

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

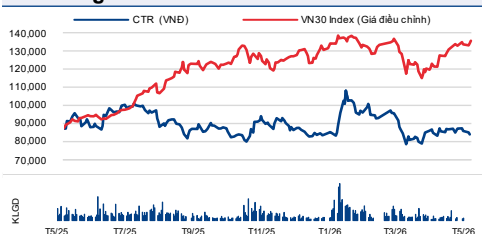
Giá mục tiêu: VNĐ95,400 (từ VNĐ99,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 13.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/5/2026)	84,000
Mã Bloomberg	CTR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	78,600-108,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	84,367
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,608
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	365
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	0.96	(10.6)	(3.62)
So với chỉ số	(9.72)	(15.4)	(38.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,598	5,301	(13.3)
2027F	5,315	5,457	(2.6)
2028F	6,074	6,122	(0.8)

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.

Mảng phi viễn thông dự kiến dẫn dắt tăng trưởng trong ngắn hạn

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CTR nhưng giảm 4% giá mục tiêu xuống 95.400đ, dựa trên các giả định mới. Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028. Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14%.
- Đáng chú ý, chúng tôi kỳ vọng mảng phi viễn thông (bao gồm giải pháp tích hợp và đầu tư vào năng lượng sạch) sẽ dẫn dắt đà tăng trưởng của CTR trong giai đoạn dự báo. Mặc dù vậy, các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông – vốn là đặc trưng riêng biệt và tạo nên sự khác biệt của CTR – có khả năng sẽ tiếp tục tạo ra giá trị trong dài hạn.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, CTR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ năm 2021 ở mức 22,6 lần.

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2026 gần như sát với dự báo

KQKD Q1/2026 tích cực và gần như sát với dự báo của HSC, với doanh thu đạt 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng 40% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 150 tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 23% và 22% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Doanh thu tăng chủ yếu nhờ doanh thu mảng phi viễn thông bao gồm giải pháp tích hợp (tăng 44% so với cùng kỳ) và xây dựng (tăng 96% so với cùng kỳ), trong khi các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông như đầu tư hạ tầng cho thuê và vận hành ghi nhận mức tăng trưởng vừa phải hơn (lần lượt tăng 16% và 9% so với cùng kỳ).

CTR đặt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2030 lần lượt ở mức 16% và 12%, với mảng phi viễn thông là động lực tăng trưởng chính. Đối với mảng cho thuê hạ tầng, BLĐ cho biết tiến độ lắp đặt trạm BTS có khả năng sẽ chậm lại còn 500 trạm mỗi năm trong giai đoạn 2027-2030, sau khi công ty dự kiến lắp đặt 1.000 trạm trong năm nay (thấp hơn so với giả định trước đây của chúng tôi là có thêm 1.000 trạm BTS mới mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030).

Tác động: Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, khi tác động tiêu cực từ việc giảm giả định số lượng trạm BTS được cho thuê (do số lượng trạm BTS lắp mới giảm) được bù đắp gần như hoàn toàn bởi tác động tích cực từ sự đóng góp mới của các mảng kinh doanh khác (bao gồm nhà ở xã hội). Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc lần lượt ở mức 12%, 16% và 14%, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 14% trong giai đoạn 2025-2028 (trong đó các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông tăng trưởng 6%, còn các mảng phi viễn thông tăng trưởng 22%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, CTR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ năm 2021 ở mức 22,6 lần. Mặc dù vẫn còn triển vọng tăng trưởng vững chắc, CTR dường như đã bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn do các động lực tăng trưởng lợi nhuận dịch chuyển sang các mảng phi viễn thông. Xu hướng này dự kiến sẽ giảm bớt. HSC giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 95.400đ sau khi điều chỉnh các giả định định giá. Cụ thể, chúng tôi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027, nhưng đồng thời cũng giảm giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng đầu tư hạ tầng xuống còn 2% (từ mức 4%), hiện bằng với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn cho các mảng kinh doanh khác. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 14%. CTR cũng có P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 20,7 lần và 17,9 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 11/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,032	1,107	1,279	1,647 ▲	1,942 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	538	600	674	779	890
EPS ĐC (đồng)	3,522	4,092	4,598	5,315	6,074
DPS (đồng)	2,150	1,500	1,500	2,000	2,500
BVPS (đồng)	16,305	18,086	21,184	24,499	28,073
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.20	7.72	7.72	6.43	5.40
P/E ĐC (lần)	23.9	20.5	18.3	15.8	13.8
Lợi suất cổ tức (%)	2.56	1.79	1.79	2.38	2.98
P/B (lần)	5.15	4.64	3.97	3.43	2.99
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.44	16.2	12.4	15.6	14.3
ROAE (%)	27.9	30.5	30.0	29.8	29.6

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

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

Áp lực bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn, do mảng viễn thông giảm tốc, dự kiến sớm được giải tỏa

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CTR nhưng giảm 1% giá mục tiêu xuống 98.400đ (tiềm năng tăng giá là 17%). Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028 (tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm: 14%), dựa trên việc giảm giả định số lượng trạm BTS được cho thuê gần như được bù trừ bởi đóng góp mới từ các mảng kinh doanh khác. Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, CTR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ năm 2021 ở mức 22,6 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, khi triển vọng tăng trưởng của CTR vẫn tiếp tục vững chắc, cổ phiếu dường như bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn khi các động lực tăng trưởng lợi nhuận chuyển hướng sang các mảng phi viễn thông – quá trình này về cơ bản đã diễn ra (đã phản ánh hết vào giá cổ phiếu).

KQKD Q1/2026: Tích cực và gần như sát với dự báo

KQKD Q1/2026 tích cực và gần như sát với dự báo của HSC, với doanh thu đạt 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng 40% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 150 tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 24% và 22% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Đà tăng trưởng tích cực của doanh thu thuần được dẫn dắt bởi các mảng phi viễn thông, với mảng xây dựng (các dự án bất động sản, nhà máy...), tăng 96% so với cùng kỳ và mảng giải pháp tích hợp (bao gồm tổng thầu EPC điện mặt trời và cơ điện (M&E)) tăng 44% so với cùng kỳ. Trong khi đó, trong các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông như đầu tư hạ tầng cho thuê (trước đây chủ yếu là cho thuê trạm BTS nhưng hiện đang mở rộng sang năng lượng sạch và có khả năng là nhà ở xã hội) và vận hành khai thác (vận hành hạ tầng viễn thông của Viettel) tăng trưởng vừa phải hơn, lần lượt ở mức 16% và 9% so với cùng kỳ.

Tính đến cuối Q1/2026, số lượng trạm BTS vẫn không đổi so với cuối năm 2025 ở mức 12.000 trạm. Cũng tính đến cuối Q1/2026, có 494 trạm BTS có từ hai khách thuê trở lên (so với 478 trạm vào cuối năm 2025), dẫn đến tỷ lệ dùng chung trạm đạt 1,041 lần, cải thiện nhẹ từ mức 1,040 lần vào cuối năm 2025.

Bảng 1: KQKD Q1/2026, CTR

Lợi nhuận thuần Q1/2026 tăng mạnh 23% svck lên 150 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	Dự báo cũ 2026 - HSC	% hoàn thành dự báo cũ
Doanh thu thuần	2,738	3,805	38.9%	16,051	23.7%
Lợi nhuận gộp	201	262	30.5%		
Lợi nhuận tài chính	(1)	0	N/a		
Chi phí BH&QL	(46)	(74)	60.0%		
Lợi nhuận thuần	122	150	23.2%	677	22.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.3%	6.9%			
Chi phí BH&QL/doanh thu	-1.7%	-1.9%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.4%	3.9%			

Nguồn: CTR, HSC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu Q1/2026, CTR

Tăng trưởng doanh thu Q1/2026 dẫn dắt bởi mảng xây dựng và giải pháp tích hợp

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	Tỷ trọng Q1/2025	Tỷ trọng Q1/2026
Tổng doanh thu	2,738	3,805	38.9%	100.0%	100.0%
Vận hành mạng lưới	1,393	1,515	8.7%	50.9%	39.8%
Xây dựng	783	1,533	95.8%	28.6%	40.3%
Cho thuê hạ tầng	198	230	16.2%	7.2%	6.0%
Giải pháp tích hợp	364	526	44.4%	13.3%	13.8%

Nguồn: CTR

Bảng 3: Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2026 theo mảng kinh doanh, CTR

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2026 thu hẹp bình quân 0,4 điểm phần trăm

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	Tỷ trọng Q1/2025	Tỷ trọng Q1/2026	Chênh lệch (điểm phần trăm)
Tổng lợi nhuận gộp	201	262	30.5%	7.3%	6.9%	(0.4)
Vận hành mạng lưới	86	92	7.4%	6.2%	6.1%	(0.1)
Xây dựng	41	79	93.9%	5.2%	5.2%	(0.0)
Cho thuê hạ tầng	53	63	19.4%	26.8%	27.5%	0.7
Giải pháp tích hợp	19	26	40.4%	5.1%	5.0%	(0.1)

Nguồn: CTR

Bối cảnh ngành: Mảng phi viễn thông sẽ dẫn dắt tăng trưởng trong suốt giai đoạn dự báo

Dự báo cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc lần lượt ở mức 12%, 16% và 14%, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 14% trong giai đoạn 2025-2028 (trong đó các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông tăng trưởng 6%, còn các mảng phi viễn thông tăng trưởng 22%). Trong khi đó, kế hoạch kinh doanh dài hạn hơn của CTR cho năm 2030 đặt mục tiêu doanh thu thuần đạt 28.790 tỷ đồng (CAGR 5 năm: 16%) và lợi nhuận thuần đạt 1.315 tỷ đồng (CAGR 5 năm: 12%), với kỳ vọng mảng phi viễn thông tăng trưởng tích cực hơn mảng liên quan đến viễn thông.

Đối với các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông:

- Mảng vận hành mạng lưới (đóng góp 45% tổng doanh thu thuần trong năm 2025) dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức khiêm tốn từ 3-5%/năm trong giai đoạn 2026-2030, nhờ mở rộng HĐKD ra thị trường nước ngoài tại các nước mà VGI (Viettel Global – công ty con thuộc mảng viễn thông nước ngoài của Viettel; chưa khuyến nghị) đang hoạt động. Do mảng này đóng góp lên đến 45% tổng doanh thu thuần năm 2025, nên mức tăng trưởng khá khiêm tốn của mảng này cho thấy các phân mảng khác được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tích cực hơn nhiều.
- Đối với mảng cho thuê trạm BTS (đóng góp 6% tổng doanh thu thuần trong năm 2025), CTR có kế hoạch lắp thêm 1.000 trạm BTS trong năm nay và 500 trạm BTS mỗi năm từ năm sau cho đến năm 2030 (đạt tổng cộng 15.000 trạm BTS vào năm 2030). Kế hoạch này có thể thay đổi theo chính sách của các nhà mạng viễn thông. Cả nước hiện có khoảng 40.000 trạm BTS 5G, trong đó 30.000 trạm thuộc quyền sở hữu của Viettel. Viettel đặt mục tiêu sở hữu 50.000 trạm BTS 5G, trong khi VNPT và Mobifone (lần lượt là nhà mạng lớn thứ hai và thứ ba của Việt Nam) đặt mục tiêu sở hữu từ 20.000-30.000 trạm mỗi công ty, nâng tổng số trạm BTS 5G tại Việt Nam lên 100.000 trạm. Khi đó, tổng số trạm BTS tại Việt Nam (cả 4G và 5G) sẽ đạt mức 200.000 trạm.

Với 100.000 trạm BTS 5G, độ bao phủ 5G tại Việt Nam sẽ ở mức khá thấp, chỉ với 1 trạm BTS trên 1.000 dân (so với mức 7 trạm BTS trên 1.000 dân tại Trung Quốc). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do tốc độ ứng dụng mạng 5G còn chậm, đặc biệt là ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp (B2B). Kế hoạch lắp đặt trạm BTS của CTR được xây dựng dựa trên tình hình ứng dụng mạng 5G thực tế hiện tại. Tuy nhiên, nếu việc ứng dụng mạng 5G được đẩy nhanh, đó sẽ là động lực giúp kế hoạch xây dựng trạm BTS của CTR tăng trưởng vượt kỳ vọng.

Đối với mảng kinh doanh phi viễn thông:

- Đối với mảng xây dựng (đóng góp 34% tổng doanh thu thuần trong năm 2025), công ty kỳ vọng cả hai phân khúc B2C (khách hàng cá nhân) và B2B (khách hàng doanh nghiệp) sẽ tăng trưởng tích cực. Đối với phân khúc B2C, CTR đặt mục tiêu xây 10.000 ngôi nhà trong giai đoạn 2026-2030, với doanh thu bình quân mỗi căn ít nhất là 1 tỷ đồng, tương đương tổng doanh thu đạt 10 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này khá tham vọng nhưng khả thi, nhờ công ty có thương hiệu và chất lượng dự án đã được kiểm chứng, cùng với khả năng tiếp cận tốt thông qua mạng lưới chi nhánh rộng khắp cả nước.

CTR cũng cung cấp thêm các giải pháp đi kèm về cơ điện (M&E) và tổng thầu EPC điện mặt trời mái nhà. Trong năm 2025, tỷ lệ khách hàng lựa chọn dịch vụ trọn gói chỉ ở mức 20%, cho thấy dư địa tăng trưởng vẫn còn rất lớn.

Đối với phân khúc B2B, CTR đặt mục tiêu trở thành top 3 tổng thầu hàng đầu tại Việt Nam. Gần đây, công ty được bình chọn là nhà thầu xây dựng công nghiệp uy tín nhất Việt Nam, theo Vietnam Report. Theo BLĐ, quy mô thị trường rất lớn, ước tính khoảng 400-600 nghìn tỷ đồng. Do đó, việc nâng cao năng lực thi công và uy tín sẽ giúp CTR giành thêm nhiều hợp đồng có giá trị cao.

Công ty cũng sẽ tham gia vào dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam thông qua một liên doanh với các công ty khác trong hệ sinh thái của Viettel. CTR sẽ tham gia vào công tác xây dựng, cung cấp thiết bị vật tư và có tiềm năng tham gia vào cả khâu vận hành.

Ngoài ra, CTR đang hướng tới thị trường nhà lắp ghép tại Úc. Nhà lắp ghép là loại nhà mà các cấu phần được sản xuất trước tại nhà máy rồi mới đem đến lắp ráp tại công trường, giúp quá trình xây dựng trở nên nhanh hơn và tiết kiệm chi phí hơn. Tại Úc, thị trường nhà lắp ghép đang tăng trưởng do tình trạng thiếu hụt nhà ở, chi phí xây dựng cao và hạn chế về nguồn nhân lực. CTR hiện đang thử nghiệm chất lượng sản phẩm trước khi chính thức gia nhập thị trường này.

- Đối với mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật (đóng góp 14% tổng doanh thu thuần trong năm 2025), CTR đặt mục tiêu đạt 70% thị phần tổng thầu EPC điện mặt trời tự tiêu thụ (từ mức khoảng 50% trong năm 2025). Công ty đưa ra mức giá cạnh tranh nhờ có quy mô lớn – hiện là đơn vị nhập khẩu tấm pin năng lượng mặt trời lớn nhất thị trường với sản lượng nhập khẩu khoảng 30 MW mỗi tháng. Nhu cầu đối với dịch vụ kỹ thuật (bảo trì các thiết bị điện) cũng sẽ tăng song song với GDP bình quân đầu người (ước đạt 8.000 USD vào năm 2030).
- Đối với mảng đầu tư hạ tầng năng lượng sạch và nhà ở xã hội (đóng góp doanh thu rất thấp trong năm 2025), công ty sẽ đẩy mạnh các khoản đầu tư từ nay trở đi. Chi tiết như sau:
 - Đối với mảng năng lượng sạch, CTR có kế hoạch đầu tư 10-30 MWp điện mặt trời mỗi năm và 50 MW điện gió tại Quảng Trị, với khả năng nâng quy mô lên tới 250 MW.
 - Đối với mảng nhà ở xã hội, CTR đặt mục tiêu đầy tham vọng là xây 50.000 căn nhà ở xã hội (bằng 5% trong mục tiêu 1 triệu căn nhà ở xã hội của Việt Nam vào năm 2030) dưới thương hiệu Viettel Home. Doanh thu của mảng đầu tư hạ tầng dự kiến sẽ đạt khoảng 2,6-3 nghìn tỷ đồng vào năm 2030 (bằng 9-10% tổng doanh thu thuần, so với mức 857 tỷ đồng, tương đương 6% tổng doanh thu thuần trong năm 2025).

Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028, khi tác động tiêu cực từ việc giảm giá định số lượng trạm BTS được cho thuê (do số lượng trạm BTS lắp mới giảm) được bù đắp gần như hoàn toàn bởi tác động tích cực từ sự đóng góp mới từ mảng kinh doanh nhà ở xã hội. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 12%, 16% và 14% trong các năm dự báo, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 14% trong giai đoạn 2025-2028 (trong đó các mảng kinh doanh liên quan đến viễn thông tăng trưởng 6%, còn các mảng phi viễn thông tăng trưởng 22%).

Sau khi công ty công bố KQKD Q1/2026 sát với kỳ vọng, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026. Cho năm 2027-2028, chúng tôi giảm giá định số lượng trạm BTS được lắp đặt theo kế hoạch của BLĐ, nhưng tác động tiêu cực từ việc giảm số lượng trạm được lắp đặt sẽ được bù đắp bởi mức đóng góp mới từ mảng kinh doanh nhà ở xã hội. Nhìn chung, dựa trên những điều chỉnh này, HSC gần như giữ nguyên các dự báo lợi nhuận cho năm 2027-2028. Chi tiết như sau:

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận gộp 2026-2028, CTR

HSC gần như giữ nguyên dự báo gộp 2026-2028, với lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 3 năm ở mức 14% trong giai đoạn 2025-2028

Tỷ đồng	2025A	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			2025A-28F CAGR
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Doanh thu thuần	13,940	16,051	18,136	20,165	16,551	19,126	21,112	3.1%	5.5%	4.7%	14.8%
Lợi nhuận thuần	600	677	774	889	674	779	890	-0.5%	0.7%	0.1%	14.1%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	11%	15.1%	13.0%	11.2%	18.7%	15.6%	10.4%				
Lợi nhuận thuần	11%	12.9%	14.3%	15.0%	12.4%	15.6%	14.3%				

Nguồn: HSC

Bảng 5: Dự báo cơ cấu doanh thu giai đoạn 2026-28, CTR

Chúng tôi nâng ước tính đối với mảng đầu tư hạ tầng nhờ đóng góp từ mảng kinh doanh mới

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			2025A-28F CAGR
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Doanh thu thuần	13,940	16,051	18,136	20,165	16,551	19,126	21,112	3.1%	5.5%	4.7%	14.8%
Vận hành mạng lưới	6,257	6,570	6,899	7,243	6,570	6,899	7,243	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%
Xây dựng	4,764	5,694	6,548	7,334	5,694	6,548	7,334	0.0%	0.0%	0.0%	15.5%
Đầu tư hạ tầng	857	1,107	1,340	1,568	1,607	2,330	2,515	45.2%	73.8%	60.4%	43.2%
Giải pháp tích hợp	2,061	2,679	3,349	4,019	2,679	3,349	4,019	0.0%	0.0%	0.0%	24.9%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		15.1%	13.0%	11.2%	18.7%	15.6%	10.4%				
Vận hành mạng lưới		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%				
Xây dựng		19.5%	15.0%	12.0%	19.5%	15.0%	12.0%				
Đầu tư hạ tầng		29.1%	21.0%	17.0%	87.5%	45.0%	8.0%				
Giải pháp tích hợp		30.0%	25.0%	20.0%	30.0%	25.0%	20.0%				
Tỷ trọng											
Vận hành mạng lưới	44.9%	40.9%	38.0%	35.9%	39.7%	36.1%	34.3%				
Xây dựng	34.2%	35.5%	36.1%	36.4%	34.4%	34.2%	34.7%				
Đầu tư hạ tầng	6.2%	6.9%	7.4%	7.8%	9.7%	12.2%	11.9%				
Giải pháp tích hợp	14.8%	16.7%	18.5%	19.9%	16.2%	17.5%	19.0%				

Nguồn: HSC

- Chúng tôi giảm giả định số lượng trạm BTS được lắp mới trong năm 2027 và 2028 xuống còn 500 trạm mỗi năm, so với mức 1.000 trạm trước đây, trong khi vẫn giữ nguyên giả định xây mới 1.000 trạm BTS cho năm nay. Tổng số trạm BTS của CTR theo đó sẽ đạt 13.000 trạm vào cuối năm nay và 14.000 trạm vào cuối năm 2028.
- Đối với mảng kinh doanh nhà ở xã hội, chúng tôi giả định CTR sẽ xây 2.000 căn mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030, dẫn đến tổng số nhà ở xã hội đạt 10.000 căn vào cuối năm 2030. HSC đưa ra quan điểm thận trọng hơn so với mục tiêu 50.000 căn của công ty vào cuối năm 2030, do đây là mảng kinh doanh mới đối với CTR và quy trình triển khai thực tế (ví dụ: giải phóng mặt bằng, phê duyệt đầu tư...) có thể sẽ mất nhiều thời gian hơn so với kế hoạch của công ty.

Giảm 4% giá mục tiêu xuống 95.400đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 14%

Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu xuống 95.400đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 14% từ thị giá hiện tại. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 20,7 lần và 17,9 lần.

Các giả định của chúng tôi như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, và hệ số beta 0,9 lần (tất cả không đổi). Những thay đổi trên dẫn đến giả định WACC ở mức 12% (không đổi);
- tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 2%, so với 4% đối với mảng đầu tư hạ tầng và 2% đối với các mảng kinh doanh khác như trước đây, dựa trên giả định tốc độ lắp đặt trạm BTS chậm lại và việc mở rộng HĐKD của mảng đầu tư hạ tầng (như năng lượng sạch và nhà ở xã hội); và
- cơ sở định giá được lùi đến giữa năm 2027 (so với cuối năm 2026 trước đây).

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%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	12.1%
Chi phí nợ	9.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.4%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán WACC, CTR

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,1%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	97.9%
Nợ / Tổng nguồn vốn	2.1%
WACC	12.0%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF, CTR

Giá mục tiêu mới là 95.400, tiềm năng tăng giá 14%

tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần (trừ khen thưởng & phúc lợi)	600	674	779	890	976	1,058
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	75	125	125	102	84	68
+ Khấu hao	355	387	599	782	869	926
- Thay đổi vốn lưu động	1,027	(403)	(200)	(113)	(75)	(34)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(415)	(1,575)	(1,464)	(967)	(969)	(762)
FCFF	1,641	(793)	(162)	694	884	1,256
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						2.0%
Giá trị dài hạn						12,765
Dòng tiền tương lai		(793)	(162)	694	884	14,021
Giá trị hiện tại		(793)	(153)	586	665	9,420
Giá trị DN		10,519				
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030		1,942				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		8,577				
Trừ: tổng nợ/ điều chỉnh		(2,231)				
Cộng: tiền & tương đương tiền		2,627				
Giá trị vốn CSH		10,914				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		114.4				
Giá trị của cổ phiếu (đồng)		95,400				

Note: Bonus and welfare funds.
Nguồn: HSC

Bảng 9: 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

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	97,300	92,400	88,000	83,900	80,200
	1.5%	101,700	96,300	91,500	87,100	83,100
	2.0%	106,500	100,700	95,400	90,600	86,300
	2.5%	112,000	105,500	99,700	94,500	89,800
	3.0%	118,100	110,900	104,500	98,800	93,600

Nguồn: HSC

Bảng 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, CTR

CTR hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,4 lần, so với bình quân là 22,6 lần (dữ liệu từ 2021)



Nguồn: HSC

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, CTR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,4 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 22,6 lần. Triển vọng tăng trưởng vẫn ổn định, mặc dù việc bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn có thể vẫn diễn ra nhưng với tốc độ chậm hơn do có sự dịch chuyển trong mô hình kinh doanh. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 14%.

Rủi ro đầu tư

Các rủi ro dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng đến từ: (i) số lượng trạm BTS được lắp mới cao hơn kỳ vọng, và (ii) tỷ lệ dùng chung trạm cải thiện tốt hơn kỳ vọng, và (iii) quy mô của mảng kinh doanh nhà ở xã hội lớn hơn dự kiến, và (iv) khả năng triển khai thêm các mảng kinh doanh mới.

Trong khi đó, rủi ro dẫn đến lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng có thể đến từ: (i) nợ xấu trong mảng xây lắp, (ii) các cú sốc bên ngoài có thể làm suy yếu nền kinh tế, từ đó làm giảm nhu cầu đối với mảng kinh doanh phi viễn thông của công ty.

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	16,551	19,126	21,112
Lợi nhuận gộp	884	982	1,124	1,316	1,456
Chi phí BH&QL	(169)	(248)	(232)	(268)	(296)
Thu nhập khác	3.98	18.5	0	0	0
Chi phí khác	(6.50)	(0.15)	0	0	0
EBIT	713	752	892	1,048	1,160
Lãi vay thuần	(41.1)	(7.04)	(49.5)	(74.2)	(47.5)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	672	745	842	974	1,113
Chi phí thuế TNDN	(134)	(146)	(168)	(195)	(223)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	538	600	674	779	890
Lợi nhuận thuần ĐC	403	468	526	608	695
EBITDA ĐC	1,032	1,107	1,279	1,647	1,942
EPS (đồng)	3,522	4,092	4,598	5,315	6,074
EPS ĐC (đồng)	3,522	4,092	4,598	5,315	6,074
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	607	(41.2)	(174)
Đầu tư ngắn hạn	854	1,618	1,324	1,339	1,267
Phải thu khách hàng	2,937	2,714	3,227	3,634	3,906
Hàng tồn kho	610	425	497	574	633
Các tài sản ngắn hạn khác	134	164	166	191	211
Tổng tài sản ngắn hạn	5,421	6,625	5,821	5,697	5,843
TSCĐ hữu hình	191	134	84.1	37.8	(5.97)
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	1,223	1,335	2,573	3,485	3,714
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	12.3	14.2	15.7
Tổng tài sản dài hạn	1,685	1,560	2,750	3,617	3,804
Tổng cộng tài sản	7,106	8,185	8,571	9,314	9,647
Nợ ngắn hạn	1,052	1,760	1,324	1,148	844
Phải trả người bán	608	435	662	765	844
Nợ ngắn hạn khác	2,388	2,048	1,985	1,985	1,985
Tổng nợ ngắn hạn	4,653	5,598	5,281	5,387	5,303
Nợ dài hạn	573	503	867	1,124	1,133
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	867	1,124	1,133
Tổng nợ phải trả	5,241	6,117	6,148	6,512	6,436
Vốn chủ sở hữu	1,865	2,069	2,423	2,802	3,211
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,865	2,069	2,423	2,802	3,211
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,106	8,185	8,571	9,314	9,647
BVPS (đ)	16,305	18,086	21,184	24,499	28,073
Nợ thuần*/(tiền mặt)	738	558	1,584	2,313	2,151

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	713	752	892	1,048	1,160
Khấu hao	(319)	(355)	(387)	(599)	(782)
Lãi vay thuần	(41.1)	(7.04)	(49.5)	(74.2)	(47.5)
Thuế TNDN đã nộp	(116)	(142)	(168)	(195)	(223)
Thay đổi vốn lưu động	465	675	(403)	(200)	(113)
Khác	(133)	17.3	187	(130)	(63.3)
LCT thuần từ HKKD	1,141	1,457	738	966	1,416
Đầu tư TS dài hạn	(801)	(370)	(1,575)	(1,464)	(967)
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	(1.94)	(1.92)	(1.48)
LCT thuần từ HĐĐT	(600)	(1,033)	(1,577)	(1,466)	(968)
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	(71.8)	80.6	(294)
Khác	0	0	(15.8)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(474)	394	(259)	(148)	(580)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	819	887	1,705	607	(41.2)
LCT thuần trong kỳ	66.8	819	(1,098)	(648)	(132)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	885	1,706	607	(41.2)	(174)
Dòng tiền tự do	340	1,088	(837)	(498)	449

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	6.79	6.88	6.90
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.18	7.94	7.73	8.61	9.20
Tỷ suất LNT (%)	4.27	4.30	4.07	4.07	4.22
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	19.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.9	10.5	18.7	15.6	10.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	13.4	7.27	15.5	28.8	18.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1.44	16.2	12.4	15.6	14.3
Tăng trưởng EPS (%)	1.44	16.2	12.4	15.6	14.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.44	16.2	12.4	15.6	14.3
Tăng trưởng DPS (%)	(21.0)	(30.2)	0	33.3	25.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	61.1	36.7	32.6	37.6	41.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	27.9	30.5	30.0	29.8	29.6
ROACE (%)	29.5	29.9	30.3	29.0	28.1
Vòng quay tài sản (lần)	1.79	1.82	1.98	2.14	2.23
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.60	1.94	0.83	0.92	1.22
Số ngày tồn kho	19.0	12.0	11.7	11.8	11.8
Số ngày phải thu	91.4	76.4	76.4	74.5	72.5
Số ngày phải trả	18.9	12.3	15.7	15.7	15.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	61.7	85.1	113	130	113
Nợ/tài sản (%)	28.7	42.3	39.1	38.8	35.8
EBIT/lãi vay (lần)	17.4	107	18.0	14.1	24.4
Nợ/EBITDA (lần)	1.97	3.13	2.62	2.19	1.78
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.17	1.18	1.10	1.06	1.10
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.75	0.61	0.60	0.55	0.50
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.20	7.72	7.72	6.43	5.40
P/E (lần)	23.9	20.5	18.3	15.8	13.8
P/E ĐC (lần)	23.9	20.5	18.3	15.8	13.8
P/B (lần)	5.15	4.64	3.97	3.43	2.99
Lợi suất cổ tức (%)	2.56	1.79	1.79	2.38	2.98

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