

Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR)

KHẢ QUAN +16,7%

Ngành	Hạ tầng viễn thông
Ngày báo cáo	13/10/2026
Giá hiện tại	69.000 VND
Giá mục tiêu	79.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất ¹	86.500 VND
TL tăng	+14,5%
Lợi suất cổ tức	2,2%
Tổng mức sinh lời	+16,7%
GT vốn hóa	8,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	15,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	65,7%
SL cổ phiếu lưu hành	128,1 triệu
Pha loãng	128,1 triệu

	CTR	Peers ²	VNI
P/E (trượt)	13,5x	10,2x	13,2x
EV/EBITDA (trượt)	7,0x ³	9,1x	N/A
ROE	30,9%	10,5%	16,1%
ROA	7,5%	4,4%	2,4%

¹ Đã điều chỉnh cho cổ tức bằng cổ phiếu 12%

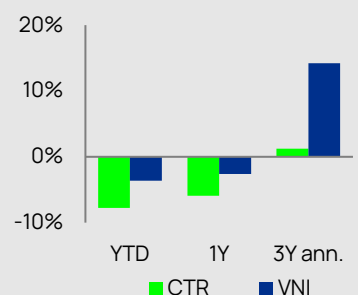
² Trung vị của nhóm doanh nghiệp cùng ngành của CTR tại các thị trường mới nổi

³ Đã điều chỉnh theo quỹ khen thưởng & phúc lợi

Tổng quan Công ty

Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR) 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, dịch vụ kỹ thuật và hạ tầng cho thuê. CTR trở thành công ty hạ tầng cho thuê viễn thông (towerco) 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

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	13.940	16.293	19.463	22.950
% YoY	11%	17%	19%	18%
LNST sau lợi ích CĐTS	600	678	742	813
% YoY	11%	13%	10%	10%
EPS điều chỉnh	15%	13%	10%	10%
Biên LN gộp	7,0%	6,7%	6,4%	6,2%
Biên LN hoạt động	5,3%	4,9%	4,6%	4,2%
Biên EBITDA	7,8%	7,2%	6,4%	5,8%
Biên LN ròng	4,3%	4,2%	3,8%	3,5%
EV/EBITDA, điều chỉnh	8,1x	7,5x	7,1x	6,7x
P/E	14,7x	13,0x	11,9x	10,9x
P/E, điều chỉnh	18,9x	16,7x	15,3x	13,9x
P/B	4,3x	3,7x	3,2x	2,8x
ROE	29,0%	28,2%	27,2%	26,2%
ROA	7,3%	7,0%	6,6%	6,3%

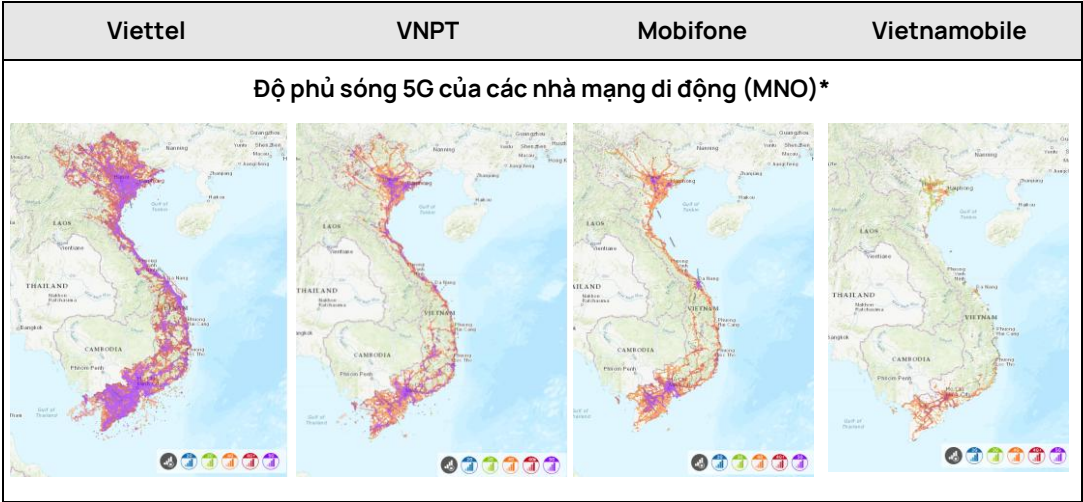
Mảng ngoài viễn thông tăng trưởng, mảng hạ tầng cho thuê viễn thông ổn định

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu xuống 79.000 đồng/cổ phiếu, đồng thời duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**.
- Giá mục tiêu của chúng tôi phản ánh mức điều chỉnh giảm 10% đối với giá trị định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và 5% đối với giá trị định giá theo phương pháp tổng của từng phần (SoTP), chủ yếu do (1) chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo tổng EBITDA giai đoạn 2026–34, do tăng trưởng của mảng hạ tầng cho thuê viễn thông chậm lại mang tính cấu trúc, (2) WACC sử dụng trong CKDT cao hơn và (3) việc loại bỏ định giá riêng cho dự án tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc–Nam trong phương pháp SoTP do dự án bị trì hoãn, qua đó làm giảm khoảng 2% giá trị SoTP (tương đương khoảng 0,6% giá mục tiêu). Chúng tôi cũng cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2027.
- Chúng tôi dự báo EBITDA đạt CAGR 7% trong giai đoạn 2026–30, chậm lại so với mức 9% trong báo cáo Cập nhật trước đó, do chúng tôi thận trọng giả định không có thêm trạm mới từ năm 2026 trở đi trong bối cảnh chưa rõ kế hoạch xây dựng trạm mới. Tuy nhiên, yếu tố này một phần được bù đắp bởi tỷ lệ dùng chung trạm tiếp tục cải thiện, nhờ quá trình triển khai 5G đang diễn ra và nhu cầu dùng chung hạ tầng gia tăng.
- CTR đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 7,5 lần, thấp hơn mức EV/EBITDA trượt bình quân 5 năm lần lượt là 11,1 lần và 18,3 lần của nhóm doanh nghiệp cùng ngành mà chúng tôi lựa chọn tại các thị trường châu Á mới nổi và thị trường phát triển (theo Bloomberg).
- Yếu tố hỗ trợ:** Kế hoạch xây dựng trạm mới, tỷ lệ dùng chung trạm tăng nhanh hơn kỳ vọng, các dự án đầu tư hạ tầng mới.
- Rủi ro:** Tỷ lệ dùng chung trạm tăng chậm hơn kỳ vọng, biến động của backlog xây dựng và giá vật liệu/nhân công.

Mảng hạ tầng cho thuê viễn thông dần trở thành nguồn tạo dòng tiền ổn định: CTR không bổ sung trạm mới nào trong 8 tháng đầu năm 2026 (8T 2026), trong khi kế hoạch bổ sung 1.000 trạm trong năm 2026 của ban lãnh đạo chủ yếu là số trạm còn lại thuộc kế hoạch triển khai năm 2024; hiện chưa có kế hoạch triển khai mới nào được công bố. Do thông tin về kế hoạch triển khai trạm mới còn hạn chế, chúng tôi thận trọng giả định không có thêm trạm mới từ năm 2026 trở đi. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ dùng chung trạm sẽ cải thiện lên 1,05 lần trong năm 2026 và 1,06 lần trong năm 2027, so với mức 1,03–1,04 lần trong suốt giai đoạn 2022–25, được hỗ trợ bởi yêu cầu mật độ trạm cao hơn của 5G và quá trình triển khai 5G của các nhà mạng di động (MNO) lớn vẫn đang ở giai đoạn đầu đến giữa chu kỳ (Hình 1). Với nhu cầu vốn đầu tư XDCB cho trạm mới hạn chế, áp lực khấu hao giảm dần và tỷ lệ dùng chung trạm gia tăng hỗ trợ doanh thu định kỳ từ danh mục trạm hiện có, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền của mảng hạ tầng cho thuê viễn thông sẽ ngày càng ổn định.

Mở rộng mảng ngoài viễn thông vẫn là động lực tăng trưởng doanh thu chính: Doanh thu mảng xây dựng và mảng giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật tăng lần lượt 42%/53% YoY trong 8T 2026, và chúng tôi dự báo CAGR giai đoạn 2026–30 của hai mảng này lần lượt đạt mức cao 21%/25%. Đối với mảng xây dựng, tăng trưởng sẽ được hỗ trợ bởi chu kỳ đầu tư công được đẩy mạnh giai đoạn 2026–30 của Việt Nam và các chương trình nhà ở xã hội, cùng với kế hoạch mở rộng của CTR sang các dự án đầu tư công, các dự án liên quan đến FDI và các công trình trọng điểm quốc gia. Mảng giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật sẽ hưởng lợi từ các giải pháp tích hợp liên quan đến năng lượng tái tạo và hoạt động bán chéo song song với các dự án xây dựng. Chúng tôi cũng cho rằng kế hoạch sơ bộ của CTR về việc phát triển dự án nhà ở xã hội Viet Yen Riverpark (6,04 ha) tại tỉnh Bắc Ninh là yếu tố hỗ trợ tiềm năng, dù chúng tôi chưa đưa dự án này vào dự báo và định giá do vẫn cần chờ thêm thông tin chi tiết về kế hoạch triển khai.

Hình 1: Độ phủ sóng 5G của các nhà mạng di động lớn vẫn đang ở giai đoạn triển khai 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 13/10/2026.

Triển vọng năm 2026: Mảng ngoài viễn thông thúc đẩy doanh thu, mảng hạ tầng cho thuê tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng EBITDA

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 mới	YoY	Dự báo 2026 mới so với cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	13.940	16.293	17%	5%	
Vận hành khai thác	6.257	6.382	2%	-2%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo do tăng trưởng YoY dẫn trở về mức bình thường, dù hoạt động triển khai tại thị trường trong nước và quốc tế vẫn ổn định. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong nửa cuối năm 2026 với mức tăng trưởng 1% YoY, phù hợp với mức tăng trưởng doanh thu lũy kế tháng 7-8/2026 đi ngang so với cùng kỳ.
Hạ tầng cho thuê	857	974	14%	-5%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự báo do chưa có trạm mới nào được bổ sung trong 8T 2026. Hiện chúng tôi kỳ vọng tổng số trạm sẽ nhìn chung không đổi so với cuối năm 2025 ở mức 12.000 trạm trong suốt nửa cuối năm 2026. Dù vậy, doanh thu nửa cuối năm vẫn sẽ tăng 6% YoY, được hỗ trợ bởi số lượng trạm bình quân tăng 4% YoY và tỷ lệ dùng chung trạm cải thiện lên 1,05 lần trong năm 2026 sau giai đoạn kéo dài đi ngang ở mức 1,03-1,04 lần.
Xây dựng	4.764	6.133	29%	9%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 9% dự báo nhằm phản ánh doanh thu mảng xây dựng cao hơn kỳ vọng, với mức tăng 42% YoY trong 8T 2026. Tăng trưởng được thúc đẩy bởi các dự án đáng chú ý trong phân khúc SME và B2B, đặc biệt là các dự án khách sạn, khu nghỉ dưỡng và nhà ở xã hội. Tính đến 8T 2026, giá trị backlog ký mới trong phân khúc SME và B2B tăng khoảng 38% YoY, trong khi ARPU bình quân của phân khúc B2C cải thiện từ 1,05 tỷ đồng trong năm 2025 lên 1,46 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2026. Tuy nhiên, dự báo điều chỉnh của chúng tôi cho thấy tăng trưởng doanh thu mảng xây dựng sẽ chậm lại còn 3% YoY trong nửa cuối năm 2026 do nền so sánh cao của nửa cuối năm 2025, sau khi doanh thu sơ bộ chỉ tăng 5% YoY trong tháng 7-8.
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	2.061	2.803	36%	22%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 22% dự báo sau khi KQKD 8T 2026 cao hơn kỳ vọng, chủ yếu nhờ mảng kinh doanh năng lượng mặt trời tăng trưởng 98% YoY. Đà tăng trưởng mạnh này phản ánh khung pháp lý ổn định theo Nghị định số 58/2025/NĐ-CP đối với điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu, qua đó củng cố kỳ vọng của chúng tôi rằng mảng này sẽ duy trì mức tăng trưởng 17% YoY trong nửa cuối năm 2026.
EBITDA*	1.089	1.176	8%	-12%	
Vận hành khai thác	333	325	-2%	-14%	
Hạ tầng cho thuê	440	542	23%	-12%	
Xây dựng	198	177	-10%	-22%	
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	118	132	12%	9%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 9% dự báo, nhờ đóng góp cao hơn từ mảng kinh doanh năng lượng mặt trời.
LN từ HĐKD	734	805	10%	-10%	
LNTT	746	843	13%	-3%	
LNST sau lợi ích CĐTS	600	678	13%	-3%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS nhằm phản ánh đóng góp thấp hơn đáng kể từ mảng hạ tầng cho thuê viễn thông có biên lợi nhuận cao, do chúng tôi điều chỉnh giảm 12% EBITDA mảng hạ tầng cho thuê trong bối cảnh không có trạm mới nào được bổ sung trong 8T 2026. Khi xu hướng này tiếp diễn, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS sẽ chậm lại còn 7% YoY trong nửa cuối năm 2026, từ mức 21% YoY trong nửa đầu năm 2026.
Biên LN gộp	7,0%	6,7%	-0,3 điểm %	-0,8 điểm %	
Vận hành khai thác	5,6%	6,0%	0,4 điểm %	-0,4 điểm %	
Hạ tầng cho thuê	28,9%	26,5%	-2,4 điểm %	-2,3 điểm %	* Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng hạ tầng cho thuê sẽ giảm 2,4 điểm % YoY trong năm 2026, chủ yếu do chi phí khấu hao cao hơn từ 2.000 trạm được bổ sung trong năm 2025, vì CTR thường ghi nhận chi phí khấu hao trạm với tỷ trọng cao hơn trong những năm đầu của vòng đời tài sản.
Xây dựng	5,2%	4,5%	-0,7 điểm %	-0,9 điểm %	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 0,9 điểm % dự báo biên LN gộp mảng xây dựng năm 2026 xuống 4,5%, do chi phí vật liệu xây dựng và nhân công tăng cao.
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	6,7%	6,3%	-0,4 điểm %	-0,3 điểm %	
Biên EBITDA*	7,8%	7,2%	-0,6 điểm %	-1,5 điểm %	
Vận hành khai thác	5,3%	5,1%	-0,2 điểm %	-0,7 điểm %	
Hạ tầng cho thuê	51,4%	55,6%	4,3 điểm %	-4,4 điểm %	
Xây dựng	4,1%	2,9%	-1,3 điểm %	-1,2 điểm %	
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	5,7%	4,7%	-1,0 điểm %	-0,6 điểm %	
Biên LN ròng	4,3%	4,2%	-0,1 điểm %	-0,4 điểm %	

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

Triển vọng năm 2027: Biên LN gộp mảng hạ tầng cho thuê cải thiện khi các trạm thuộc đợt đầu tư đầu tiên dần hết khấu hao

Hình 3: Dự báo năm 2027 của Vietcap

Tỷ đồng	2026F	Dự báo 2027 mới	YoY	Dự báo 2027 mới so với cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	16.293	19.463	19%	15%	
Vận hành khai thác	6.382	6.510	2%	-2%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo, chủ yếu phản ánh nền so sánh năm 2026 thấp hơn. Chúng tôi kỳ vọng mảng này tăng trưởng 2% YoY trong năm 2027, được hỗ trợ bởi hoạt động triển khai ổn định tại thị trường trong nước và quốc tế.
Hạ tầng cho thuê	974	998	2%	-15%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 15% dự báo nhằm phản ánh số lượng trạm mới tăng hạn chế trong năm 2026 và kế hoạch triển khai trạm của CTR trong những năm tới vẫn chưa rõ ràng. Trong năm 2027, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng hạ tầng cho thuê tăng 2% YoY, được thúc đẩy bởi nhu cầu dùng chung hạ tầng mạnh hơn khi quá trình mở rộng mạng 5G tiếp diễn giúp nâng tỷ lệ dùng chung trạm lên 1,06 lần.
Xây dựng	6.133	7.917	29%	21%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 21% dự báo, được thúc đẩy một phần bởi giá trị backlog kỹ mới tăng mạnh của phân khúc SME và B2B trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng các dự án nhà ở dân dụng, khách sạn, khu nghỉ dưỡng và nhà ở xã hội sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, cùng với chương trình đẩy mạnh đầu tư xây dựng công của Chính phủ giai đoạn 2026-30.
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	2.803	4.038	44%	58%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 58% dự báo, nhờ đà tăng trưởng mạnh mẽ tiếp diễn của mảng kinh doanh năng lượng mặt trời. Tăng trưởng được hỗ trợ bởi khung pháp lý ổn định theo Nghị định số 58/2025/NĐ-CP đối với điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ, trong khi hoạt động xây dựng sôi động mang lại động lực bổ sung thông qua các cơ hội bán chéo dịch vụ.
EBITDA*	1.176	1.247	6%	-17%	
Vận hành khai thác	325	329	1%	-16%	
Hạ tầng cho thuê	542	558	3%	-24%	
Xây dựng	177	182	3%	-27%	
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	132	178	34%	35%	
LN từ HĐKD	805	892	11%	-7%	
LNTT	843	923	10%	-5%	
LNST sau lợi ích CBTS	678	742	10%	-5%	* Chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CBTS tăng 10% YoY trong năm 2027, được hỗ trợ bởi tăng trưởng mạnh mẽ của mảng xây dựng và mảng giải pháp tích hợp, cùng với biên lợi nhuận mảng hạ tầng cho thuê bắt đầu phục hồi khi áp lực khấu hao giảm dần và tỷ lệ dùng chung trạm tăng nhanh hơn.
Biên LN gộp	6,7%	6,4%	-0,3 điểm %	-1,0 điểm %	
Vận hành khai thác	6,0%	6,0%	0,0 điểm %	-0,5 điểm %	
Hạ tầng cho thuê	26,5%	29,8%	3,3 điểm %	2,7 điểm %	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 2,7 điểm % dự báo biên LN gộp mảng hạ tầng cho thuê năm 2027 lên 29,8%, tương ứng mức cải thiện 3,3 điểm % YoY, chủ yếu nhờ chi phí khấu hao giảm khi khoảng 1.000 trạm được bổ sung trong giai đoạn 2019-20 hết thời gian khấu hao vào cuối năm 2026.
Xây dựng	4,5%	4,0%	-0,5 điểm %	-1,3 điểm %	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 1,3 điểm % dự báo biên LN gộp mảng xây dựng xuống 4,0%, do chi phí vật liệu xây dựng và nhân công tăng cao. Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ trọng đóng góp cao hơn từ các dự án nhà ở xã hội trong backlog đã ký của CTR, vốn thường có biên lợi nhuận thấp hơn.
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	6,3%	6,1%	-0,2 điểm %	-0,5 điểm %	
Biên EBITDA*	7,2%	6,4%	-0,8 điểm %	-2,5 điểm %	
Vận hành khai thác	5,1%	5,1%	0,0 điểm %	-0,9 điểm %	
Hạ tầng cho thuê	55,6%	55,9%	0,3 điểm %	-6,7 điểm %	
Xây dựng	2,9%	2,3%	-0,6 điểm %	-1,5 điểm %	
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	4,7%	4,4%	-0,3 điểm %	-0,8 điểm %	
Biên LN ròng	4,2%	3,8%	-0,3 điểm %	-0,8 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 định giá theo bội số EV/EBITDA cho tất cả các mảng hoạt động do hoạt động kinh doanh của CTR đa dạng và thâm dụng vốn. Chúng tôi duy trì tỷ trọng giữa phương pháp CKDT/SoTP lần lượt là 70%/30%. Chúng tôi cho rằng phương pháp CKDT phản ánh tiềm năng tăng trưởng và tạo dòng tiền 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 9% giá mục tiêu xuống 79.000 đồng/cổ phiếu, sau khi điều chỉnh giảm 10% giá trị định giá theo phương pháp CKDT và 5% giá trị định giá theo phương pháp SoTP, phản ánh:

(1) Việc điều chỉnh giảm 10% dự báo tổng EBITDA giai đoạn 2026–34 do tăng trưởng của mảng hạ tầng cho thuê viễn thông chậm lại mang tính cấu trúc.

(2) WACC sử dụng trong CKDT cao hơn, ở mức 10,6% so với mức 10,1% trước đây. Chúng tôi nâng lãi suất phi rủi ro lên 7,0% từ 6,0%, cùng với chi phí nợ vay lên 7,5% từ 6,5%. Trong khi đó, chúng tôi hạ hệ số beta xuống 1,13 từ 1,4, do chúng tôi không còn áp dụng hệ số beta có đòn bẩy được ước tính dựa trên các doanh nghiệp so sánh mà thay vào đó sử dụng hệ số beta 5 năm của chính CTR. Chúng tôi cho rằng hệ số beta của CTR phản ánh tốt hơn hồ sơ rủi ro của công ty, được hỗ trợ bởi lịch sử giao dịch hơn 5 năm, hiện đã đủ dài và có tính thanh khoản để làm mẫu ước tính. Chúng tôi cũng hạ tỷ trọng nợ vay xuống 54% từ 58,8%, do chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vốn dài hạn sẽ giảm khi dự án tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc–Nam bị trì hoãn và không có thêm trạm mới trong giai đoạn dự báo.

(3) Việc loại bỏ định giá CKDT riêng cho dự án tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc–Nam trong phương pháp SoTP do dự án bị trì hoãn kéo dài và tiến độ triển khai chưa rõ ràng sau những thay đổi trong kế hoạch và nhu cầu của chủ đầu tư.

Chúng tôi cũng cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2027.

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%	77.771	54.440
SoTP	30,0%	82.029	24.609
Giá mục tiêu			79.000
EV/EBITDA dự phóng năm 2027 (điều chỉnh) tại giá mục tiêu			8,5x

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Định giá CKDT cho CTR

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT (8 năm)	Tỷ đồng
Hệ số Beta	1,4	1,13	GTHT của dòng tiền tự do	3.618
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị tới hạn (TT 3,0%)	5.527
Lãi suất phi rủi ro %	6,0	7,0	GTHT của DTTD và GT tới hạn	9.145
Chi phí vốn chủ sở hữu %	17,2	16,1	Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	4.020
Chi phí nợ vay %	6,5	7,5	Trừ: Nợ vay	3.202
Nợ vay %	58,8	54,0		
Vốn chủ sở hữu %	41,2	46,0	Giá trị vốn chủ sở hữu	9.963
Thuế thu nhập DN %	20,0	20,0	Cổ phiếu pha loãng (triệu)	128,1
WACC %	10,1	10,6	Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	77.771

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
LN từ HĐKD	892	975	1.089	1.202	1.296	1.440	1.518	1.601
- Thuế	-178	-195	-218	-240	-259	-288	-304	-320
+ Khấu hao	354	363	350	333	345	319	332	362
- Vốn XDCB	-260	-284	-310	-339	-370	-405	-443	-485
Vốn lưu động	-288	-299	-278	-258	-245	-233	-233	-239
Dòng tiền tự do	521	560	633	698	766	834	870	919
GTHT của DTTD	471	458	467	466	462	455	429	409
GTHT lũy kế của DTTD	471	929	1.396	1.862	2.325	2.780	3.209	3.618

Nguồn: Vietcap.

Hình 7: Định giá SoTP của Vietcap cho CTR

Tỷ đồng	Phương pháp	Dự báo EBITDA 2027	EV/EBITDA mục tiêu (x)	EV mục tiêu
Vận hành khai thác	EV/EBITDA	329	7,7	2.548
Hạ tầng cho thuê	EV/EBITDA	558	8,9	4.989
Xây dựng	EV/EBITDA	182	6,0	1.082
Giải pháp tích hợp & dịch vụ kỹ thuật	EV/EBITDA	178	6,0	1.072
Tổng cộng				9.690
Giá trị vốn chủ sở hữu				10.509
Số lượng CP lưu hành (triệu)				128,1
Giá trị/cổ phiếu (đồng)				82.029

Nguồn: Vietcap.

Hình 8: 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 trong CKDT thay đổi, các yếu tố khác không đổi

		WACC				
Tốc độ TT tới hạn %		9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
	1,0%	77.800	74.900	72.300	70.000	67.900
	2,0%	81.800	78.400	75.300	72.600	70.100
	3,0%	87.000	82.800	79.000	75.800	72.900
	4,0%	94.100	88.600	83.900	79.900	76.500
	5,0%	104.200	96.700	90.600	85.400	81.100

Nguồn: Vietcap

Hình 9: Các công ty hạ tầng cho thuê 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/ VCSH (%)	Biên EBITDA trượt 12T (%)	P/E trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T (x)
China Tower	Trung Quốc	20.600	0,4	8,4	6,6	3,9	38,3	68,5	10,2	N/A
Indus Towers	Ấn Độ	10.350	6,7	-27,4	18,9	10,3	38,5	55,0	13,8	6,6
Digital Telecom	Thái Lan	3.012	4,1	2011,2	8,4	6,7	20,3	N/A	7,3	N/A
Sarana Menara	Indonesia	1.487	9,0	3,0	16,1	4,9	164,6	70,8	6,8	6,6
Tower Bersama	Indonesia	1.716	0,2	5,5	12,7	3,1	233,7	77,2	21,1	11,6
Centratama	Indonesia	159	-0,6	-7,3	-78,8	-8,5	560,1	66,2	N/A	14,5
Trung bình		6.220	3,3	332,2	-2,7	3,4	175,9	67,5	11,8	9,8
Trung vị		2.364	2,3	4,3	10,5	4,4	101,5	68,5	10,2	9,1
CTR	Việt Nam	342	22,9	11,4	30,9	7,5	-60,5	7,2	13,5	7,0

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 13/10/2026)

Hình 10: Các công ty hạ tầng cho thuê 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/ VCSH (%)	Biên EBITDA trượt 12T (%)	P/E trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T (x)
American Tower	Mỹ	85.066	6,7	-21,8	91,5	5,4	420,0	73,8	25,1	15,6
Crown Castle	Mỹ	34.466	-4,5	-5,3	N/A	3,2	N/A	68,6	32,2	19,2
SBA Communications	Mỹ	19.550	5,4	41,2	N/A	8,8	N/A	58,8	16,9	19,9
Cellnex	Tây Ban Nha	18.492	2,2	-960,0	-2,8	-0,8	153,1	72,7	N/A	12,1
INWIT	Ý	7.312	1,3	4,2	9,9	3,6	147,0	90,2	19,3	11,4
Rai Way	Ý	1.286	2,7	0,0	57,4	18,6	71,1	65,0	13,3	8,2
Trung bình		27.695	2,3	-156,9	39,0	6,5	197,8	71,5	21,4	14,4
Trung vị		19.021	2,4	-2,7	33,7	4,5	150,1	70,6	19,3	13,8
CTR	Việt Nam	342	22,9	11,4	30,9	7,5	-60,5	7,2	13,5	7,0

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 13/10/2026)

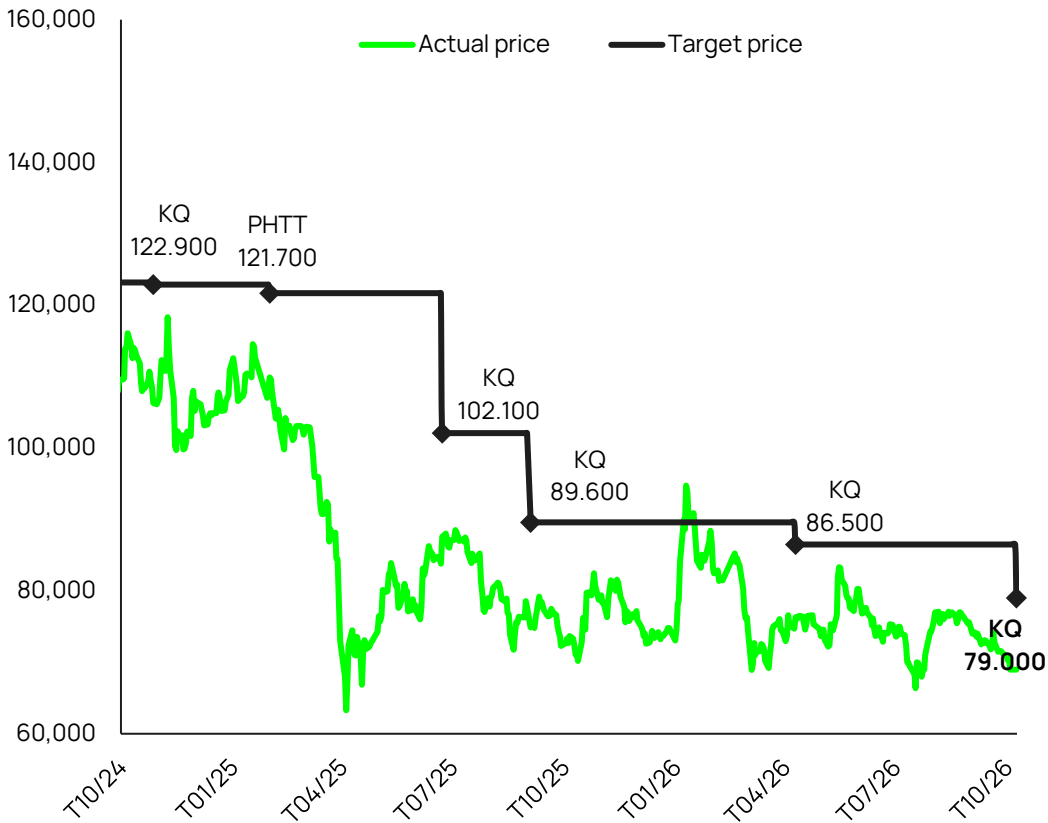
Hình 11: Các doanh nghiệp xây dựng cùng ngành trong nước

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	TT doanh thu trượt 12T (%)	TT EPS trượt 12T (%)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ ròng/ VCSH (%)	Biên EBITDA trượt 12T (%)	P/E trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T (x)
COTECCONS	Việt Nam	268	38,0	70,5	8,5	2,3	-19,5	2,6	8,8	7,1
Hòa Bình	Việt Nam	39	-28,0	-73,9	13,7	1,6	185,5	8,0	3,6	15,9
Hưng Thịnh	Việt Nam	36	-22,5	-24,6	-0,5	-0,1	142,9	4,9	N/A	113,7
VINACONEX	Việt Nam	375	13,5	295,6	39,3	13,4	-40,1	11,1	2,5	6,0
Trung bình		179	0,2	66,9	15,2	4,3	67,2	6,6	5,0	35,7
Trung vị		153	-4,5	22,9	11,1	2,0	61,7	6,5	3,6	11,5
CTR	Việt Nam	342	22,9	11,4	30,9	7,5	-60,5	7,2	13,5	7,0

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 13/10/2026)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: 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	16.293	19.463	22.950
Giá vốn hàng bán	-12.958	-15.198	-18.212	-21.530
Lợi nhuận gộp	982	1.094	1.251	1.420
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-248	-289	-359	-445
LN từ HĐKD	734	805	892	975
Thu nhập tài chính	100	155	171	197
Chi phí tài chính	-107	-136	-159	-179
- Trong đó, chi phí lãi vay	-93	-122	-145	-165
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	18	18	18	18
LNTT	746	843	923	1.011
Thuế TNDN	-146	-165	-181	-198
LNST trước CĐTS	600	678	742	813
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	600	678	742	813
EBITDA	1.089	1.176	1.247	1.338
EBITDA, điều chỉnh	962	1.032	1.088	1.164
EPS báo cáo, đồng	4.681	5.292	5.796	6.348
DPS báo cáo, đồng	2.150	1.500	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	45,9%	28,3%	34,5%	31,5%

CHỈ SỐ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng YoY				
Doanh thu	10,5%	16,9%	19,5%	17,9%
EBITDA	5,3%	8,0%	6,0%	7,3%
LNTT	11,0%	13,0%	9,5%	9,5%
EPS	15,5%	13,0%	9,5%	9,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	7,0%	6,7%	6,4%	6,2%
Biên LN từ HĐKD	5,3%	4,9%	4,6%	4,2%
Biên EBITDA	7,8%	7,2%	6,4%	5,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	4,3%	4,2%	3,8%	3,5%
ROE	29,0%	28,2%	27,2%	26,2%
ROA	7,3%	7,0%	6,6%	6,3%
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày tồn kho	14,6	13,0	16,0	18,4
Số ngày phải thu	74,0	67,9	70,5	73,3
Số ngày phải trả	15,1	10,8	10,2	9,8
Số ngày chu kỳ tiền mặt	73,5	70,1	76,3	81,9
Thanh khoản				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2x	1,1x	1,2x	1,2x
Hệ số thanh toán nhanh	1,1x	1,0x	1,0x	1,1x
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ vay/Tổng tài sản %	27,6%	29,1%	28,5%	28,1%
Nợ vay/Tổng nguồn vốn %	52,3%	54,0%	54,0%	54,0%
Nợ ròng/VCSH	-51,3%	-28,6%	-30,0%	-31,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	7,9x	6,6x	6,2x	5,9x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	1.705	1.396	1.571	1.838
Đầu tư TC ngắn hạn	1.618	2.114	2.449	2.785
Các khoản phải thu	2.714	3.351	4.164	5.052
Hàng tồn kho	425	658	937	1.234
TS ngắn hạn khác	164	192	229	270
Tổng TS ngắn hạn	6.625	7.711	9.350	11.178
TS dài hạn (gộp)	3.029	3.323	3.582	3.866
- Khấu hao lũy kế	-1.479	-1.850	-2.205	-2.568
TS dài hạn (ròng)	1.550	1.473	1.378	1.298
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	10	517	517	517
Tổng TS dài hạn	1.560	1.989	1.895	1.815
Tổng Tài sản	8.186	9.700	11.244	12.993
Phải trả ngắn hạn	437	481	548	623
Nợ ngắn hạn	1.760	2.349	2.721	3.095
Phải trả ngắn hạn khác	3.403	3.978	4.752	5.603
Tổng nợ ngắn hạn	5.600	6.807	8.021	9.321
Nợ dài hạn	503	474	480	551
Phải trả dài hạn khác	16	16	16	16
Tổng nợ phải trả	6.118	7.296	8.517	9.888
Vốn góp	1.144	1.281	1.281	1.281
Lợi nhuận giữ lại	654	854	1.177	1.556
Vốn khác	269	269	269	269
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.067	2.404	2.727	3.106
Tổng nguồn vốn	8.186	9.700	11.244	12.993
SL CP cuối năm, triệu	114,4	128,1	128,1	128,1

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu kỳ	887	1.705	1.396	1.571
LNST	600	678	742	813
Khấu hao	355	371	354	363
Thay đổi vốn lưu động	617	-279	-288	-299
Điều chỉnh khác	-116	-149	-163	-179
Tiền từ hoạt động kinh doanh	1.455	621	646	699
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-344	-294	-260	-284
Đầu tư, ròng	-687	-1.003	-335	-336
Tiền từ hoạt động đầu tư	-1.031	-1.296	-595	-620
Cổ tức đã trả	-244	-192	-256	-256
Thay đổi vốn cổ phần	0	0	0	0
Thay đổi nợ ngắn hạn	708	588	373	373
Thay đổi nợ dài hạn	-70	-29	7	71
Dòng tiền tài chính khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động tài chính	394	367	123	188
Tổng lưu chuyển tiền tệ	818	-309	174	267
Tiền cuối kỳ	1.705	1.396	1.571	1.838

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 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, Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

- Phạm Nguyễn Hoàng Anh, Chuyên viên, ext 139

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

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.