Tổng nợ phải trả	5,241	6,117	5,873	6,057	5,946
Vốn chủ sở hữu	1,865	2,069	2,426	2,800	3,209
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,865	2,069	2,426	2,800	3,209
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,106	8,185	8,298	8,857	9,154
BVPS (đ)	16,305	18,086	21,205	24,482	28,050
Nợ thuần*/(tiền mặt)	738	558	804	1,062	608

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	713	752	890	1,009	1,142
Khấu hao	(319)	(355)	(387)	(503)	(610)
Lãi vay thuần	(41.1)	(7.04)	(43.4)	(42.1)	(30.0)
Thuế TNDN đã nộp	(116)	(142)	(169)	(193)	(222)
Thay đổi vốn lưu động	465	675	(265)	(139)	(112)
Khác	(133)	17.3	230	(91.7)	(80.4)
LCT thuần từ HKKD	1,141	1,457	923	962	1,232
Đầu tư TS dài hạn	(801)	(370)	(980)	(990)	(490)
Góp vốn & đầu tư	(1,651)	(2,928)	0	0	0
Thanh lý	1.11	25.5	0	0	0
Khác	1,850	2,239	(1.57)	(1.55)	(1.51)
LCT thuần từ HĐĐT	(600)	(1,033)	(982)	(992)	(492)
Cổ tức trả cho CSH	(525)	(244)	(172)	(229)	(286)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	51.4	638	(292)	(45.3)	(334)
Khác	0	0	(15.8)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(474)	394	(479)	(274)	(620)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	819	887	1,705	1,167	863
LCT thuần trong kỳ	66.8	819	(538)	(304)	120
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	885	1,706	1,167	863	983
Dòng tiền tự do	340	1,088	(57.0)	(28.4)	742

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	7.01	7.04	6.94	6.96	7.06
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.18	7.94	7.95	8.34	8.69
Tỷ suất LNT (%)	4.27	4.30	4.22	4.27	4.41
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	19.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.9	10.5	15.1	13.0	11.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	13.4	7.27	15.3	18.5	15.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1.44	16.2	12.9	14.3	15.0
Tăng trưởng EPS (%)	1.44	16.2	12.9	14.3	15.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.44	16.2	12.9	14.3	15.0
Tăng trưởng DPS (%)	(21.0)	(30.2)	0	33.3	25.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	61.1	36.7	32.5	37.9	41.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	27.9	30.5	30.1	29.6	29.6
ROACE (%)	29.5	29.9	31.2	29.9	29.9
Vòng quay tài sản (lần)	1.79	1.82	1.95	2.11	2.24
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.60	1.94	1.04	0.95	1.08
Số ngày tồn kho	19.0	12.0	11.8	11.8	11.8
Số ngày phải thu	91.4	76.4	74.5	72.6	70.7
Số ngày phải trả	18.9	12.3	15.7	15.7	15.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	61.7	85.1	79.5	83.3	63.0
Nợ/tài sản (%)	28.7	42.3	37.3	36.1	32.8
EBIT/lãi vay (lần)	17.4	107	20.5	24.0	38.1
Nợ/EBITDA (lần)	1.97	3.13	2.42	2.11	1.71
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.17	1.18	1.18	1.19	1.28
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.76	0.62	0.58	0.52	0.45
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.30	7.81	7.23	6.29	5.20
P/E (lần)	24.1	20.7	18.4	16.1	14.0
P/E ĐC (lần)	24.1	20.7	18.4	16.1	14.0
P/B (lần)	5.21	4.69	4.00	3.47	3.03
Lợi suất cổ tức (%)	2.53	1.77	1.77	2.36	2.94

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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