

Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR)

KHẢ QUAN +13,0%

Ngành	Hạ tầng viễn thông
Ngày báo cáo	14/04/2026
Giá hiện tại	87.000 VND
Giá mục tiêu	96.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	100.400 VND
TL tăng	+11,3%
Lợi suất cổ tức	1,7%
Tổng mức sinh lời	+13,0%

GT vốn hóa	9,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	4,3 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	28,9 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	65,7%
SL cổ phiếu lưu hành	114,4 triệu
Pha loãng*	114,4 triệu

	CTR	Peers*	VNI
P/E (trượt)	16,6x	14,3x	16,3x
EV/EBITDA**	8,8x	11,7x	N/A
ROE	29,0%	13,0%	14,0%
ROA	7,3%	4,1%	2,1%

* Trung vị của các công ty cùng ngành với CTR ở thị trường mới nổi.

** Đã điều chỉnh theo cho quỹ khen thưởng & phúc lợi

Tổng quan Công ty

Tổng CTCP Công trình Viettel là công ty con của Tập đoàn Viettel – công ty viễn thông số 1 Việt Nam. CTR cung cấp các dịch vụ xây dựng, vận hành khai thác, tích hợp hệ thống và hạ tầng cho thuê chủ yếu cho các nhà mạng. CTR là công ty hạ tầng cho thuê viễn thông lớn nhất Việt Nam từ năm 2022 và hiện đang duy trì vị thế này.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thảo Nguyên
Chuyên viên

Hoàng Nam
Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	13.940	15.448	16.891	18.378
% YoY	11%	11%	9%	9%
LNST sau lợi ích CĐTS	600	699	779	850
% YoY	11%	17%	11%	9%
EPSđiều chỉnh	15%	17%	15%	8%
Biên LN gộp	7,0%	7,6%	7,5%	7,4%
Biên LN hoạt động	5,3%	5,8%	5,7%	5,6%
Biên EBITDA	8,2%	8,7%	8,9%	9,4%
Biên LN ròng	4,3%	4,5%	4,6%	4,6%
EV/EBITDA, điều chỉnh	8,8x	7,5x	6,6x	5,7x
P/E	16,6x	14,2x	12,8x	11,7x
P/E, điều chỉnh	21,3x	18,1x	15,8x	14,6x
P/B	4,8x	4,1x	3,5x	3,0x
ROE	29,0%	28,5%	27,4%	26,0%
ROA	7,3%	6,6%	6,4%	6,1%

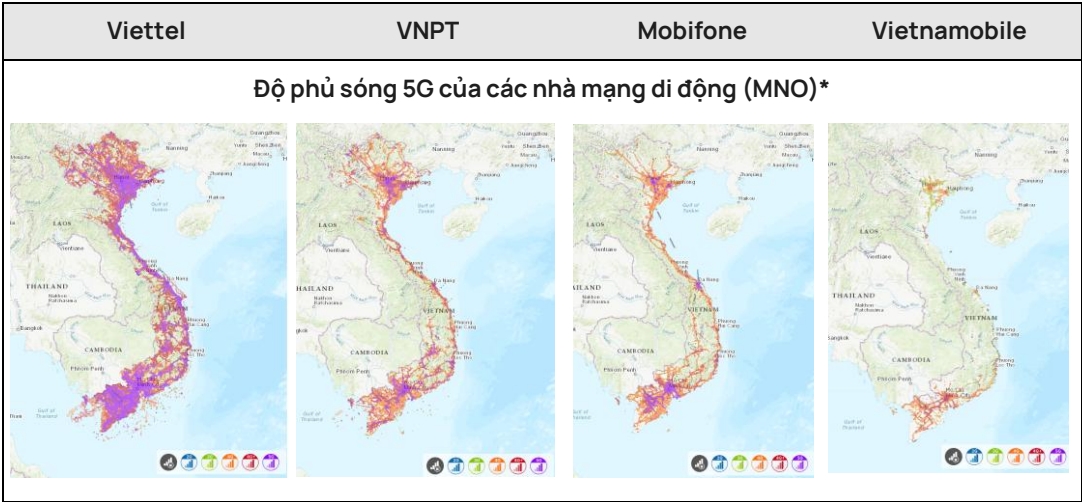
Đà tăng trưởng ngoài mảng viễn thông hỗ trợ bù đắp cho sự chững lại của mảng hạ tầng cho thuê viễn thông

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu xuống 96.800 đồng/cổ phiếu, đồng thời duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh định giá theo phương pháp định giá từng phần (SoTP) thấp hơn 13%. Điều này cho thấy quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi đối với mảng hạ tầng cho thuê viễn thông trong bối cảnh tăng trưởng chậm lại mang tính cấu trúc, tác động này lớn hơn phần tích cực từ việc cập nhật khung thời gian định giá mục tiêu đến cuối năm 2026. Cụ thể, chúng tôi giảm 24% dự báo EBITDA giai đoạn 2026–2033, chủ yếu do việc điều chỉnh giảm 54% dự báo tổng số lượng trạm mới trong giai đoạn 2026–2033 và giảm giả định về tỉ lệ dùng chung trạm sau giai đoạn dài tăng chậm hơn kỳ vọng.
- Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EBITDA đạt 15% trong giai đoạn 2025–2028, được dẫn dắt bởi CAGR mảng hạ tầng cho thuê viễn thông là 27%, khi chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ dùng chung trạm sẽ cải thiện so với giai đoạn trước, nhu cầu gia tăng của dịch vụ thuê chỗ đặt máy chủ trong bối cảnh tăng tốc triển khai 5G. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo số lượng trạm chỉ tăng trưởng với CAGR 8% trong giai đoạn 2025–2028, phản ánh kế hoạch triển khai thấp hơn từ ban lãnh đạo trong bối cảnh áp lực gia tăng từ khả năng hợp nhất các nhà mạng di động (MNO) và xu hướng triển khai 5G chuyển sang dịch vụ thuê chỗ đặt máy chủ trên các trạm hiện có thay vì đẩy mạnh mở rộng các trạm mới.
- CTR đang giao dịch tại mức EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 7,5 lần, thấp hơn mức EV/EBITDA trung bình 5 năm (dựa trên số liệu lịch sử) lần lượt là 11,2 lần và 19,5 lần của các doanh nghiệp cùng ngành tại thị trường mới nổi châu Á và thị trường phát triển (theo Bloomberg).
- Yếu tố hỗ trợ:** Số lượng trạm mới và tỷ lệ dùng chung cao hơn; các dự án đầu tư hạ tầng mới.
- Rủi ro:** Số lượng trạm mới ít hơn; cơ chế chia sẻ hạ tầng kém thuận lợi hơn.

Tăng trưởng mảng hạ tầng cho thuê chậm lại nhưng lợi thế cạnh tranh cấu trúc vẫn được duy trì: Chúng tôi dự báo số lượng trạm xây mới hàng năm thấp hơn trong giai đoạn 2026–2030 (khoảng 1.000 trạm/năm) trong bối cảnh áp lực gia tăng từ khả năng hợp nhất các nhà mạng di động (MNO) và sự chuyển dịch mang tính cấu trúc trong việc triển khai 5G sang xu hướng tăng cường dịch vụ thuê chỗ đặt máy chủ trên các trạm hiện có. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ dùng chung trạm sẽ cải thiện dần, tăng từ 1,03 lần lên 1,05 lần trong giai đoạn 2025–2028 (so với tỷ lệ đi ngang ở mức 1,03 lần trong giai đoạn 2022–2025), được hỗ trợ bởi yêu cầu mật độ trạm cao hơn của 5G và giai đoạn triển khai 5G của đa phần các nhà mạng lớn vẫn còn ở giai đoạn đầu cho đến giữa chu kỳ (Hình 1). Dù vậy, chúng tôi cho rằng lợi thế cạnh tranh cấu trúc của CTR vẫn được duy trì, nhờ mạng lưới trạm viễn thông phủ rộng toàn quốc và áp lực khấu hao thấp hơn đến từ danh mục trạm đã đi vào giai đoạn ổn định hơn.

Mở rộng sang mảng ngoài viễn thông tạo lớp đệm mới bù đắp cho sự chững lại của mảng hạ tầng cho thuê: CTR đang đa dạng hóa sang các lĩnh vực giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật, xây dựng và đầu tư hạ tầng, qua đó tạo thêm các động lực tăng trưởng trong trung hạn. Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng xây dựng/giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật sẽ đạt CAGR lần lượt 16%/11% trong giai đoạn 2025–2028, được thúc đẩy bởi các giải pháp tích hợp liên quan đến năng lượng tái tạo, cùng với kế hoạch mở rộng mảng xây dựng của CTR sang các dự án đầu tư công, các dự án liên quan đến FDI và các công trình trọng điểm quốc gia. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng mảng đầu tư hạ tầng có thể là yếu tố hỗ trợ tiềm năng cho mục tiêu CAGR LNTT 12% của ban lãnh đạo trong giai đoạn 2026–2030 (so với kịch bản cơ sở chưa bao gồm yếu tố này của chúng tôi ở mức CAGR 8%). Các dự án điện gió sắp triển khai tại Quảng Trị có thể là yếu tố hỗ trợ trong thời gian tới, dù chúng tôi hiện chưa đưa các dự án này vào dự báo và định giá, do vẫn cần chờ thêm thông tin chi tiết về tiến độ triển khai.

Hình 1: Độ phủ sóng 5G của đa phần các nhà mạng lớn vẫn đang triển khai ở giai đoạn đầu đến giữa chu kỳ



Nguồn: Nperf, Vietcap tổng hợp, vùng phủ sóng 5G được ký hiệu bằng màu tím; dữ liệu tính đến ngày 4/1/2026.

Hình 2: Các dự báo chính giai đoạn 2025–2028

	2025	2026F	2027F	2028F	CAGR 2025–2028F
Doanh thu	13.940	15.448	16.891	18.378	10%
Vận hành khai thác	6.257	6.507	6.638	6.770	3%
Hạ tầng cho thuê	857	1.027	1.175	1.350	16%
Xây dựng	4.764	5.623	6.525	7.465	16%
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	2.061	2.291	2.554	2.793	11%
EBITDA*	1.141	1.344	1.511	1.728	15%
Vận hành khai thác	358	379	393	407	4%
Hạ tầng cho thuê	440	616	735	901	27%
Xây dựng	216	227	251	279	9%
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	126	122	132	141	4%
Hạ tầng cho thuê					
Tổng số lượng trạm viễn thông	12.000	13.000	14.000	15.000	8%
Trạm mới	2.000	1.000	1.000	1.000	-21%
Tỷ lệ dùng chung trạm	1,03x	1,04x	1,04x	1,05x	

Nguồn: CTR, dự báo của Vietcap (* Vietcap ước tính EBITDA của từng mảng, chưa điều chỉnh cho quỹ khen thưởng & phúc lợi)

Dự báo triển vọng năm 2026: Mảng hạ tầng cho thuê tiếp tục hỗ trợ đà tăng trưởng ổn định của EBITDA mặc dù bối cảnh triển vọng của mảng này tăng trưởng thấp hơn

Hình 3: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 cũ	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	13.940	15.448	14.138	11%	
Vận hành khai thác	6.257	6.507	6.207	4%	* Chúng tôi tăng dự báo thêm 5%, được thúc đẩy bởi KQKD tích cực trong năm 2025 và 2T 2026, cùng với việc triển khai hiệu quả tại thị trường trong nước và quốc tế.
Hạ tầng cho thuê	857	1.027	1.063	20%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 3%, cho thấy triển vọng triển khai trạm ở mức vừa phải hơn. Ban lãnh đạo hiện dự kiến xây dựng khoảng 1.000 trạm mới mỗi năm trong giai đoạn 2026–2030, thấp hơn so với tốc độ mở rộng trước đó ở mức khoảng 2.000–3.000 trạm/năm trong giai đoạn 2022–2025. Chúng tôi cũng hạ giả định tỷ lệ dùng chung trạm từ 1,05 lần xuống 1,04 lần trong năm 2026, sau giai đoạn kéo dài mà mức độ dùng chung trạm tăng chậm hơn kỳ vọng.
Xây dựng	4.764	5.623	5.012	18%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 12%, được thúc đẩy bởi (1) phạm vi dự án mở rộng của CTR trong mảng xây dựng B2C và (2) một số dự án lớn trong phân khúc SME và B2B, bao gồm các dự án liên quan đến khách sạn/khu nghỉ dưỡng và nhà ở xã hội.
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	2.061	2.291	1.857	11%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 23%, nhờ KQKD tích cực trong năm 2025 và 2T 2026, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng bền vững của các sản phẩm và dịch vụ cốt lõi, cùng với đóng góp cao hơn từ phân khúc năng lượng mặt trời (đã triển khai 5.423 hệ thống điện mặt trời áp mái trong năm 2025, tăng 350% YoY), được thúc đẩy bởi việc thực thi Nghị định số 135/2024/NĐ-CP về khuyến khích phát triển điện mặt trời áp mái tự sản xuất, tự tiêu thụ.
EBITDA*	1.141	1.344	1.375	18%	
Vận hành khai thác	358	379	336	6%	
Hạ tầng cho thuê	440	616	690	40%	
Xây dựng	216	227	259	5%	
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	126	122	90	-3%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 36%, nhờ đóng góp cao hơn từ phân khúc lắp đặt năng lượng mặt trời. Tuy nhiên, chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) cao hơn do hoạt động hỗ trợ bán chéo với mảng xây dựng đã bù trừ phần tăng này, dẫn đến mức giảm nhẹ so với cùng kỳ.
Lợi nhuận từ HĐKD	734	893	894	22%	
LNTT	746	870	853	17%	
LNST sau lợi ích CĐTS	600	699	682	17%	
Biên lợi nhuận gộp	7,0%	7,6%	7,7%	0,5 điểm %	
Vận hành khai thác	5,6%	6,4%	6,1%	0,8 điểm %	
Hạ tầng cho thuê	28,9%	28,7%	28,5%	-0,2 điểm %	* Chúng tôi điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp mảng hạ tầng cho thuê thêm 0,2 điểm %, qua đó cho thấy dự báo đà suy giảm biên lợi nhuận sẽ chậm lại trong năm 2026. Điều này phản ánh quá trình bình thường hóa biên lợi nhuận khi số lượng trạm xây mới ít hơn giúp giảm tác động bất lợi từ khấu hao giai đoạn đầu, trong khi tỷ trọng trạm đã đi vào giai đoạn khai thác ổn định hơn và tỷ lệ dùng chung trạm cải thiện cũng góp phần bù đắp áp lực lên biên lợi nhuận gộp.
Xây dựng	5,2%	5,4%	5,9%	0,2 điểm %	* Chúng tôi điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng 0,5 điểm %, do chi phí marketing tăng cao liên quan đến việc mở rộng tệp khách hàng B2C. Tuy nhiên, các dự án nhà ở cao cấp và khách sạn/khu nghỉ dưỡng được kỳ vọng sẽ phần nào hỗ trợ tăng trưởng biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng so với cùng kỳ.
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	6,7%	6,7%	6,0%	0,0 điểm %	
Biên EBITDA*	8,2%	8,7%	9,8%	0,5 điểm %	
Vận hành khai thác	5,7%	5,8%	5,4%	0,1 điểm %	
Hạ tầng cho thuê	51,4%	60,0%	64,9%	8,7 điểm %	
Xây dựng	4,5%	4,0%	5,2%	-0,5 điểm %	
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	6,1%	5,3%	4,8%	-0,8 điểm %	
Biên lợi nhuận ròng	4,3%	4,5%	4,8%	0,2 điểm %	

Nguồn: CTR, dự báo của Vietcap (* Vietcap ước tính EBITDA của từng mảng, chưa điều chỉnh cho quỹ khen thưởng & phúc lợi)

Định giá

Chúng tôi tiếp tục xác định giá mục tiêu dựa trên 2 phương pháp định giá bao gồm phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp định giá từng phần (SoTP). Trong phương pháp SoTP, chúng tôi áp dụng phương pháp SoTP theo bội số EV/EBITDA cho từng mảng (mảng hạ tầng cho thuê không bao gồm đóng góp từ tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam) do hoạt động kinh doanh đa dạng và thâm dụng vốn, và đưa đóng góp của tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam vào dự báo bằng phương pháp CKDT để phản ánh đóng góp dài hạn của tuyến cáp này. Chúng tôi duy trì tỷ trọng giữa phương pháp CKDT/SoTP là 70%/30%. Chúng tôi cho rằng phương pháp CKDT phản ánh tiềm năng tăng trưởng và tạo ra tiền mặt của CTR trong dài hạn. Trong khi đó, phương pháp SoTP của chúng tôi chủ yếu phản ánh triển vọng tăng trưởng trong 1 năm tới.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu xuống mức 96.800 đồng/cổ phiếu. Việc điều chỉnh giảm chủ yếu đến từ mức giảm 13% trong định giá SoTP, phản ánh đà tăng trưởng chậm lại mang tính cấu trúc của mảng hạ tầng cho thuê viễn thông, tác động này lớn hơn phần tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2026. Cụ thể, chúng tôi giảm 24% dự báo EBITDA giai đoạn 2026–2033, chủ yếu do việc giảm 54% dự báo tổng số lượng trạm mới trong giai đoạn 2026–2033 và giảm giá định về tỉ lệ dùng chung trên mỗi trạm sau giai đoạn dài tăng chậm hơn kỳ vọng. Định giá CKDT của chúng tôi tăng nhẹ 1%, nhờ WACC giảm 2,4 điểm %, phản ánh giả định tỷ trọng nợ mục tiêu cao hơn và beta thấp hơn. Mức đòn bẩy nợ mục tiêu cao hơn phản ánh đặc điểm dòng tiền và cơ cấu hoạt động của CTR ngày càng mang tính chất hạ tầng, trong khi beta thấp hơn được xác định dựa trên ước tính theo các doanh nghiệp so sánh từ Bloomberg, phản ánh mức độ trưởng thành của ngành hạ tầng cho thuê viễn thông.

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Đóng góp (đồng/CP)
CKDT	70,0%	96.924	67.846
SoTP	30,0%	96.583	28.975
Giá mục tiêu			96.800
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 (điều chỉnh) tại giá mục tiêu			9,1x

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Ước tính của Vietcap đối với hệ số beta của CTR

	Đóng góp EBITDA trung bình giai đoạn 2025-33	Hệ số beta không có đòn bẩy	Lưu ý
Vận hành khai thác	23,7%	0,6	Phù hợp với beta của mảng hạ tầng cho thuê do mối quan hệ chặt chẽ giữa hai mảng kinh doanh và dòng doanh thu của mảng vận hành khai thác có thể dự báo được.
Hạ tầng cho thuê	53,6%	0,6	Dựa trên beta trung bình 5 năm của trung vị beta của các công ty cùng ngành.
Xây dựng	15,5%	0,8	Tương đương với beta của nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam, Cotecons (CTD), theo Bloomberg.
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	7,2%	0,8	
Tổng cộng	100%	0,6	
Nợ/vốn mục tiêu		58,8%	Trung bình giai đoạn 2025-33.
Hệ số beta có đòn bẩy của CTR		1,4	

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Định giá CKDT cho CTR

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT (8 năm)	Tỷ đồng
Hệ số Beta	1,6	1,4	GTHT của dòng tiền tự do	4.265
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị tới hạn (TT 3,0%)	6.501
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GT tới hạn	10.766
Chi phí vốn chủ sở hữu %	18,8	17,2	Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	4.261
Chi phí nợ vay %	6,5	6,5	Trừ: Nợ vay	3.940
Nợ vay %	46,1	58,8		
Vốn chủ sở hữu %	53,9	41,2	Giá trị vốn chủ sở hữu	11.087
Thuế thu nhập DN %	20,0	20,0	Cổ phiếu pha loãng (triệu)	114,4
WACC %	12,5	10,1	Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	96.924

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
LN từ HĐKD	894	1.002	1.086	1.201	1.215	1.005	1.048	1.107
- Thuế	-179	-200	-217	-240	-243	-201	-210	-221
+ Khấu hao	451	548	695	755	780	833	806	739
- Vốn XDCB	-1.174	-887	-1.114	-552	-572	-589	-603	-617
Vốn lưu động	90	24	20	8	-14	-40	-30	-31
Dòng tiền tự do	82	486	469	1.172	1.166	1.008	1.011	977
GTHT của DTTD	82	442	387	877	792	622	566	497
GTHT lũy kế của DTTD	82	524	911	1.788	2.580	3.202	3.768	4.265

Nguồn: Vietcap. * Đã điều chỉnh theo B&W

Hình 8: Định giá SoTP của Vietcap cho CTR

Tỷ đồng	Phương pháp	Dự báo EBITDA 2026	EV/EBITDA mục tiêu (x)	EV mục tiêu	Giá trị vốn chủ sở hữu
Vận hành khai thác	EV/EBITDA	379	7,7	2.931	
Hạ tầng cho thuê*	EV/EBITDA	616	8,9	5.510	
Xây dựng	EV/EBITDA	227	6,0	1.352	
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	EV/EBITDA	122	6,0	734	
	Tổng cộng			10.527	10.848
Tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam	CKDT				200
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu					11.048
Số lượng CP lưu hành (triệu)					114,4
Giá trị/cổ phiếu (đồng)					96.583

Nguồn: Vietcap (* Không bao gồm đóng góp từ tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam)

Hình 9: Chiết khấu dòng tiền cho dự án tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
LNST	-4	-4	4	86	92	98	137
+ Khấu hao	45	94	148	148	148	148	108
+ Thay đổi vốn lưu động	0	0	0	0	0	0	0
- Vốn XDCB	292	365	584	0	0	0	0
+ Nợ ròng	175	219	223	-128	-128	-128	-128
Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	-76	-57	-209	107	113	119	117
GTHT của DTTD VCSH	-76	-48	-152	66	60	54	45
GTHT lũy kế của DTTD VCSH	-76	-124	-276	-210	-150	-96	-51

Tỷ đồng	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
LNST	181	235	238	238	238	238
+ Khấu hao	60	0	0	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	0	0	0	0	0	0
- Vốn XDCB	0	0	0	0	0	0
+ Nợ ròng	-128	-128	0	0	0	0
Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	114	108	238	238	238	238
GTHT của DTTD VCSH	37	30	57	49	42	35
GTHT lũy kế của DTTD VCSH	-14	17	74	122	164	200

Nguồn: Vietcap

Hình 10: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) của chúng tôi đối với CTR khi WACC và tốc độ tăng trưởng tới hạn thay đổi, các chỉ số còn lại không đổi

		WACC				
Tốc độ TT tới hạn %		9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
	1,0%	94.800	91.000	87.500	84.400	81.700
	2,0%	100.400	95.700	91.600	88.000	84.800
	3,0%	107.800	101.900	96.800	92.400	88.600
	4,0%	118.000	110.200	103.700	98.200	93.500
	5,0%	133.200	122.200	113.400	106.100	100.000

Nguồn: Vietcap

Hình 11: Các công ty viễn thông tại các thị trường Châu Á mới nổi

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	TT doanh thu trượt 12T (%)	TT EPS trượt 12T (%)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ ròng/vốn CSH (%)	Biên EBITDA trượt 12T (%)	P/E trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T (x)
China Tower	Trung Quốc	24.534	2,7	8,4	5,8	3,5	38,3	N/A	14,3	N/A
Indus Towers	Ấn Độ	12.414	8,6	66,6	20,3	10,9	54,8	55,2	16,2	7,2
Digital Telecom	Thái Lan	3.185	2,0	2011,2	8,5	6,6	20,3	N/A	7,4	N/A
Sarana Menara	Indonesia	1.743	4,7	3,0	16,0	4,7	164,6	74,2	7,5	8,0
Tower Bersama	Indonesia	2.309	0,6	5,5	13,0	3,1	233,7	77,5	27,4	17,0
Centratama	Indonesia	197	2,9	-7,3	N/A	-10,4	560,1	65,1	N/A	15,4
Trung bình		7.397	3,6	347,9	12,7	3,1	178,6	68,0	14,5	11,9
Trung vị		2.747	2,8	7,0	13,0	4,1	109,7	69,7	14,3	11,7
CTR	Việt Nam	378	10,5	15,5	29,0	7,3	-51,3	8,2	16,6	8,8

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 14/04/2026)

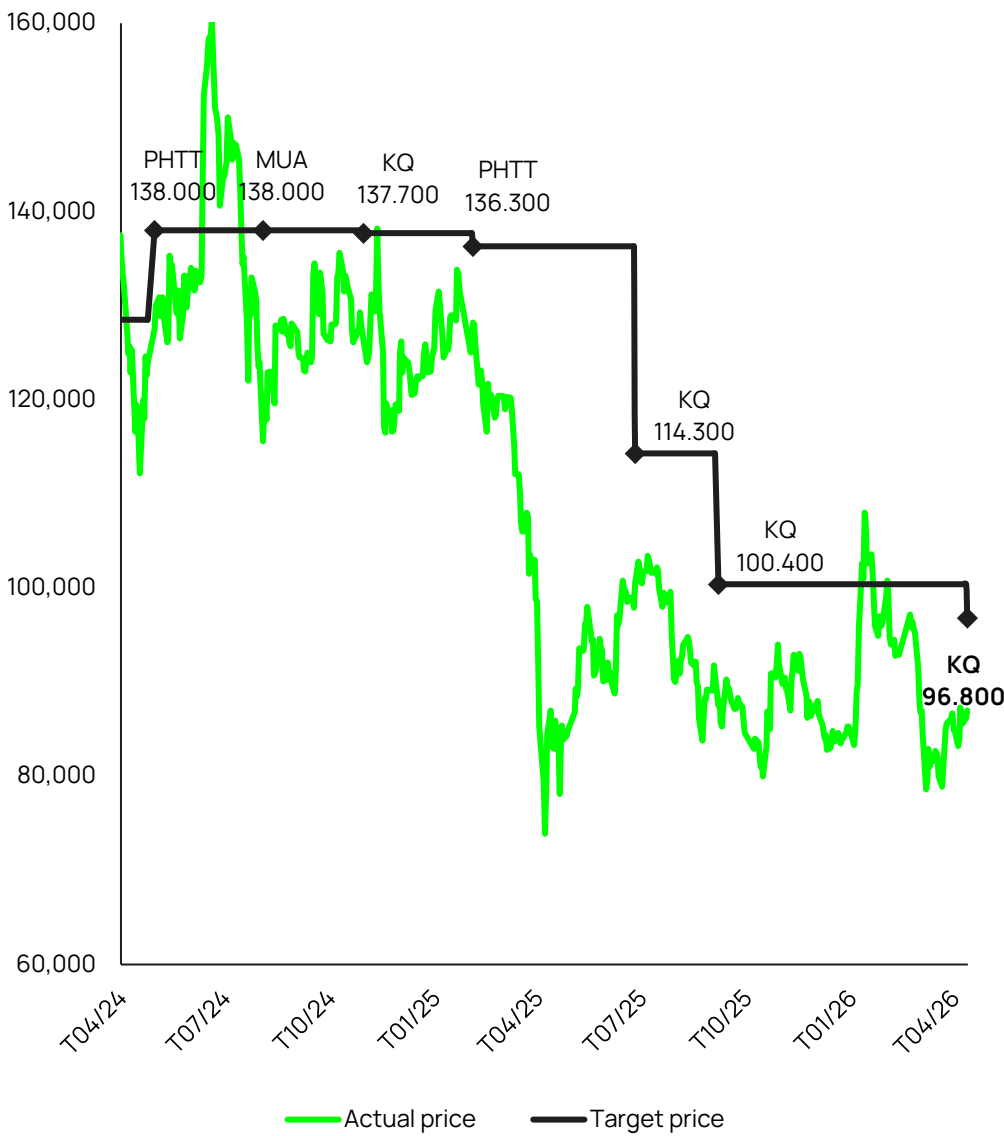
Hình 12: Các công ty viễn thông tại các thị trường phát triển

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	TT doanh thu trượt 12T (%)	TT EPS trượt 12T (%)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ ròng/ vốn CSH (%)	Biên EBITDA trượt 12T (%)	P/E trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T (x)
AMERICA TOWER	Mỹ	84.385	5,1	-21,8	71,9	4,1	420,0	75,3	33,6	16,5
CROWN CASTLE	Mỹ	37.999	-4,4	-5,3	N/A	1,4	N/A	69,3	34,0	23,1
UNITI	Mỹ	2.647	91,5	948,7	N/A	19,0	N/A	52,7	N/A	12,6
SBA	Mỹ	23.359	5,1	41,2	N/A	9,2	N/A	58,1	18,8	21,8
JTOWER	Nhật Bản	N/A	87,0	87,6	-3,2	-0,5	97,7	46,5	N/A	25,6
CELLNEX	Tây Ban Nha	24.297	1,5	-960,0	-2,8	-0,8	153,1	71,3	N/A	12,8
INWIT	Ý	8.139	4,0	4,2	9,6	3,8	147,0	90,5	18,8	12,6
RAI WAY	Ý	1.957	2,4	-1,3	46,1	19,1	71,1	66,0	18,8	8,9
Trung bình		26.112	24,0	11,7	24,3	6,9	177,8	66,2	24,8	16,7
Trung vị		23.359	4,5	1,5	9,6	3,9	147,0	67,6	18,8	14,6
CTR	Việt Nam	378	10,5	15,5	29,0	7,3	-51,3	8,2	16,6	8,8

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 14/04/2026)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 13: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	13.940	15.448	16.891	18.378
Giá vốn hàng bán	-12.958	-14.280	-15.628	-17.018
Lợi nhuận gộp	982	1.168	1.263	1.360
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-248	-274	-300	-326
LN từ HĐKD	734	893	963	1.034
Thu nhập tài chính	100	162	198	233
Chi phí tài chính	-107	-189	-195	-213
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-93</i>	<i>-175</i>	<i>-181</i>	<i>-199</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	18	3	3	3
LNTT	746	870	969	1.057
Thuế TNDN	-146	-170	-190	-207
LNST trước CĐTS	600	699	779	850
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo	600	699	779	850
EBITDA	1.141	1.344	1.511	1.728
EBITDA điều chỉnh	1.013	1.182	1.352	1.547
EPS báo cáo, VND	5.243	6.114	6.812	7.432
DPS báo cáo, VND	2.150	1.500	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	41,0%	24,5%	29,4%	26,9%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	10,5%	10,8%	9,3%	8,8%
Tăng trưởng EBITDA	10,3%	17,8%	12,4%	14,4%
Tăng trưởng LNTT	11,0%	16,6%	11,4%	9,1%
Tăng trưởng EPS	15,5%	17,4%	15,0%	7,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	7,0%	7,6%	7,5%	7,4%
Biên LN từ HĐ %	5,3%	5,8%	5,7%	5,6%
Biên EBITDA %	8,2%	8,7%	8,9%	9,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	4,3%	4,5%	4,6%	4,6%
ROE %	29,0%	28,5%	27,4%	26,0%
ROA %	7,3%	6,6%	6,4%	6,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	14,6	16,4	21,4	22,2
Số ngày phải thu	74,0	62,6	58,4	58,6
Số ngày phải trả	15,5	12,3	12,6	12,6
TG luân chuyển tiền	73,0	66,7	67,3	68,2
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,2x	1,1x	1,1x	1,2x
CS thanh toán nhanh	1,1x	1,0x	1,0x	1,1x
CS thanh toán tiền mặt	0,3x	0,2x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	27,6%	37,0%	37,8%	39,7%
Nợ/Vốn	52,3%	61,6%	61,6%	62,7%
Nợ ròng/Vốn CSH	-51,3%	-13,1%	-14,2%	-13,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	7,9x	5,1x	5,3x	5,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	1.705	1.455	1.139	1.199
Đầu tư TC ngắn hạn	1.618	2.806	3.838	4.725
Các khoản phải thu	2.714	2.584	2.826	3.074
Hàng tồn kho	425	860	975	1.099
TS ngắn hạn khác	164	182	199	216
Tổng TS ngắn hạn	6.625	7.886	8.976	10.313
TS dài hạn (gộp)	3.029	4.203	5.090	6.203
- Khấu hao lũy kế	-1.479	-1.930	-2.478	-3.173
TS dài hạn (ròng)	1.550	2.273	2.612	3.031
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	10	500	500	500
Tổng TS dài hạn	1.560	2.773	3.112	3.531
Tổng Tài sản	8.186	10.659	12.088	13.843
Phải trả ngắn hạn	471	519	568	618
Nợ ngắn hạn	1.760	3.050	3.337	3.634
Nợ ngắn hạn khác	3.369	3.734	4.082	4.442
Tổng nợ ngắn hạn	5.600	7.302	7.988	8.694
Nợ dài hạn	503	890	1.236	1.865
Nợ dài hạn khác	16	16	16	16
Tổng nợ dài hạn	6.118	8.208	9.240	10.575
Vốn cổ phần	1.144	1.144	1.144	1.144
Lợi nhuận giữ lại	654	1.032	1.435	Lợi
Vốn khác	269	275	270	239
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.067	2.451	2.848	3.269
Tổng cộng nguồn vốn	8.186	10.659	12.088	13.843
Số cp lưu hành cuối năm, tr	114,4	114,4	114,4	114,4

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	887	1.705	1.455	1.139
Thu nhập ròng	600	699	779	850
Khấu hao	406	451	548	695
Thay đổi vốn lưu động	617	90	24	20
Điều chỉnh khác	-168	-150	-148	-170
Tiền từ hoạt động KD	1.455	1.090	1.203	1.395
Vốn đầu tư XDCCB, ròng	-344	-1.174	-887	-1.114
Đầu tư, ròng	-687	-1.678	-1.032	-886
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.031	-2.851	-1.919	-2.000
Cổ tức đã trả	-309	-172	-229	-229
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	708	1.289	288	297
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-70	388	346	628
Tiền từ các hoạt động TC	65	6	-5	-31
Tiền từ hoạt động TC	394	1.512	400	665
Tổng lưu chuyển tiền tệ	818	-250	-316	60
Tiền cuối năm	1.705	1.455	1.139	1.199

Nguồn: CTR, dự báo của Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thảo Nguyên, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.