

Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR)

KHẢ QUAN +13,1%

Ngành	Hạ tầng viễn thông
Ngày báo cáo	30/06/2025
Giá hiện tại	102.800 VND
Giá mục tiêu	114.300 VND
Giá mục tiêu gần nhất	136.300 VND
TL tăng	+11,2%
Lợi suất cổ tức	1,9%
Tổng mức sinh lời	+13,1%

GT vốn hóa	11,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	4,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	59,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	65,7%
SL cổ phiếu lưu hành	114,4 tr
Pha loãng	114,4 tr

	CTR	Peers*	VNI
P/E (trượt)	28,7x	21,9x	14,0x
EV/EBITDA	14,2x	10,9x	N/A
ROE	27,3%	15,5%	12,8%
ROA	7,1%	3,1%	2,0%

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

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 viễn thông. CTR là công ty hạ tầng cho thuê viễn thông lớn nhất Việt Nam từ năm 2022 và hiện vẫn đang duy trì vị thế này.

Diễn biến giá cổ phiếu



Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên

Hoàng Nam
Giám đốc

(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	12.610	13.589	14.707	16.018
% YoY	11%	8%	8%	9%
LNST sau lợi ích CĐTS	538	586	705	844
% YoY	3%	9%	20%	20%
EPS	1%	9%	20%	20%
Biên LN gộp	7,0%	6,8%	7,7%	8,4%
Biên LN từ HĐKD	5,7%	5,5%	6,3%	7,0%
Biên EBITDA	8,2%	8,7%	10,4%	11,8%
Biên LN ròng	4,3%	4,3%	4,8%	5,3%
EV/EBITDA	14,5x	12,2x	9,3x	7,5x
P/E	29,0x	26,7x	22,1x	18,5x
P/B	6,3x	5,9x	5,1x	4,3x
ROE	28,9%	29,4%	30,7%	31,2%
ROA	7,6%	7,0%	7,8%	7,9%

Tăng trưởng dẫn dắt bởi mảng hạ tầng cho thuê; mảng vận hành khai thác chứng lại

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu cho CTR xuống 114.300 đồng/cổ phiếu, nhưng nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã giảm ~20% trong 5 tháng qua.
- Mức giảm trong giá mục tiêu phản ánh định giá CKDT giảm 24%, chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 15% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2032, và tăng 1,2 điểm % trong chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC), phần nào được bù đắp bởi tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2026. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng lợi nhuận do điều chỉnh giảm CAGR doanh thu mảng vận hành khai thác giai đoạn 2024–2032 từ 10% xuống 4% (phản ánh sự bão hòa của mảng vận hành khai thác hạ tầng viễn thông), đồng thời, chúng tôi điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp trung bình mảng cho thuê trạm (towerco) giai đoạn 2025–2032 từ 31,3% xuống 27,0% (để phản ánh việc các trạm mới có biên lợi nhuận gộp thấp trong giai đoạn đầu do CTR thường phân bổ chi phí khấu hao cao hơn trong các năm đầu trong vòng đời của trạm). Ngoài ra, WACC tăng chủ yếu do hệ số beta cao hơn ở cả hai mảng towerco và vận hành khai thác.
- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS tăng 9% YoY, và EBITDA tăng 15% YoY. Mức tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi doanh thu hạ tầng cho thuê tăng mạnh 41% YoY, doanh thu xây dựng tăng 12% YoY. Trong khi đó, doanh thu mảng vận hành khai thác dự kiến đi ngang YoY, và doanh thu từ tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật tăng nhẹ.
- Chúng tôi dự báo CAGR EBITDA giai đoạn 2024–2027 tăng trưởng 22%, dẫn dắt bởi CAGR mảng hạ tầng cho thuê đạt 44%.
- Xu hướng chuyển dịch công nghệ từ 2G/3G sang 4G/5G và nhu cầu tăng cường vùng phủ sóng 4G sẽ đòi hỏi mạng lưới hạ tầng viễn thông dày đặc hơn. Do đó, chúng tôi ước tính số lượng trạm viễn thông của CTR sẽ tăng 1,8 lần, từ 10.000 trạm vào cuối năm 2024 lên 18.000 trạm vào cuối năm 2027, cùng với tỷ lệ dùng chung tăng từ 1,03 vào cuối năm 2024 lên 1,09 vào cuối năm 2027. Các yếu tố này giúp tỷ trọng EBITDA đóng góp từ mảng hạ tầng cho thuê tăng từ 37% trong năm 2024 lên 60% trong năm 2027.
- CTR hiện đang giao dịch với EV/EBITDA năm 2025/2026 lần lượt là 12,2 lần và 9,3 lần, mà theo chúng tôi là hợp lý với triển vọng tăng trưởng EBITDA mạnh nhờ mảng hạ tầng cho thuê. Nhóm các công ty towerco mà chúng tôi theo dõi tại các thị trường mới nổi châu Á và thị trường phát triển hiện có EV/EBITDA trung bình 5 năm lần lượt là 11,3 lần và 21,0 lần.
- Yếu tố hỗ trợ:** Số lượng trạm mới nhiều hơn; tốc độ tăng trưởng của danh mục dự án xây dựng mạnh hơn.
- Rủi ro:** Số lượng trạm mới ít hơn; các công ty viễn thông không sẵn lòng dùng chung trạm.

Mảng hạ tầng cho thuê vẫn là động lực tăng trưởng dài hạn của CTR: Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tăng cường vùng phủ sóng 4G sẽ thúc đẩy việc triển khai các trạm phát sóng mới. Trong khi đó, việc triển khai 5G trong giai đoạn đầu có thể sẽ tập trung vào việc thay thế thiết

bị 2G bằng thiết bị 5G trên các trạm hiện có thay vì triển khai các trạm hoàn toàn mới. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu về các trạm hoàn toàn mới cho 5G sẽ tăng lên do vùng phủ sóng địa lý thấp hơn của 4G và 5G so với 2G và 3G, đòi hỏi hạ tầng viễn thông dày đặc hơn để duy trì kết nối. Điều này củng cố dự phóng CAGR số lượng trạm 19% của chúng tôi trong giai đoạn 2024-29. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ dùng chung trạm của CTR sẽ tăng dần và đạt 1,14 vào cuối năm 2029, tăng từ mức 1,03 vào cuối năm 2024. Chúng tôi tin rằng các nhà mạng sẽ ngày càng áp dụng việc dùng chung trạm vì đây là một cách hiệu quả về chi phí để các nhà mạng tăng cường vùng phủ sóng. Các yếu tố này dẫn đến dự phóng CAGR EBITDA mảng hạ tầng cho thuê giai đoạn 2024-29 của chúng tôi là 31%.

KQKD quý 1/2025: Lợi nhuận tăng khiêm tốn dù mảng hạ tầng cho thuê tăng trưởng mạnh

Hình 1: KQKD quý 1/2025 của CTR

Tỷ đồng	Q1 2024	Q1 2025	YoY	KQ Q1 2025/ Dự báo 2025 của Vietcap	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	2.623	2.738	4%	19%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng mạnh mẽ của mảng hạ tầng cho thuê, một phần bù đắp cho kết quả kém khả quan của các mảng vận hành khai thác và xây dựng.
Vận hành khai thác	1.392	1.393	0%	20%	* Do HĐKD ổn định ở cả thị trường trong nước và nước ngoài.
Hạ tầng cho thuê	135	198	47%	22%	* Chủ yếu do số lượng trạm của CTR tăng mạnh 57% đạt 10.350 trạm vào cuối tháng 3/2025 so với cuối tháng 3/2024. Tỷ lệ dùng chung gần như không đổi ở mức 1,03 vào cuối tháng 3/2025.
Xây dựng	770	783	2%	17%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi mảng xây dựng dân dụng.
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	327	364	12%	20%	* Vào cuối tháng 3/2025, tổng giá trị hợp đồng đã ký của mảng xây dựng dân dụng đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+4% YoY).
EBITDA*	224	241	8%	19%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi các giải pháp năng lượng mặt trời và các mảng cơ điện (M&E) & ICT.
Vận hành khai thác	73	74	1%	22%	
Hạ tầng cho thuê	85	116	36%	20%	
Xây dựng	43	34	-20%	15%	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	23	18	-22%	17%	
LNTT	144	154	7%	20%	
LNST sau lợi ích CĐTS	116	122	5%	20%	
Biên lợi nhuận gộp	7,2%	7,3%	0,2 điểm %		
Vận hành khai thác	5,6%	6,2%	0,6 điểm %		
Hạ tầng cho thuê	30,4%	26,8%	-3,6 điểm %		* Chủ yếu do việc bổ sung các trạm mới với biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn đầu của vòng đời thấp hơn. CTR thường phân bổ chi phí khấu hao cao hơn trong những năm đầu của vòng đời của một trạm. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận gộp của các trạm mới thấp hơn so với các trạm cũ, mặc dù biên lợi nhuận gộp của trạm mới và trạm cũ trong toàn bộ vòng đời của chúng nhìn chung tương tự nhau.
Xây dựng	5,9%	5,2%	-0,7 điểm %		* Chúng tôi cho rằng kết quả này là do biên lợi nhuận gộp thấp hơn của các dự án xây dựng B2C nhằm mở rộng độ phủ của CTR đến cấp xã trên toàn quốc.
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	7,3%	5,8%	-1,6 điểm %		
Biên EBITDA*	8,5%	8,8%	0,3 điểm %		
Vận hành khai thác	5,3%	5,3%	0,0 điểm %		
Hạ tầng cho thuê	63,3%	58,6%	-4,7 điểm %		
Xây dựng	5,5%	4,3%	-1,2 điểm %		
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	7,0%	4,9%	-2,1 điểm %		
Biên lợi nhuận ròng	4,4%	4,4%	0,0 điểm %		

Nguồn: CTR, Vietcap (* Vietcap ước tính EBITDA của từng mảng)

Triển vọng năm 2025: Mảng hạ tầng cho thuê duy trì tăng trưởng mạnh; mảng vận hành khai thác chững lại

Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 cũ	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	12.613	13.589	14.167	8%	
Vận hành khai thác	6.252	6.397	6.866	2%	* Do KQKD ổn định ở cả thị trường trong nước và nước ngoài. * Chúng tôi dự báo CTR sẽ xây dựng 2.000 trạm mới vào năm 2025, được thúc đẩy bởi nhu cầu tăng cường tín hiệu mạng 4G của các nhà mạng. * Chúng tôi dự phóng tỷ lệ dùng chung sẽ cải thiện lên 1,04 vào năm 2025 từ mức 1,03 vào năm 2024. Chúng tôi tin rằng các nhà mạng sẽ ngày càng áp dụng việc dùng chung trạm vì việc đây là cách hiệu quả về chi phí để các nhà mạng tăng cường vùng phủ sóng.
Hạ tầng cho thuê	631	891	891	41%	
Xây dựng	4.075	4.578	4.578	12%	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	1.655	1.722	1.832	4%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi của ngành xây dựng nói chung nhờ chi tiêu mạnh mẽ của Chính phủ cho cơ sở hạ tầng và (2) sự mở rộng phạm vi dự án xây dựng B2C của CTR. * Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu khiêm tốn của các sản phẩm và dịch vụ thuộc các mảng kinh doanh này, với mức tăng trưởng mạnh hơn ở giải pháp năng lượng mặt trời. Mảng kinh doanh này được hỗ trợ bởi (1) sự hạ nhiệt của giá các thiết bị năng lượng mặt trời khiến việc đầu tư vào hệ thống năng lượng mặt trời trở nên hấp dẫn hơn và (2) việc thực hiện Nghị định số 135/2024/NĐ-CP về cơ chế, chính sách phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản, tự tiêu.
Lợi nhuận gộp	902	923	1.047	2%	
Vận hành khai thác	328	335	360	2%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng mạnh mẽ của mảng hạ tầng cho thuê.
Hạ tầng cho thuê	185	253	273	37%	
Xây dựng	256	232	286	-9%	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	133	103	127	-23%	
EBITDA*	1.035	1.186	1.242	15%	
Vận hành khai thác	301	311	334	3%	
Hạ tầng cho thuê	383	562	579	47%	
Xây dựng	241	216	227	-10%	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	110	97	103	-11%	
Lợi nhuận từ HĐKD	716	741	799	4%	
LNTT	672	732	754	9%	
LNST sau lợi ích CĐTS	538	586	603	9%	
Biên lợi nhuận gộp	7,2%	6,8%	7,4%	-0,4 điểm %	
Vận hành khai thác	5,2%	5,2%	5,2%	0,0 điểm %	* Chủ yếu do việc bổ sung các trạm mới với biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn đầu của vòng đời thấp hơn. CTR thường phân bổ chi phí khấu hao cao hơn trong những năm đầu của vòng đời của một trạm. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận gộp của các trạm mới thấp hơn so với các trạm cũ, mặc dù biên lợi nhuận gộp của trạm mới và trạm cũ trong toàn bộ vòng đời của chúng nhìn chung tương tự nhau.
Hạ tầng cho thuê	29,3%	28,4%	30,6%	-1,0 điểm %	
Xây dựng	6,3%	5,1%	6,3%	-1,2 điểm %	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	8,0%	6,0%	6,9%	-2,1 điểm %	* Chúng tôi kỳ vọng CTR sẽ tiếp tục mở rộng tệp khách hàng trong phân khúc xây dựng B2C, điều này đòi hỏi tăng chi phí marketing. * Một phần do đóng góp cao hơn của mảng giải pháp năng lượng mặt trời, vốn có biên lợi nhuận thấp hơn so với các dịch vụ khác.
Biên EBITDA*	8,2%	8,7%	8,8%	0,5 điểm %	
Vận hành khai thác	4,8%	4,9%	4,9%	0,1 điểm %	
Hạ tầng cho thuê	60,8%	63,0%	65,0%	2,3 điểm %	
Xây dựng	5,9%	4,7%	5,0%	-1,2 điểm %	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	6,6%	5,6%	5,6%	-1,0 điểm %	
Biên lợi nhuận ròng	4,3%	4,3%	4,3%	0,0 điểm %	

Nguồn: CTR, dự báo của Vietcap (* Vietcap ước tính EBITDA của từng mảng)

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, thâm dụng vốn, và đưa đóng góp của tuyến cáp 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.

Đối với phương pháp CKDT, chúng tôi nâng giả định WACC thêm 1,2 điểm % chủ yếu do việc tăng beta chưa đôn bẩy của chúng tôi lên 0,6 (so với 0,4 trong dự báo trước đây) cho các mảng cho thuê trạm và vận hành khai thác theo beta trung bình của các doanh nghiệp cho thuê trạm cùng ngành với CTR trong khu vực.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu của CTR, phản ánh định giá CKDT thấp hơn 24% do điều chỉnh giảm 15% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-32 và mức tăng 1,2 điểm % trong giả định WACC, một phần được bù đắp bởi tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2026.

Hình 3: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Đóng góp (đồng/CP)
CKDT	70%	111.818	78.273
SoTP	30%	119.931	35.979
Giá mục tiêu			114.300
EV/EBITDA dự phóng 2025/26 tại giá mục tiêu			13,4x/10,7x

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Ước tính của Vietcap đối với hệ số beta của CTR

	Đóng góp EBITDA trung bình giai đoạn 2025-32	Hệ số beta không có đòn bẩy	Lưu ý
Vận hành khai thác	18%	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	60%	0,6	Dựa trên beta trung bình 5 năm của trung vị beta của các công ty cùng ngành.
Xây dựng	17%	1,3	Tương đương với beta của nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam, Cotecons (CTD), theo Bloomberg.
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	5%	1,3	
Tổng cộng		0,8	
Nợ/vốn mục tiêu		48,6%	Trung bình giai đoạn 2025-32.
Hệ số beta có đòn bẩy của CTR		1,4	

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Định giá CKDT cho CTR

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT (8 năm)	Tỷ đồng
Hệ số beta	1,0	1,4	GTHT của dòng tiền tự do	3.437
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị tới hạn (TT 3,0%)	10.246
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GT tới hạn	13.683
Chi phí vốn chủ sở hữu %	14,0	17,2	Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	1.575
Chi phí nợ vay %	6,5	6,5	Trừ: Nợ vay	2.466
Nợ vay %	43,9	48,6		
Vốn chủ sở hữu %	56,1	51,4	Giá trị vốn chủ sở hữu	12.791
Thuế thu nhập DN %	20,0	20,0	Cổ phiếu pha loãng (triệu)	114,4
WACC %	10,1	11,4	Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	111.818

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
LN từ HĐKD	679	820	979	1.149	1.310	1.487	1.676	1.958
- Thuế	-136	-164	-196	-230	-262	-297	-335	-392
+ Khấu hao	445	603	767	903	932	960	973	868
- Vốn XDCB	-1.576	-1.526	-1.560	-607	-610	-550	-554	-557
Vốn lưu động	-6	-7	-8	-9	-9	-10	-10	-11
Dòng tiền tự do	-594	-274	-18	1.206	1.360	1.590	1.750	1.866
GTHT của DTTD	-563	-233	-14	827	838	880	869	832
GTHT lũy kế của DTTD	-563	-795	-809	18	856	1.735	2.605	3.437

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Định giá SoTP của Vietcap cho CTR

Tỷ đồng	Phương pháp	EBITDA trung bình 2025-26	EV/EBITDA mục tiêu	EV mục tiêu	Giá trị vốn chủ sở hữu
Vận hành khai thác	EV/EBITDA	319	7,7	2.454	
Hạ tầng cho thuê*	EV/EBITDA	706	13,8	9.738	
Xây dựng	EV/EBITDA	231	6,0	1.387	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	EV/EBITDA	104	6,0	623	
	Tổng cộng			14.202	13.310
Tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam	CKDT				409
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu					13.719
Số lượng CP lưu hành (triệu)					114
Giá trị/cổ phiếu (đồng)					119.931

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

Hình 8: Chiết khấu dòng tiền cho dự án tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
LNST	-2	-1	0	7	13	19	25	99
+ Khấu hao	22	99	176	240	240	240	240	155
+ Thay đổi vốn lưu động	0	0	0	0	0	0	0	0
- Vốn XDCB	478	478	478	0	0	0	0	0
+ Nợ ròng	287	287	287	-128	-128	-128	-128	-128
Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	-171	-93	-15	119	125	131	137	126
GTHT của DTTD VCSH	-162	-79	-11	82	77	73	68	56
GTHT lũy kế của DTTD VCSH	-162	-242	-253	-171	-94	-21	47	103

Tỷ đồng	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
LNST	167	235	238	238	238	238
+ Khấu hao	77	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	117	108	238	238	238	238
GTHT của DTTD VCSH	47	37	69	59	51	43
GTHT lũy kế của DTTD VCSH	150	187	256	316	366	409

Nguồn: Vietcap

Hình 9: 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

Tốc độ TT tới hạn %	WACC				
	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
	1,0%	111.700	106.200	101.200	96.700
	2,0%	119.400	112.800	107.000	101.800
	3,0%	129.100	121.200	114.300	108.100
	4,0%	142.000	132.000	123.500	116.000
	5,0%	159.600	146.500	135.600	126.200

Nguồn: Vietcap

Hình 10: 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/EBI TDA trượt 12T (x)
Indus Towers	Ấn Độ	12.945	5,3	68,1	33,4	16,7	60,1	68,7	11,2	5,2
Digital Telecom	Thái Lan	2.595	-0,4	-91,7	0,4	0,3	19,4	N/A	119,7	N/A
Sarana Menara	Indonesia	1.562	8,2	2,6	18,2	4,5	267,9	76,6	7,4	7,7
Tower Bersama	Indonesia	2.895	2,5	-12,4	12,9	3,1	288,6	76,7	32,7	14,1
Centratama	Indonesia	177	-1,3	-109,7	N/A	-7,4	472,5	46,7	N/A	19,4
Trung bình		4.035	2,9	-28,6	16,2	3,5	221,7	67,2	42,7	11,6
Trung vị		2.595	2,5	-12,4	15,5	3,1	267,9	72,6	21,9	10,9
CTR	Việt Nam	448	9,8	2,3	27,3	7,1	15,2	8,3	28,7	14,2

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 27/6/2025)

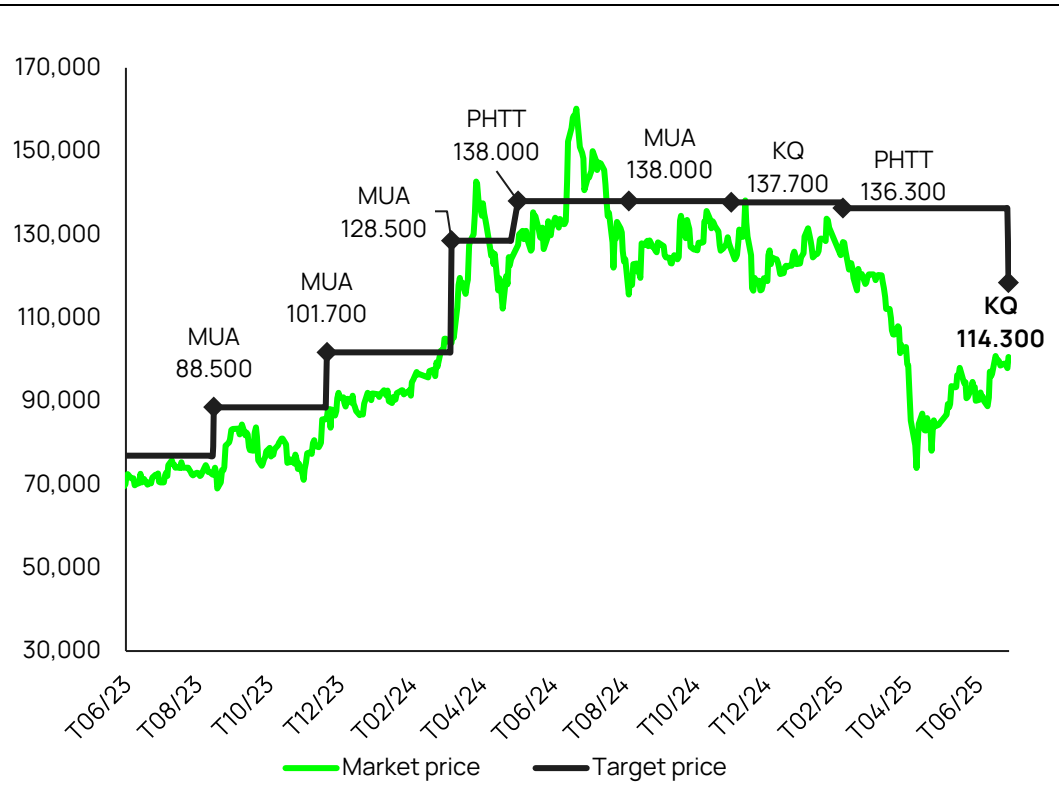
Hình 11: Các công ty viễn thông tại các thị trường phát triển

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	101.829	1,7	107,2	48,2	2,8	434,8	75,9	35,3	19,5
CROWN CASTLE	Mỹ	43.698	-12,6	N/A	N/A	-13,4	N/A	-24,7	34,6	N/A
UNITI	Mỹ	1.051	2,4	N/A	N/A	1,3	N/A	84,7	9,1	7,2
SBA	Mỹ	24.789	-0,3	50,0	N/A	8,0	N/A	63,5	26,8	22,2
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	27.279	16,5	88,6	-0,3	-0,1	132,9	63,8	26,4	15,4
INWIT	Ý	11.275	6,8	6,2	8,3	3,8	110,9	91,0	26,6	14,3
RAI WAY	Ý	1.900	1,6	3,1	41,5	18,2	14,0	66,1	18,3	8,6
Trung bình		30.260	12,9	57,1	18,9	2,5	158,1	58,3	25,3	16,1
Trung vị		24.789	2,1	68,8	8,3	2,0	110,9	65,0	26,6	15,4
CTR	Việt Nam	448	9,8	2,3	27,3	7,1	15,2	8,3	28,7	14,2

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 27/6/2025)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



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

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	12.610	13.589	14.707	16.018
Giá vốn hàng bán	-11.725	-12.666	-13.581	-14.679
Lợi nhuận gộp	884	923	1.126	1.340
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-169	-182	-197	-214
LN thuần HĐKD	716	741	930	1.126
Thu nhập tài chính	49	83	65	61
Chi phí tài chính	-90	-92	-113	-132
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-61</i>	<i>-92</i>	<i>-113</i>	<i>-132</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-3	0	0	0
LNTT	672	732	882	1.055
Thuế TNDN	-134	-146	-176	-211
LNST trước CĐTS	538	586	705	844
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	538	586	705	844
EBITDA điều chỉnh	870	1.041	1.359	1.684
EPS báo cáo, VND	3.543	3.856	4.644	5.554
DPS báo cáo, VND	2.720	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	76,8%	51,9%	43,1%	36,0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	10,9%	7,8%	8,2%	8,9%
Tăng trưởng EBITDA	13,4%	14,6%	29,3%	23,5%
Tăng trưởng LNTT	2,5%	8,9%	20,4%	19,6%
Tăng trưởng EPS	1,4%	8,8%	20,4%	19,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	7,0%	6,8%	7,7%	8,4%
Biên LN từ HĐ %	5,7%	5,5%	6,3%	7,0%
Biên EBITDA %	8,2%	8,7%	10,4%	11,8%
Biên LN ròng-CĐTS %	4,3%	4,3%	4,8%	5,3%
ROE %	28,9%	29,4%	30,7%	31,2%
ROA %	7,6%	7,0%	7,8%	7,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	21,8	18,3	18,4	18,3
Số ngày phải thu	85,9	82,0	81,8	81,5
Số ngày phải trả	19,1	18,4	18,5	18,4
TG luân chuyển tiền	88,6	81,8	81,6	81,4
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,2x	1,0x	1,0x	1,0x
CS thanh toán nhanh	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,0x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	22,9%	29,5%	28,1%	31,5%
Nợ/Vốn	46,6%	55,3%	52,6%	55,3%
Nợ ròng/Vốn CSH	-6,2%	44,7%	66,1%	70,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	11,8x	8,1x	8,2x	8,5x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	887	96	417	770
Đầu tư TC ngắn hạn	854	1.479	609	659
Các khoản phải thu	2.937	3.165	3.425	3.731
Hàng tồn kho	610	659	707	764
TS ngắn hạn khác	134	144	156	170
Tổng TS ngắn hạn	5.421	5.543	5.315	6.093
TS dài hạn (gộp)	2.552	4.128	5.654	7.213
- Khấu hao lũy kế	-1.138	-1.583	-2.187	-2.953
TS dài hạn (ròng)	1.413	2.544	3.467	4.260
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	271	271	271	271
Tổng TS dài hạn	1.685	2.816	3.738	4.531
Tổng Tài sản	7.106	8.359	9.053	10.625
Phải trả ngắn hạn	617	667	715	773
Nợ ngắn hạn	1.052	1.643	1.219	1.317
Nợ ngắn hạn khác	2.984	3.215	3.480	3.790
Tổng nợ ngắn hạn	4.653	5.525	5.413	5.880
Nợ dài hạn	573	823	1.327	2.026
Nợ dài hạn khác	15	15	15	15
Tổng nợ dài hạn	5.241	6.364	6.756	7.921
Vốn cổ phần	1.144	1.144	1.144	1.144
Lợi nhuận giữ lại	601	731	1.033	1.440
Vốn khác	119	119	119	119
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.865	1.995	2.297	2.704
Tổng cộng nguồn vốn	7.106	8.359	9.053	10.625
Số cp lưu hành cuối năm, tr	114,4	114,4	114,4	114,4

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	819	887	96	417
Lợi nhuận sau thuế	538	586	705	844
Khấu hao	319	445	603	767
Thay đổi vốn lưu động	384	-6	-7	-8
Điều chỉnh khác	-101	-145	-174	-208
Tiền từ hoạt động KD	1.141	880	1.127	1.394
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-800	-1.576	-1.526	-1.560
Đầu tư	200	-625	870	-49
Tiền từ HĐ đầu tư	-600	-2.201	-657	-1.609
Cổ tức đã trả	-525	-311	-229	-229
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-144	591	-425	99
Tăng (giảm) nợ dài hạn	195	250	504	698
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-474	530	-150	568
Tổng lưu chuyển tiền tệ	68	-791	321	353
Tiền cuối năm	887	96	417	770

Nguồn: CTR, dự báo của Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Lý Phúc Thanh Ngân, 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

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

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

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- 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, 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, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

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

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@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.