

| Khuyến nghị | KHẢ QUAN |
|-------------------|----------|
| Giá hiện tại | 88,400 |
| Giá mục tiêu | 106,819 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 20.84% |

TRIỂN VỌNG LỚN TRONG DÀI HẠN

Khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu CTR với giá mục tiêu là 106,819 VND/cổ phiếu (+20.84%). Mức giá mục tiêu được xác định dựa trên phương pháp định giá phối hợp bao gồm: DCF, SOTP và P/B lịch sử. Chúng tôi đánh giá CTR là cơ hội đầu tư giá trị dài hạn xuất sắc khi doanh nghiệp bước vào chu kỳ bùng nổ lợi nhuận nhờ làn sóng thương mại hóa 5G diện rộng và chiến lược mở rộng sang mảng xây dựng Nhà ở xã hội (NOXH).

Luận điểm đầu tư

► Động lực tăng trưởng mới từ công nghệ 5G

Thị trường viễn thông Việt Nam giai đoạn 2023–2034F đang chứng kiến một cuộc đại dịch chuyển mạng tính cấu trúc. Chu kỳ 10 năm tới sẽ là giai đoạn hoàng kim của công nghệ 5G khi số thuê bao dự kiến tăng trưởng liên tục và tiến tới chiếm lĩnh phần lớn thị trường với hơn 89,2 triệu thuê bao vào năm 2034F. Do sóng 5G ở băng tần cao có bán kính phủ sóng ngắn, kiến trúc mạng lưới phải thay đổi sang mô hình mạng dị thể phức tạp hơn, kết hợp cả trạm Macro lẫn hệ thống trạm vi mô/trạm nhỏ (Micro/Small Cell) với mật độ dày đặc tại các đô thị lớn. Nhu cầu bùng nổ về số lượng vị trí lắp đặt trạm mới đi kèm với xu hướng chia sẻ hạ tầng để tối ưu chi phí của các nhà mạng lớn sẽ là động lực tăng trưởng cốt lõi giúp bảo đảm dòng tiền đều đặn và nâng cao hiệu suất sử dụng vốn của CTR trong dài hạn.

► Dự địa phát triển mảng TowerCo tại Việt Nam vẫn rất lớn

Sự cộng hưởng giữa quy mô tài sản phình to và hiệu suất dùng chung cải thiện đang biến mảng kinh doanh hạ tầng của CTR thành một "cỗ máy in tiền". Giai đoạn 2026F–2030F, CTR được kỳ vọng mở rộng quỹ trạm lên mức 15.000 trạm BTS. Vì bản chất chi phí xây trạm là cố định, việc gia tăng số lượng nhà mạng thuê trên mỗi trạm trong tương lai dưới sức ép từ các chính sách và nghị định của Chính phủ nhằm buộc các nhà mạng chia sẻ hạ tầng có thể giúp CTR tăng lợi nhuận lên rất cao mà không phải tốn thêm chi phí vốn như các mảng kinh doanh thông thường.

► Biên gộp xây dựng cải thiện nhờ 50.000 căn NOXH

Mặc dù giai đoạn 2020–2025 ghi nhận xu hướng sụt giảm liên tục của biên lợi gộp mảng xây dựng do doanh nghiệp chủ động hạ giá thành để thâm nhập sâu vào mảng xây dựng dân dụng. Tuy nhiên, bước sang giai đoạn dự phóng 2026F–2030F, bức tranh sinh lời của mảng xây dựng sẽ chính thức đảo chiều nhờ sự xuất hiện của các dự án NOXH với biên lợi nhuận gộp mục tiêu ổn định ở mức 10%, cao hơn đáng kể so với nền xây dựng dân dụng hiện tại.

► Rủi ro trong tiến trình đa dạng hóa nguồn thu mảng O&M

Bên cạnh những điểm sáng, tăng trưởng mảng Vận hành khai thác (O&M) tại thị trường nước ngoài vốn là động lực đa dạng hóa nguồn thu quan trọng cho CTR dự kiến sẽ bị trì trệ trong thời gian tới. Tiến trình này đang tạm thời gián đoạn do rủi ro địa chính trị tăng cao tại thị trường cốt lõi Myanmar khi tình hình nội chiến tại đây trở nên phức tạp hơn bao giờ hết, khiến doanh thu tại đây giảm 25% trong năm 2025. Trong trung hạn giai đoạn 2026F–2030F, doanh thu mảng O&M nước ngoài được kỳ vọng sẽ phục hồi khá chậm nhờ sự bù đắp từ thị trường Cambodia và đã hồi phục dần tại Myanmar để đạt mức doanh thu 2.320 tỷ đồng vào năm 2030F.

Triển vọng doanh nghiệp

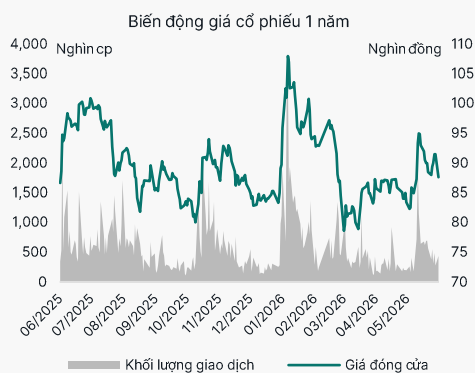
Vị thế độc quyền nhóm và bộ đỡ vững chắc từ Tập đoàn mẹ: Là thành viên cốt lõi của Tập đoàn Viettel (sở hữu 65,66% vốn), CTR thừa hưởng lợi thế độc quyền trong việc vận hành khai thác toàn bộ hệ thống trạm trong nước và theo chân Tập đoàn tại các thị trường quốc tế.

Tỷ lệ thâm nhập TowerCo tại Việt Nam hiện tại rất thấp, chỉ đạt 19,82% so với các nước trong khu vực như Indonesia (95%) hay Malaysia (62%). Sự sơ khởi của thị trường mở ra không gian phát triển dài hạn khổng lồ cho CTR với tư cách là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường.

Rủi ro

Trong bối cảnh áp lực chi phí vận hành tăng cao khi thương mại hóa 5G diện rộng, nếu CTR không thể đàm phán chuyển giao toàn bộ chi phí năng lượng gia tăng này vào đơn giá thuê trạm của các nhà mạng, hoặc tiến trình tối ưu hóa hiệu suất tiêu thụ điện tại các nhà trạm không đạt kỳ vọng, biên lợi nhuận gộp của mảng TowerCo có rủi ro bị thu hẹp đáng kể so với mức dự phóng (56,49% vào năm 2030F). Điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tốc độ tăng trưởng biên lãi ròng tổng thể của doanh nghiệp.

| Thông tin giao dịch | |
|---------------------|------------------|
| KLGD TB 3 tháng | 442,721 cp |
| SLCP lưu hành | 114.385 triệu cp |
| Biên độ 52 tuần | 78,600 – 108,000 |
| Vốn hóa | 10,466 tỷ đồng |
| Beta | 0.674 |



| Cổ đông chính | |
|--|--------|
| Tập đoàn Công nghiệp - Viễn thông Quân đội | 65,66% |
| Đoàn Hồng Việt | 5,00% |
| Dương Quốc Chính | 0,50% |

Tổng quan kết quả kinh doanh 2025

► Kết quả hoạt động kinh doanh 2025

| | 2024 | 2025 | YoY | Nhận định của Kafi |
|------------------------------------|---------|---------|---------|--|
| Doanh thu thuần | 12,610 | 13,940 | 10.55% | Ghi nhận 13.940 tỷ đồng (+10,55% YoY), duy trì đà tăng trưởng hai chữ số. Động lực chính đến từ việc mở rộng quy mô các mảng cốt lõi, đặc biệt là hạ tầng cho thuê (TowerCo) hưởng lợi từ làn sóng thương mại hóa 5G điện rộng và mảng xây lắp dân dụng tiếp tục bứt phá nhờ vị thế dẫn đầu. |
| Giá vốn hàng bán | -11,725 | -12,958 | -10.51% | Tăng 10,51% YoY, lên mức 12.958 tỷ đồng. Tốc độ tăng này thấp hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần (+10,55%), cho thấy sự tối ưu hóa chi phí sản xuất trực tiếp và hiệu quả khai thác hạ tầng trạm khi hệ số chia sẻ (Tenancy Ratio) gia tăng. |
| Lợi nhuận gộp | 884 | 982 | 11.05% | Đạt 982 tỷ đồng, tăng 11,05% YoY. Mức tăng này hoàn toàn tương xứng với sự mở rộng về quy mô doanh thu, khẳng định năng lực cốt lõi của doanh nghiệp đang dịch chuyển tích cực sang các mảng có biên lợi nhuận cao hơn. |
| Biên lợi nhuận gộp | 7.01% | 7.04% | 0.03% | |
| Thu nhập tài chính | 49 | 100 | 103.05% | |
| Chi phí tài chính | -90 | -107 | -18.32% | |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -169 | -248 | -46.87% | |
| Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh | 675 | 727 | 7.82% | Đạt 727 tỷ đồng (+7,82% YoY). Đà tăng trưởng của lợi nhuận cốt lõi bị kìm hãm rõ rệt và thấp hơn tốc độ tăng doanh thu, do áp lực phình to từ chi phí quản lý doanh nghiệp ở trên đã ăn mòn một phần lợi nhuận gộp. |
| Thu nhập khác, ròng | -3 | 18 | 829.09% | |
| Lợi nhuận trước thuế | 672 | 746 | 10.96% | |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | -134 | -146 | -9.08% | Doanh nghiệp không hưởng ưu đãi thuế khi thuế suất hiệu dụng tiệm cận 20% |
| Lợi nhuận sau thuế | 538 | 600 | 11.43% | Năm 2025 đạt 600 tỷ đồng, tăng trưởng vững chắc +11,43% YoY. |

Tổng quan doanh nghiệp

► Lịch sử hình thành

1995-2003: GỐC RỄ QUÂN SỰ

30/10/1995: Thành lập Xí nghiệp Xây lắp Công trình (tiền thân của CTR) trực thuộc Công ty Điện tử Viễn thông Quân đội với nhiệm vụ xây cột anten, lắp hạ tầng cho Viettel.

2004-2009: CỔ PHẦN HÓA, MỞ RỘNG QUỐC TẾ

2005: Đổi tên thành Công ty Công trình Viettel
2007: Bước đầu mở rộng thị trường nước ngoài đầu tiên tại Campuchia

2010-2017: MỞ RỘNG PHẠM VI HOẠT ĐỘNG NHỜ VÀO VIETTEL

2010: Cổ phần hóa, vốn điều lệ 238 tỷ
2010-2015: Theo chân Viettel ra 10 quốc gia (Haiti, Peru, Cameroon, Burundi, Tanzania, Lào, Myanmar...)
2017: Được giao vận hành toàn bộ mạng Viettel trong nước (giai đoạn mở rộng lĩnh vực kinh doanh)
31/10/2017: Niêm yết UPCoM

2018-2020: MỞ RỘNG KINH DOANH SANG MẢNG DỊCH VỤ

2018: Đổi tên chính thức thành Tổng Công ty CP Công trình Viettel với 5 mảng kinh doanh gồm: Xây lắp, Vận hành khai thác, Giải pháp tích hợp và thương mại, Dịch vụ kỹ thuật, Đầu tư hạ tầng

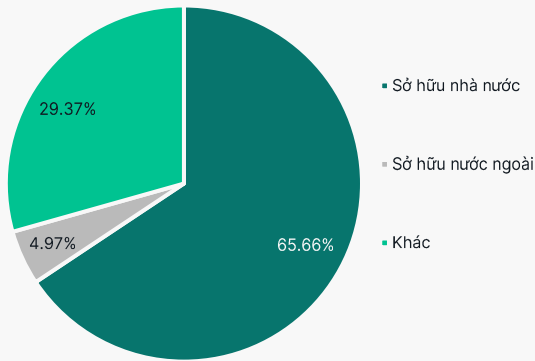
2021-2025: CHIẾN LƯỢC TOWERCO

2020: Bắt đầu mua tháp và bước đầu sở hữu 1.015 trạm BTS
2023: Doanh thu vượt 10.000 tỷ lần đầu, mảng TowerCo #1 VN
2025: 12.000 tháp, DT 13.940 tỷ, LNST 600 tỷ

► Cơ cấu cổ đông

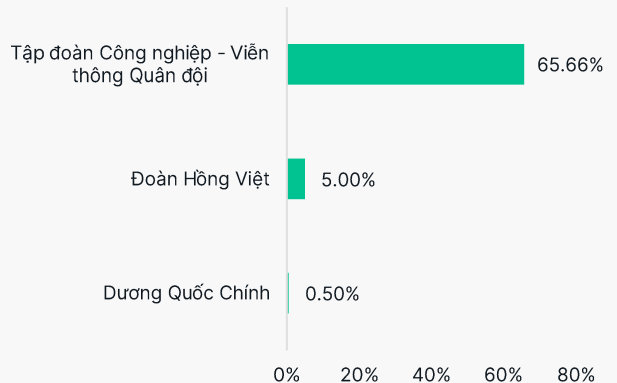
Tỷ lệ sở hữu lớn của doanh nghiệp nhà nước

Đơn vị: % | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Cơ cấu cổ đông chi tiết

Đơn vị: % | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



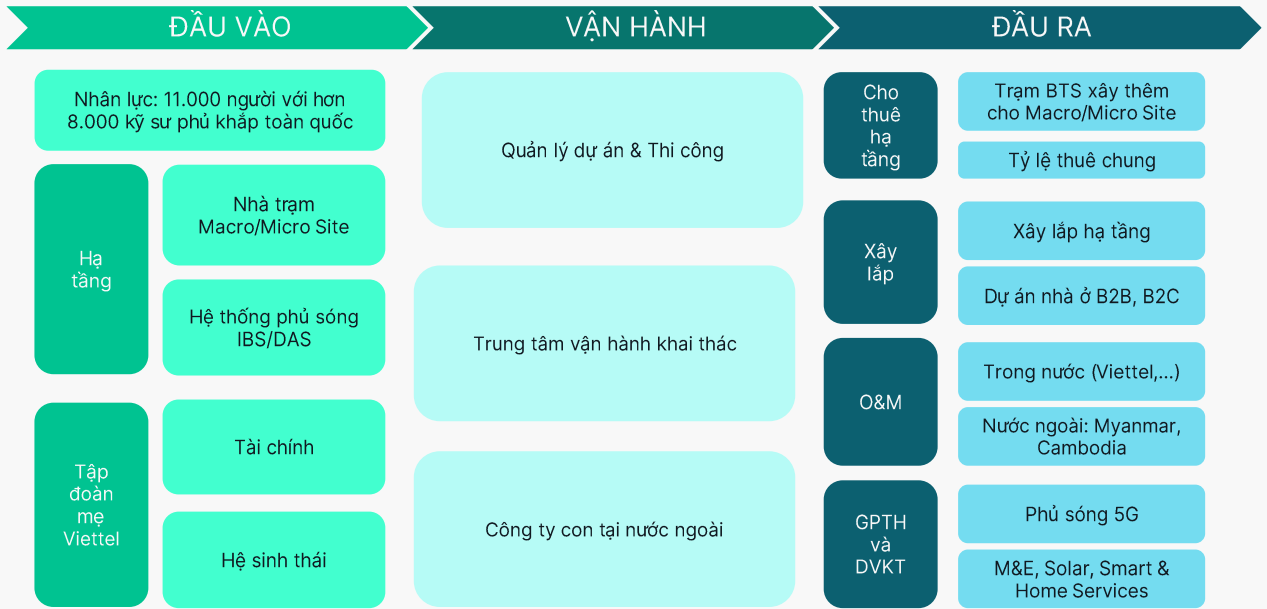
Cơ cấu cổ đông của CTR ghi nhận tính cô đặc rất cao, phản ánh cấu trúc sở hữu điển hình của một doanh nghiệp hạ tầng chiến lược quốc gia thuộc khối lực lượng vũ trang. Tập đoàn Công nghiệp - Viễn thông Quân đội (Viettel) hiện đang nắm quyền chi phối tuyệt đối với 65,66% vốn cổ phần. Vai trò của cổ đông lớn này là bệ đỡ tối thượng cho CTR, không chỉ đảm bảo cho khối lượng công việc định kỳ khổng lồ thông qua các hợp đồng dài hạn về vận hành khai thác (O&M), mà còn tạo vị thế độc quyền nhóm khi CTR triển khai lắp đặt hạ tầng trạm trong tương lai.

Bên cạnh đó, khối ngoại cũng dành sự quan tâm đặc biệt cho doanh nghiệp khi nhóm cổ đông nước ngoài chiếm tỷ trọng đáng kể với 14,56%. Phần vốn còn lại do các tổ chức trong nước nắm giữ khá khiêm tốn ở mức 1,74%, và nhóm cổ đông cá nhân chiếm 18,04%. Sự phân bổ này giúp cho doanh nghiệp vừa bảo đảm sự đồng thuận tuyệt đối trong việc thực thi các định hướng chiến lược dài hạn từ Tập đoàn mà Viettel, vừa duy trì được một lượng thanh khoản vừa phải, lành mạnh cho cổ phiếu CTR trên thị trường chứng khoán.

► Tổng quan về chuỗi giá trị và hoạt động kinh doanh

Chuỗi giá trị

Nguồn: Kafi research



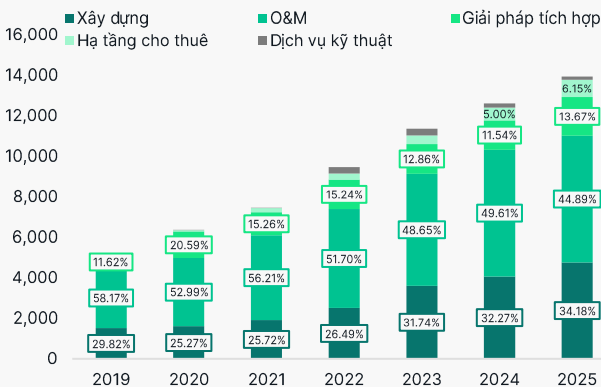
Hoạt động kinh doanh cốt lõi của CTR được mở rộng trong những năm qua và tương đối đặc biệt. Trái với phần lớn các đối thủ trong ngành xây dựng vốn tập trung mạnh vào mảng xây dựng dân dụng, công nghiệp và hạ tầng, CTR xuất phát điểm là xây lắp hạ tầng viễn thông, do đó các mảng kinh doanh mở rộng sau này đều có liên quan đến hoạt động kinh doanh ban đầu.

Hiện nay, bên cạnh việc phát triển mảng xây dựng dân dụng hình thức B2B và B2C nhằm gia tăng quy mô doanh thu, CTR vẫn chú trọng vào hạ tầng viễn thông để tạo một hệ sinh thái hoàn chỉnh. Họ có thể tận dụng xây dựng dân dụng dưới hình thức turnkey và nhận thầu những dự án nhà ở lớn từ các khách hàng trên cả nước để tăng doanh thu cho các mảng O&M hay Giải pháp tích hợp (GPTH) và Dịch vụ kỹ thuật (DVTK) như 5G, IoT, cơ điện (M&E) và Home Services.

Ngoài ra, CTR còn đang là doanh nghiệp dẫn đầu mảng TowerCo nhờ lợi thế độc quyền từ tập đoàn mẹ. Hiện tại, dù số lượng trạm phát sóng macro đã tương đối bão hòa nhưng về dài hạn, CTR vẫn được hưởng lợi nhờ làn sóng 5G.

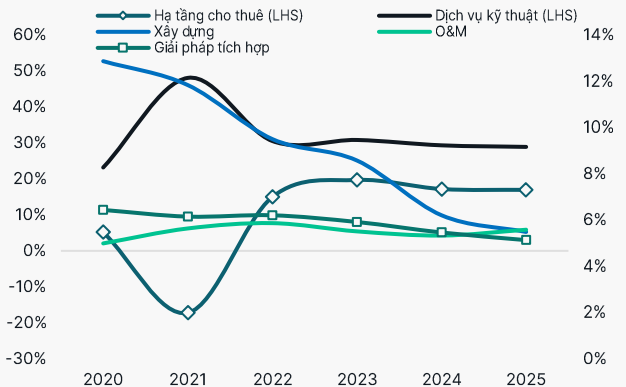
Cơ cấu doanh thu theo mảng

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



Biên lợi gộp (GPM) theo mảng kinh doanh

Đơn vị: % | Nguồn: CTR, Kafi Research



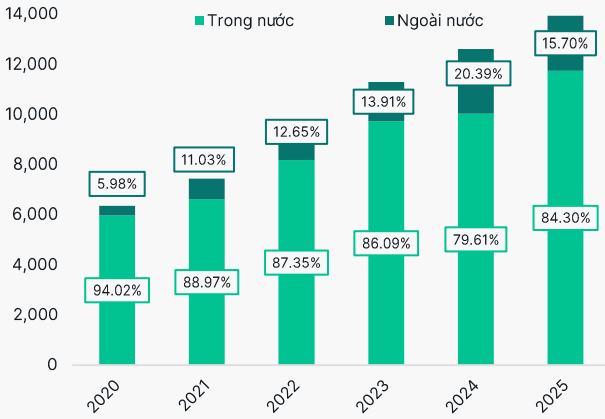
Đặc điểm kinh doanh của CTR tập trung cao vào tính đa dạng hóa khiến doanh nghiệp này có thể thích nghi với các điều kiện kinh doanh khác nhau. Mặc dù có biên lợi gộp giảm liên tục qua các năm do bắt đầu xâm nhập sâu vào mảng xây dựng dân dụng từ năm 2021 vốn có biên thấp vì phải hạ giá thành để tăng tính cạnh tranh trước các đối thủ có thâm niên trong xây dựng dân dụng thay vì chỉ tập trung xây lắp hạ tầng viễn thông. Nhưng đánh đổi GPM để lấy quy mô doanh thu về tổng thể vẫn có lợi thế nhất định. Điều này giúp CTR có được bộ đệm an toàn do rủi ro được phân tán cho nhiều lĩnh vực. Hơn nữa, điều này giúp tăng quy mô doanh thu cho CTR rõ rệt.

Mảng O&M chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu với GPM tương đối ổn định. Doanh thu từ O&M còn có sự đóng góp từ hai thị trường nước ngoài chủ đạo là Cambodia và Myanmar. Trung bình doanh thu nước ngoài chiếm khoảng 30-35% tổng doanh thu O&M. Điều này phản ánh chiến lược của ban lãnh đạo nhằm tránh phụ thuộc hoàn toàn vào chính sách của Viettel.

Ngược lại, cho thuê hạ tầng và nổi bật nhất là TowerCo có đóng góp doanh thu tương đối thấp khi chỉ bắt đầu chiếm tỷ trọng đáng kể trong giai đoạn 2024-2025 ở mức 11-14%. Tuy nhiên, đây là mảng có GPM cao thứ nhì và đóng góp đáng kể vào lợi nhuận với GPM 16.93%. Đây là mảng đặc biệt nhất về tiềm năng tăng trưởng khi cho phép GPM tăng ở tỷ lệ rất cao từ 50-80% nếu đã vận hành ổn định với tỷ lệ thuê chung nhất định (tenancy ratio) sau khoảng đầu tư lớn về tài sản cố định giai đoạn đầu.

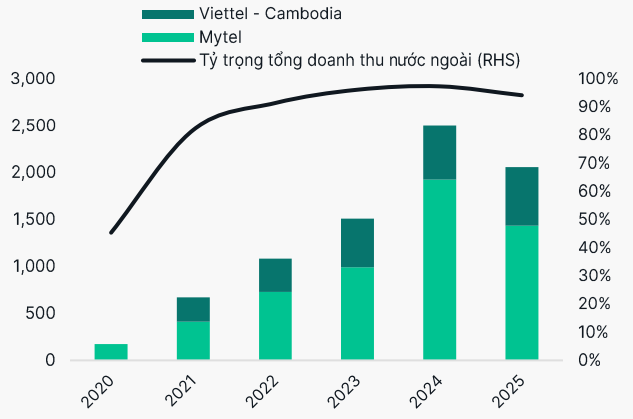
Cơ cấu doanh thu theo mảng

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



Tỷ trọng doanh nội địa và nước ngoài

Đơn vị: Tỷ VND, % | Nguồn: CTR, Kafi Research



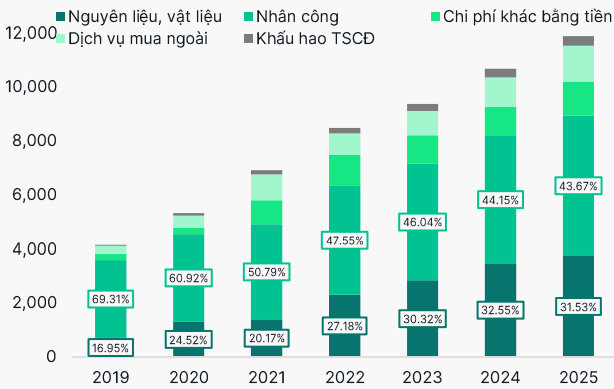
CTR đang có những nỗ lực phân tán rủi ro do phụ thuộc doanh thu vào Viettel. Trong đó, mảng O&M là đặc biệt nhất khi khoảng 70% doanh thu đến từ vận hành và khai thác các trạm BTS của tập đoàn mẹ. Mặc dù ổn định nhưng không có gì đảm bảo chính sách vận hành các trạm hiện có của Viettel sẽ không thay đổi.

CTR đã mở rộng thị trường khai thác sang Myanmar và Cambodia với tỷ trọng trung bình trong doanh thu lần lượt là 30% và 9-10% của O&M. Tổng doanh thu O&M từ hai thị trường này chiếm trung bình 95-97% tổng số doanh thu thuần từ nước ngoài hằng năm. Nói cách khác, doanh thu từ nước ngoài của CTR khá cô đặc cả về mảng kinh doanh (chỉ O&M) và thị trường (Myanmar, Cambodia).

Tuy nhiên, tiến trình đa dạng hóa của CTR đang gặp gián đoạn khi 2025 đánh dấu một năm tình hình nội chiến tại Myanmar trở nên phức tạp hơn bao giờ hết khi quân đội chính quy chỉ còn kiểm soát được 21% lãnh thổ đất nước. Cùng lúc đó, miền trung nước này tiếp tục hứng chịu trận động đất 7.7 độ richter. Các yếu tố trên kéo doanh thu của CTR năm 2025 tại đây giảm 25% và tỷ trọng doanh thu nước ngoài giảm từ 20.39% xuống còn 15.7% trong cơ cấu doanh thu tổng.

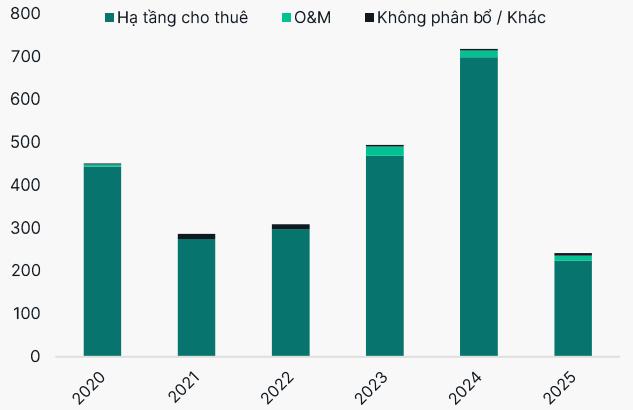
Cơ cấu doanh thu theo mảng

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



Tỷ trọng doanh nội địa và nước ngoài

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



Đối với cơ cấu chi phí theo thành phần, trái ngược với các đối thủ cạnh tranh trong ngành xây dựng, chi phí nguyên vật liệu của CTR chiếm tỷ trọng khiêm tốn. Vào năm 2019, chi phí nguyên vật liệu chiếm 19.95% trong khi chi phí nhân công là 69.31%. Điều đó cho thấy các hoạt động sản xuất tại CTR thiên về thâm dụng nhân công.

Nguyên nhân bởi đặc thù các mảng kinh doanh của CTR trong giai đoạn này, đặc biệt là xây lắp thực chất là nhận thầu thi công từ tập đoàn mẹ. Do đó, chi phí nhân công chiếm phần lớn trong khi các chi phí khác do Viettel cung cấp. Mục tài sản cố định bao gồm nhà cửa, kiến trúc, máy móc, phương tiện và thiết bị văn phòng ghi nhận số mua mới trung bình khoảng 20 tỷ/năm và nguyên giá TSCĐ duy trì ổn định trong khoảng 500-700 tỷ – khá thấp so với một doanh nghiệp xây dựng.

Tuy nhiên, kể từ 2020, chi phí nguyên vật liệu bắt đầu tăng mạnh. Song song với đó, 2020 bắt đầu ghi nhận ~450 tỷ Capex để đầu tư hạ tầng cho thuê và tổng Capex 2020 tăng 1.4 lần so với 2019. Xu hướng này vẫn tiếp diễn trong các năm sau đó khi Capex cho mảng hạ tầng hằng năm (trừ 2025) luôn từ 300 tỷ trở lên. Song song là tỷ trọng của chi phí nguyên vật liệu tăng dần đến 31.53% vào cuối 2025.

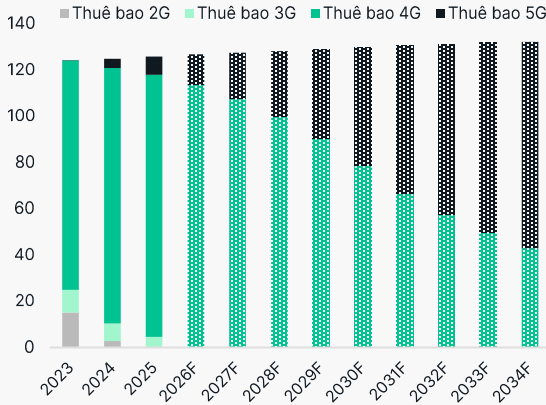
Điều đó cho thấy CTR đang đầu tư rất mạnh tay vào mảng TowerCo và có dự định phát triển mảng kinh doanh này như một chiến lược dài hạn giúp công ty tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao trong tương lai.

Luận điểm đầu tư

► Luận điểm 1: Động lực tăng trưởng mới từ công nghệ 5G

Số thuê bao di động hằng năm

Đơn vị: Triệu thuê bao | Nguồn: BMI, Kafi research



So sánh

Nguồn: Kafi research

| Thông số | 3G | 4G (LTE) | 5G |
|---------------------------------------|--------------------------|--------------------------------|--|
| Băng tần hoạt động | Thấp (850 MHz - 2.1 GHz) | Trung bình (1.8 GHz - 2.6 GHz) | Rất rộng (gồm Low, Mid và High-band lên đến 100 GHz) |
| Tốc độ tải xuống lý thuyết | 2 Mbps - 42 Mbps | 100 Mbps - 1 Gbps | 10 Gbps - 20 Gbps (Nhanh gấp 20-100 lần 4G) |
| Tốc độ thực tế | 1 Mbps - 8 Mbps | 15 Mbps - 50 Mbps | 100 Mbps - 1 Gbps+ |
| Độ trễ mạng | 100 ms - 500 ms | 30 ms - 50 ms | Siêu thấp: 1 ms - 10 ms |
| Kiến trúc trạm phân phối (BTS) | Trạm vĩ mô (Macro Cell) | Trạm vĩ mô (Macro Cell) | Mạng dị thể (Gồm Macro lẫn Micro/Small Cell) |

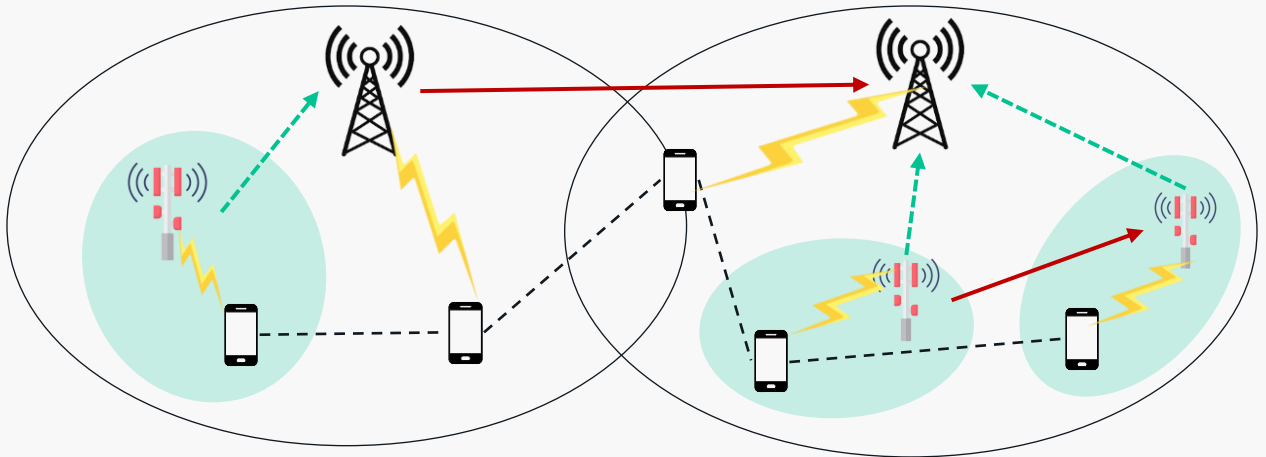
Bức tranh thị trường viễn thông di động Việt Nam giai đoạn 2023-2034F đang chứng kiến một cuộc đại dịch chuyển mang tính cấu trúc, mở ra dư địa tăng trưởng vượt trội cho các doanh nghiệp sở hữu và vận hành hạ tầng trạm phát sóng. Quá trình tắt sóng hoàn toàn công nghệ cũ diễn ra rất nhanh chóng khi thuê bao 2G giảm sâu từ hơn 15,1 triệu năm 2023 xuống còn 2,8 triệu năm 2024 trước khi biến mất, và thuê bao 3G cũng bước vào chu kỳ thoái trào mạnh mẽ. Mặc dù dự báo từ BMI cho thấy 4G vẫn giữ vai trò nền tảng trong ngắn hạn và đạt đỉnh khoảng 113 triệu thuê bao vào năm 2026F, xu hướng thoái lui của công nghệ này để nhường chỗ cho kỷ nguyên tiếp theo là không thể đảo ngược. Dự kiến đến năm 2034F, số lượng thuê bao 4G sẽ giảm mạnh xuống chỉ còn khoảng 42,9 triệu.

Điểm nhấn đầu tư cốt lõi nằm ở sự bùng nổ của mạng 5G. Chu kỳ 10 năm tới sẽ là giai đoạn hoàng kim của công nghệ này khi số thuê bao 5G tăng trưởng liên tục, dự kiến cán mốc 51,1 triệu vào năm 2030F và tiến tới chiếm lĩnh phần lớn thị trường với hơn 89,2 triệu thuê bao vào năm 2034F.

Sự bùng nổ về mặt số lượng thuê bao này được bảo chứng bởi những ưu thế vượt trội về mặt kỹ thuật của công nghệ 5G. Với băng tần hoạt động rất rộng (gồm Low, Mid và High-band lên đến 100 GHz), 5G sở hữu tốc độ tải xuống lý thuyết lên tới 10 Gbps - 20 Gbps (nhanh gấp 20-100 lần so với 4G) và tốc độ thực tế đạt từ 100 Mbps đến trên 1 Gbps. Đặc biệt, độ trễ mạng đạt mức siêu thấp (chỉ 1 ms - 10 ms), tối ưu hóa hoàn hảo cho các ứng dụng công nghiệp và đô thị thông minh.

Sơ đồ mạng dị thể

| Nguồn: Kafi Research



--- Lộ trình di chuyển của người dùng - - - -> Chuyển giao dọc (thứ bậc) - - - -> Chuyển giao ngang (đồng cấp)

Đối với các doanh nghiệp đang phát triển mảng TowerCo như CTR, bước chuyển dịch này là một cơ hội kinh doanh vô tiền khoáng hậu. Do đặc tính truyền dẫn sóng 5G ở băng tần cao có bán kính phủ sóng ngắn, kiến trúc mạng lưới bắt buộc phải thay đổi từ các trạm vĩ mô (Macro Cell) truyền thống sang mô hình mạng dị thể phức tạp hơn.

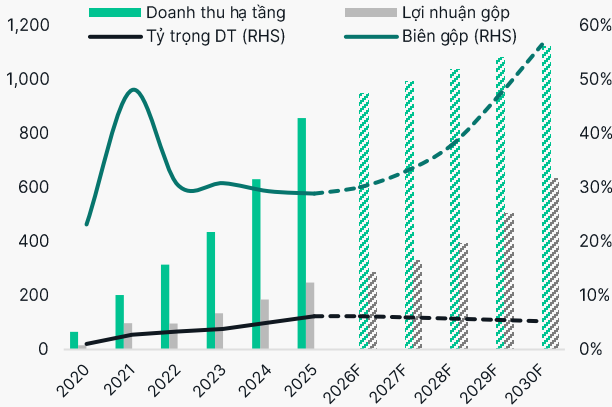
Về mặt lý thuyết, mạng dị thể kết hợp cả trạm Macro lẫn hệ thống trạm vi mô/trạm nhỏ (Micro/Small Cell) với mật độ dày đặc, nhất là tại các đô thị lớn như TP.HCM, Đà Nẵng, Hà Nội. Vì đặc thù bán kính phủ sóng chỉ vài trăm mét và dễ bị vật cản làm gián đoạn của 5G, việc kết hợp Macro với bước sóng dài, tốc độ thấp và Micro cell bước sóng ngắn, tốc độ cao giúp phủ sóng diện rộng trong các điều kiện môi trường phức tạp.

Nhu cầu bùng nổ về số lượng vị trí lắp đặt trạm mới đi kèm với xu hướng chia sẻ hạ tầng để tối ưu chi phí của các nhà mạng lớn, sẽ là động lực tăng trưởng cốt lõi giúp bảo đảm dòng tiền đều đặn và nâng cao hiệu suất sử dụng vốn của CTR trong dài hạn.

► Luận điểm 2: Dự địa phát triển mảng TowerCo tại Việt Nam vẫn còn rất lớn

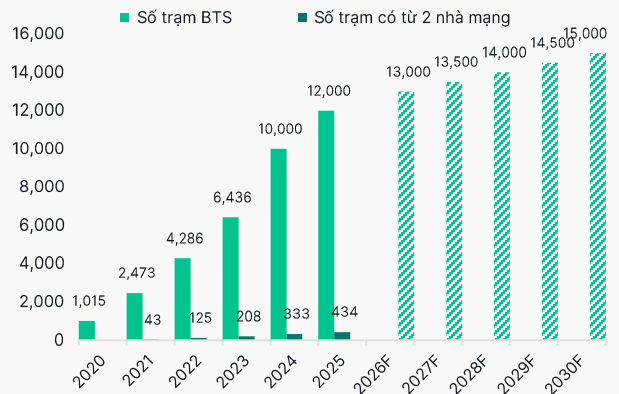
Doanh thu cho thuê hạ tầng

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi research



Số trạm BTS

Đơn vị: trạm | Nguồn: CTR, Kafi research



Sự cộng hưởng giữa quy mô tài sản phình to và hiệu suất dùng chung (tenancy ratio) cải thiện đang biến mảng kinh doanh hạ tầng của CTR thành một "cỗ máy in tiền". Giai đoạn 2020-2025 ghi nhận tốc độ xây trạm thần tốc của doanh nghiệp từ 1.015 lên 12.000 trạm BTS.

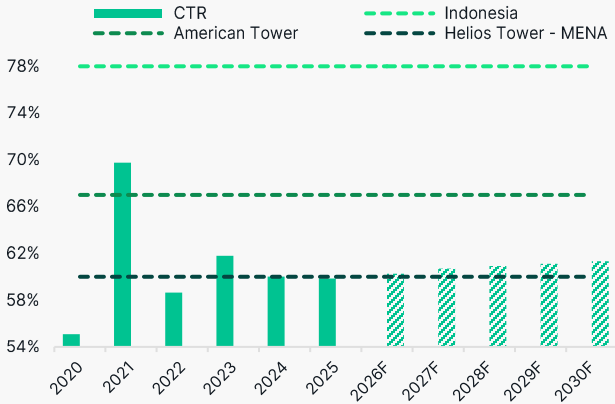
Tuy nhiên, số trạm có từ 2 nhà mạng trở lên thuê dù tăng từ 43 trạm năm 2021 lên 434 trạm năm 2025 nhưng tốc độ tăng rất chậm khi thị trường viễn thông Việt Nam vẫn còn tình trạng độc quyền nhóm. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2026F-2030F, CTR dự kiến mở rộng quỹ trạm lên mức 15.000 trạm BTS. Đạt trong bối cảnh 5G và số lượng trạm BTS đã đạt mức gần bão hòa, mức tăng trưởng này là hợp lý khi mạng di thể cần lượng Macro cell đủ lớn để đáp ứng kiến trúc mạng di thể mật độ cao.

Vì bản chất chi phí xây trạm là cố định, việc gia tăng số lượng nhà mạng thuê trên mỗi trạm trong tương lai sẽ giúp biên lợi nhuận gộp mảng hạ tầng bút phá từ mức 28,88% năm 2025 lên đến 56,49% năm 2030F, mang về khoản lợi nhuận gộp chiếm tỷ trọng vượt trội trị giá 635 tỷ (2030F).

Đòn bẩy chiến lược thúc đẩy sự dịch chuyển cấu trúc này đến từ các chính sách và nghị định cụ thể của Chính phủ nhằm ép các nhà mạng chia sẻ hạ tầng và đẩy nhanh phủ sóng 5G như: Nghị quyết 66.10/2025/NQ-CP quy định chi tiết về việc quản lý và sử dụng chung hạ tầng kỹ thuật đô thị (bao gồm hạ tầng viễn thông thụ động), đưa ra các cơ chế bắt buộc các nhà mạng phải ưu tiên dùng chung cơ sở hạ tầng nhà trạm, cột ăng-ten để tránh lãng phí. Nghị quyết số 57-NQ/TW cam kết đầu tư mạnh vào hạ tầng số, trong đó có mạng 5G và đặt mục tiêu hoàn thành phủ sóng mạng 5G toàn quốc.

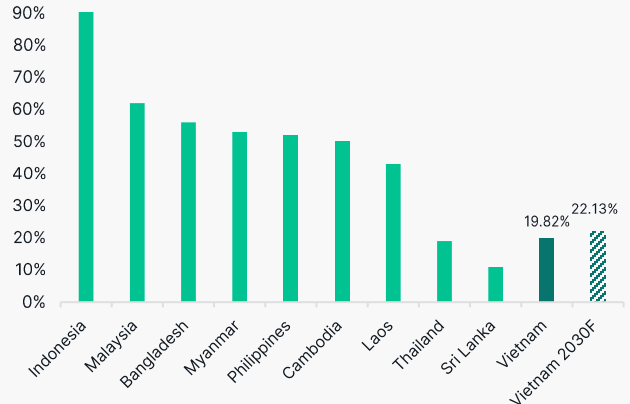
Biên EBITDA mảng hạ tầng cho thuê của CTR so với trung bình thế giới

Đơn vị: % | Nguồn: Kafi Research



Tỷ lệ xâm nhập TowerCo

Đơn vị: % | Nguồn: TowerXchange, Kafi Research



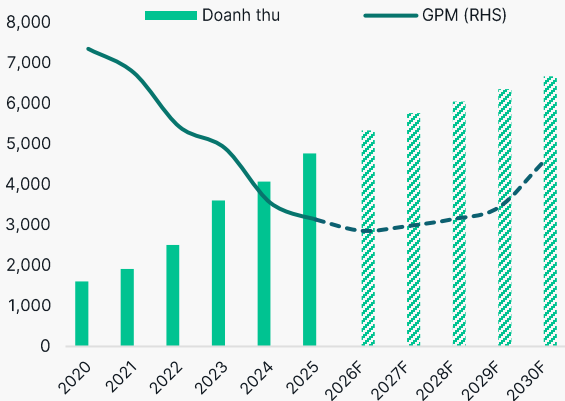
Khi đặt trong tương quan so sánh với khu vực, mảng hạ tầng viễn thông sở hữu tiềm năng tăng trưởng mang tính bút phá nhờ dư địa thâm nhập thị trường còn rất lớn và hiệu suất sinh lời vượt trội. Tỷ lệ thâm nhập TowerCo (Tổng số trạm độc lập/Tổng số trạm toàn thị trường) của Việt Nam hiện đang ở mức rất thấp, chỉ đạt 19,82% - khoảng cách quá xa so với các quốc gia đã định hình rõ mô hình này trong khu vực như Indonesia (95,00%) hay Malaysia (62,00%). Ngay cả trong kịch bản dự phóng đến năm 2030F, tỷ lệ này tại Việt Nam cũng chỉ nhích nhẹ lên mức 22,13%, cho thấy một thị trường sơ khởi với không gian mở rộng quy mô trạm cho thuê cực kỳ khổng lồ.

Mặc dù thị trường chưa đạt độ chín về quy mô dùng chung, hiệu suất vận hành của các doanh nghiệp nội địa lại không hề kém cạnh các ông lớn toàn cầu. Dựa trên tính toán của Kafi cùng dữ liệu tổng hợp được, biên EBITDA lịch sử giai đoạn 2023-2025 của CTR duy trì ổn định quanh mức 60,00%, ngang ngửa với Helios Tower (60%) và bám sát American Tower (67%). Bước sang giai đoạn 2026F-2030F, biên EBITDA của CTR được kỳ vọng sẽ tịnh tiến từ 60,27% lên 61,32% nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô khi mật độ trạm phủ dày. Sức nhen từ tỷ lệ thâm nhập thấp kết hợp cùng biên lợi nhuận cao chính là bằng chứng cho thấy mô hình TowerCo tại Việt Nam, với cánh chim đầu đàn CTR, đang đứng trước cơ hội bùng nổ mạnh mẽ về mặt giá trị khi bước vào giai đoạn thương mại hóa 5G diện rộng.

▶ Luận điểm 3: Biên gộp xây dựng cải thiện nhờ 50.000 căn NOXH

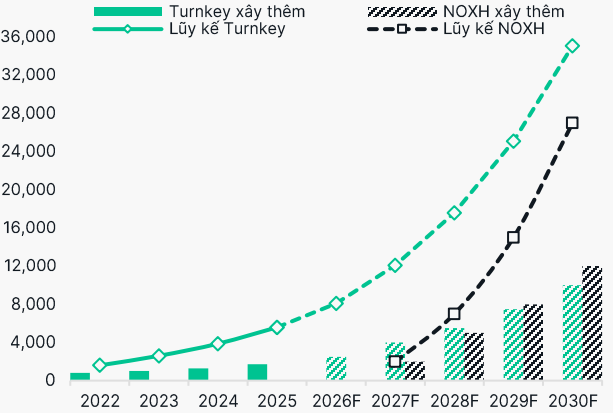
Doanh thu mảng xây dựng

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi research



Số căn turnkey và dự phóng cho dự án NOXH đến 2030F

Đơn vị: căn | Nguồn: CTR, Kafi research



Giai đoạn 2020–2025 chứng kiến xu hướng sụt giảm liên tục của biên lợi nhuận xây dựng tại CTR, từ mức 12,86% rơi sâu xuống còn 5,48%. Nguyên nhân cốt lõi đến từ chiến lược thâm nhập sâu vào mảng xây dựng dân dụng kể từ năm 2021. Để cạnh tranh sòng phẳng và giành thị phần trước các đối thủ có thâm niên trong ngành, CTR đã chủ động hạ giá thành dịch vụ thay vì chỉ tập trung vào mảng xây lắp hạ tầng viễn thông truyền thống. Tuy nhiên, việc đánh đổi biên lợi nhuận để lấy quy mô doanh thu mang lại lợi thế chiến lược rất lớn. Điều này không chỉ giúp CTR tạo ra một bộ đệm an toàn nhờ phân tán rủi ro kinh doanh sang nhiều lĩnh vực, mà còn khiến quy mô doanh thu tổng thể tăng trưởng vượt bậc, đạt tới 4.760 tỷ đồng vào năm 2025.

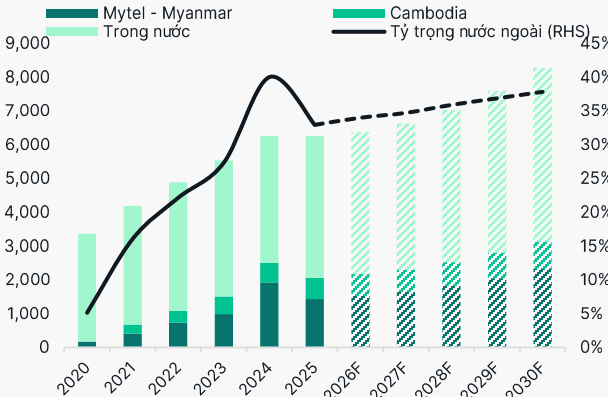
Bước sang giai đoạn dự phóng 2026F–2030F, bức tranh sinh lời của mảng xây dựng sẽ chính thức đảo chiều nhờ sự xuất hiện của các dự án Nhà ở xã hội (NOXH). Ban lãnh đạo CTR đã đặt mục tiêu hoàn thành 50.000 căn NOXH (chủ yếu cho LLVT và người thu nhập thấp) vào cuối 2030 – chiếm 5% trong kế hoạch 1 triệu căn NOXH do chính phủ đề ra. Từ mức đáy 5,00% năm 2026F, biên gộp dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ lên mức 6,00% (2029F) và cán mốc 8,00% vào năm 2030F. Động lực thúc đẩy sự đảo chiều này đến từ dòng sản phẩm thầu NOXH vốn sở hữu biên lợi nhuận gộp mục tiêu ổn định ở mức 10% (theo chia sẻ của lãnh đạo), cao hơn đáng kể so với nền xây dựng dân dụng hiện tại.

Sự cải thiện chất lượng lợi nhuận này được bảo đảm bởi khối lượng công việc khổng lồ cho tương lai. Dù chiếm 5% kế hoạch toàn quốc nhưng đối một doanh nghiệp đang thâm nhập xây dựng dân dụng thì con số này vẫn giúp CTR tăng trưởng vượt bậc. Theo kịch bản thận trọng của Kafi, bên cạnh đà tăng trưởng đều đặn của phân khúc Turnkey (dự kiến lũy kế đạt 35.090 căn vào năm 2030F), sản lượng NOXH xây thêm sẽ tăng tốc từ mức 2.000 căn năm 2027F lên 12.000 căn năm 2030F, nâng tổng số lượng NOXH lũy kế lên tới 27.000 căn.

▶ Luận điểm 4: Rủi ro trong tiến trình đa dạng hóa nguồn thu mảng O&M

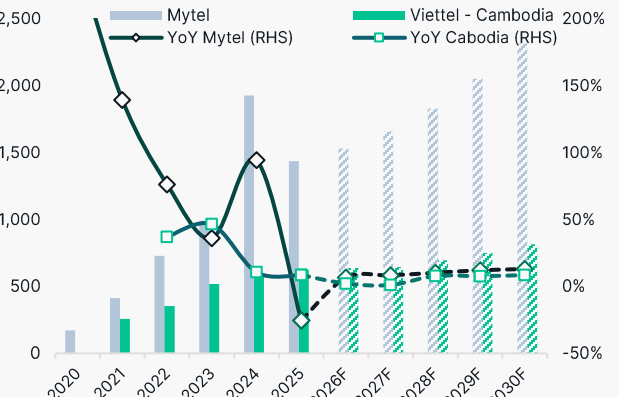
Tình hình kinh doanh mảng O&M tại thị trường nước ngoài

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



Dự phóng tăng trưởng doanh thu tại hai thị trường chính

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



Bên cạnh những điểm sáng, tăng trưởng mảng Vận hành khai thác (O&M) tại thị trường nước ngoài vốn đóng vai trò là động lực đa dạng hóa nguồn thu quan trọng cho CTR dự kiến sẽ bị trì trệ trong thời gian tới. Nguyên nhân bởi, tiến trình này đang tạm thời gián đoạn do rủi ro địa chính trị tăng cao tại thị trường cốt lõi Myanmar.

Doanh thu từ thị trường Myanmar sau khi đạt đỉnh hơn 1.930 tỷ đồng vào năm 2024 đã bất ngờ sụt giảm mạnh 25% xuống còn 1.440 tỷ đồng trong năm 2025. Sự suy giảm này hệ quả từ việc tình hình nội chiến tại đây trở nên phức tạp hơn bao giờ hết khi quân đội chính quy chỉ còn kiểm soát được 21% lãnh thổ đất nước, đi kèm với thiên tai động đất 7.7 độ richter tại miền trung. Hệ quả là tỷ trọng doanh thu nước ngoài của CTR bị kéo sụt mạnh từ 40,01% năm 2024 xuống còn 32,95% năm 2025 trong cơ cấu doanh thu O&M tổng thể.

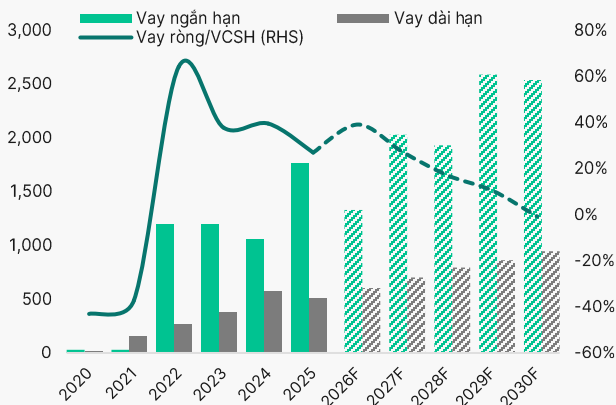
Trong trung hạn giai đoạn 2026F–2030F Kafi kỳ vọng doanh thu sẽ phục hồi khá chậm nhờ sự bù đắp từ thị trường Cambodia (dự kiến tăng đều đặn từ 638 tỷ lên 814 tỷ đồng) và đà hồi phục dần tại Myanmar với mức doanh thu dự phóng cán mốc 2.320 tỷ đồng vào năm 2030F. Điều này sẽ giúp CTR đưa tỷ trọng đóng góp của thị trường quốc tế quay trở lại xu hướng tăng trưởng bền vững, đạt 37,83% vào cuối thập kỷ này.

Phân tích tài chính

Mức độ vay nợ và thanh khoản ở mức an toàn

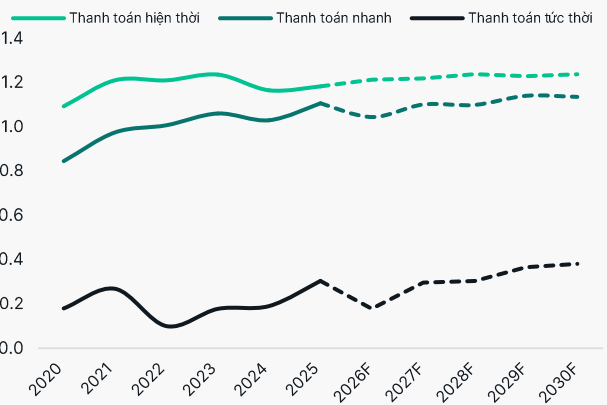
Mức độ vay nợ

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



Các chỉ số thanh toán

| Nguồn: CTR, Kafi Research



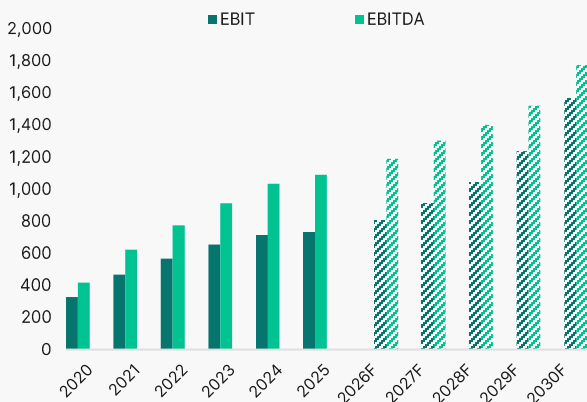
Sức khỏe tài chính của CTR tiếp tục duy trì thế vững vàng nhờ cấu trúc vốn được tối ưu hóa và năng lực thanh khoản dồi dào. Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp được kiểm soát chặt chẽ khi tỷ lệ Vay ròng/VCSH giảm mạnh từ đỉnh 64,24% năm 2022 xuống còn 26,98% vào năm 2025. Xu hướng hạ đòn bẩy này tạo bước đệm vốn an toàn trước khi CTR bước vào chu kỳ đầu tư hạ tầng mới. Trong giai đoạn dự phóng 2026F–2030F, dù quy mô vay ngắn hạn và dài hạn tăng lên để tài trợ mở rộng quỹ trạm, đầu tư hạ tầng 5G và nhất là mở rộng hoạt động xây dựng với dự án NOXH (vay ngắn hạn đạt khoảng 2.540 tỷ đồng và vay dài hạn đạt 947 tỷ đồng vào năm 2030F), tỷ lệ Vay ròng/VCSH vẫn tiếp tục giảm sâu nhờ năng lực tích lũy tài sản từ dòng tiền kinh doanh mạnh mẽ.

Song song đó, các chỉ số thanh khoản là minh chứng rõ nét cho thấy CTR không gặp áp lực về nghĩa vụ nợ ngắn hạn. Hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh năm 2025 lần lượt đạt 1.18 và 1.10. Giai đoạn 2026F–2030F, chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện đồng thời, khi hệ số thanh toán hiện thời duy trì ổn định trên mức 1.21, hệ số thanh toán nhanh cải thiện lên 1.13 và thanh toán tức thời đạt 0.38 vào năm 2030F. Cấu trúc tài chính lành mạnh này bảo chứng cho khả năng chống chịu rủi ro cao và đảm bảo nguồn lực thực thi các dự án TowerCo lần NOXH trong dài hạn.

Chỉ số khả năng trả nợ

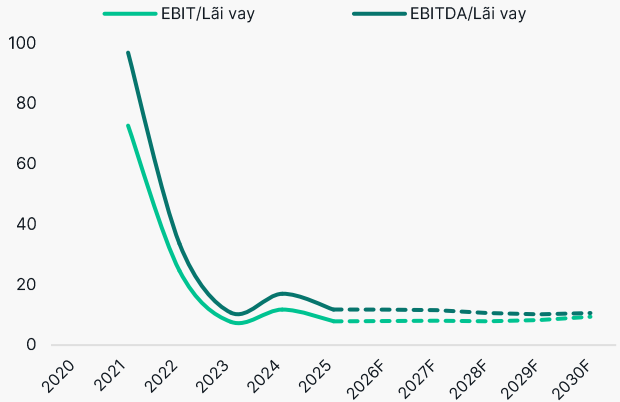
Tổng EBIT và EBITDA của CTR

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



Chỉ số khả năng trả nợ

Nguồn: CTR, Kafi Research



Đi kèm với cấu trúc nguồn vốn lành mạnh, năng lực bao phủ nghĩa vụ tài chính của CTR tiếp tục duy trì ở mức an toàn cao. Nền tảng dòng tiền hoạt động lõi của doanh nghiệp liên tục được củng cố với quy mô EBIT vượt từ hơn 202 tỷ đồng năm 2019 lên 734 tỷ đồng năm 2025. Với diễn biến đồng pha, chỉ số EBITDA cũng thiết lập quỹ đạo tăng trưởng tương tự, ghi nhận mức cán mốc 1.089 tỷ đồng vào năm 2025. Sự tích lũy nội lực mạnh mẽ này đóng vai trò quyết định giúp CTR xây dựng một hệ số phòng vệ chi phí lãi vay vô cùng vững chắc.

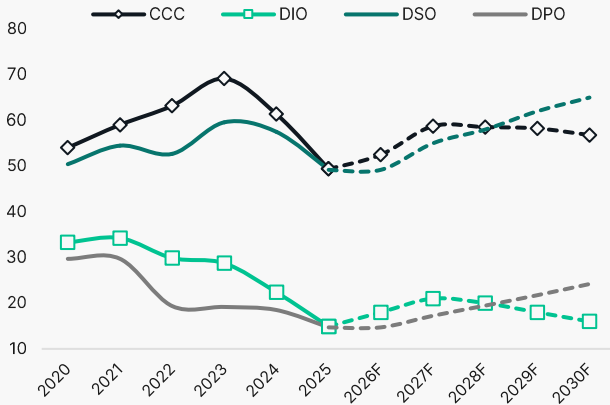
Mặc dù việc mở rộng quy mô giải ngân nợ vay trong giai đoạn lịch sử khiến các hệ số có phần điều chỉnh mạnh từ nền rất cao của năm 2021 (EBIT/Lãi vay đạt 72,70 lần), chỉ số này đã nhanh chóng tìm được điểm cân bằng mới. Đến năm 2025, hệ số EBIT/Lãi vay và EBITDA/Lãi vay duy trì lần lượt ở mức 7,91 lần và 11,73 lần – vượt xa ngưỡng an toàn thông thường, cho thấy áp lực nợ vay không gây ra bất kỳ rủi ro trọng yếu nào lên dòng tiền hoạt động.

Nhìn về tương lai trong chu kỳ dự phóng 2026F–2030F, khi dòng tiền từ các mảng cốt lõi như TowerCo bùng nổ, các chỉ số bao phủ nợ được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn nữa. Đến năm 2030F, quy mô EBIT dự kiến đạt mức 1.570 tỷ đồng, đi kèm EBITDA tiệm cận 1.780 tỷ đồng. Nhờ bệ đỡ dòng tiền khổng lồ này, hệ số EBIT/Lãi vay được chúng tôi kỳ vọng sẽ ổn định quanh mức 9,38 lần và EBITDA/Lãi vay ở mức 10,61 lần. Xu hướng này tối ưu hóa khả năng tự chủ tài chính độc lập, giúp doanh nghiệp có thể hấp thụ biến động từ thị trường vốn.

► Khả năng luân chuyển tiền và tái đầu tư

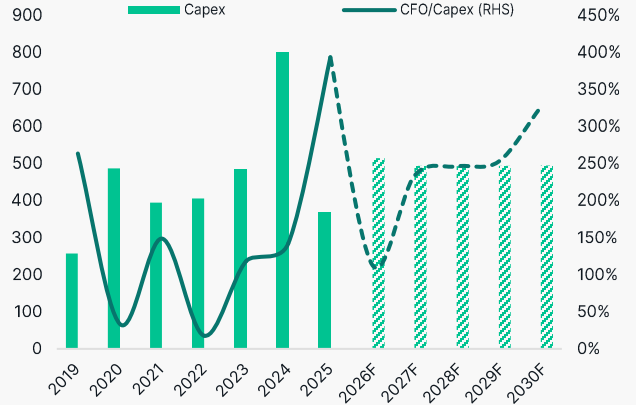
Các chỉ số luân chuyển tiền

Đơn vị: Ngày | Nguồn: CTR, Kafi Research



Khả năng tái đầu tư

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: CTR, Kafi Research



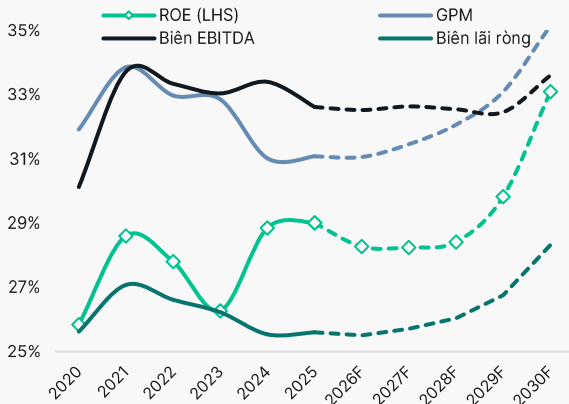
Năng lực quản trị vốn lưu động và hiệu suất tái đầu tư của CTR đang phản ánh rõ nét sự chuyển dịch trong mô hình kinh doanh tổng thể. Theo số liệu lịch sử, thời gian luân chuyển tiền (CCC) giảm mạnh từ mức đỉnh 69 ngày năm 2023 xuống còn 49 ngày vào năm 2025. Sự cải thiện vượt bậc này chủ yếu do số ngày tồn kho (DIO) giảm sâu từ 29 ngày xuống 15 ngày, nhờ việc bàn giao thần tốc các trạm BTS và tối ưu hóa vật tư xây dựng. Song song đó, tỷ lệ CFO/Capex vọt lên mức kỷ lục 393,79% vào năm 2025 dù do Capex giảm mạnh nhưng cũng cho thấy dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) thặng dư vượt trội, hoàn toàn tự tài trợ cho chi phí đầu tư tài sản cố định mà không cần phụ thuộc vào nợ vay tài trợ bên ngoài.

Tuy nhiên, bước sang giai đoạn dự phóng 2026F–2030F, cấu trúc luân chuyển tiền của CTR được chúng tôi kỳ vọng sẽ thay đổi đáng kể do tác động của mảng xây dựng NOXH. CCC dự kiến sẽ tăng từ 49 ngày lên mức đỉnh 59 ngày trong giai đoạn 2027F–2029F. Nguyên nhân cốt lõi là do số ngày phải thu (DSO) bị kéo dài từ 58 ngày lên tới 62 ngày vào năm 2029F, hệ quả trực tiếp từ đặc thù phân kỳ thanh toán theo tiến độ nghiệm thu dài hơi của các dự án bất động sản và đại đô thị NOXH. Để bù đắp một phần áp lực thất chặt dòng tiền này, chúng tôi giả định CTR sẽ gia tăng vị thế chiếm dụng vốn đối với nhà cung cấp vật tư, đẩy số ngày phải trả (DPO) tăng dần từ 15 ngày lên 21 ngày vào 2027F. Mặc dù vốn lưu động có phần thất chặt ngắn hạn, năng lực tái đầu tư cốt lõi của CTR vẫn cực kỳ bền vững. Giai đoạn 2026F–2030F chứng kiến quy mô Capex duy trì ổn định quanh mức 490 đến 515 tỷ đồng mỗi năm để phục vụ mục tiêu phủ dày 15.000 trạm BTS đón sóng 5G. Nhờ nhuận từ mảng TowerCo có biên gộp cao, tỷ lệ CFO/Capex sau khi điều chỉnh về mức 113,01% năm 2026F sẽ bất phá mạnh mẽ trở lại, đạt 326,65% vào năm 2030F.

► Khả năng sinh lời

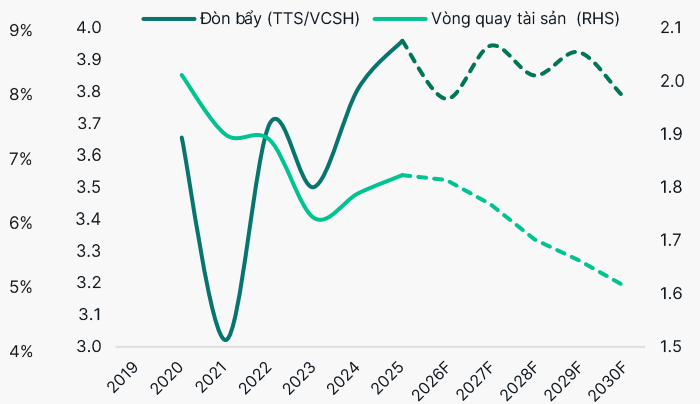
Biên lợi nhuận

Đơn vị: % | Nguồn: CTR, Kafi Research



ROE Dupont

| Nguồn: CTR, Kafi Research



Hiệu suất sinh lời tổng thể của CTR đang được cải thiện. Biên lợi nhuận gộp lịch sử có xu hướng thất chặt từ 8,43% năm 2021 xuống 7,04% năm 2025 do tác động từ mảng xây dựng dân dụng cạnh tranh cao. Dù vậy, hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp vẫn duy trì ở mức tốt với ROE liên tục cải thiện từ 25,84% năm 2020 lên 29,01% vào năm 2025.

Phân tích Dupont cho thấy nền ROE cao trong quá khứ chủ yếu nhờ vào đòn bẩy tài chính (TTS/VCSH) gia tăng từ 3,02 lần lên 3,96 lần, kết hợp vòng quay tài sản duy trì hiệu quả quanh mức 1,74 – 1,82 vòng. Việc chủ động hạ biên gộp xây dựng dân dụng để đổi lấy quy mô lớn giúp CTR phình to tổng tài sản, hiện dụng đòn bẩy để tối ưu hóa tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

Giai đoạn 2026F–2030F được kỳ vọng chất lượng sinh lời của CTR sẽ chính thức bước vào chu kỳ tăng trưởng cao. GPM tổng thể dự kiến tăng từ 7,03% năm 2026F lên mức 9,08% vào năm 2030F, kéo theo biên lãi ròng đạt mức cao nhất 5,66% vào cuối thập kỷ. Sự bùng nổ này đến từ hai động lực cốt lõi đã tháo lạt: điểm rơi lợi nhuận từ mảng TowerCo sở hữu biên EBITDA cao ổn định quanh 60% và dự án NOXH có biên gộp 10% vượt trội.

Đáng chú ý, quỹ đạo ROE sẽ thiết lập đỉnh cao mới tại mức 33,11% vào năm 2030F. Chúng tôi kỳ vọng sự tăng vọt của ROE hoàn toàn được thúc đẩy bởi cải thiện trực tiếp từ biên lãi ròng thay vì đòn bẩy như trước. Do đó mang bản chất bền vững và an toàn hơn hẳn khi đòn bẩy tài chính dự phóng giảm về mức 3,79 lần và vòng quay tài sản được giả định điều chỉnh xuống 1,62 do tích lũy tài sản trạm BTS dài hạn.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

► Tổng hợp định giá

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu CTCP Công trình Viettel (HOSE: CTR). Mức giá mục tiêu 106.819 đồng (+20.84%) theo phương pháp DCF, SOTP và P/B lịch sử. Mức giá này đã được chúng tôi cân nhắc dựa trên môi trường kinh doanh thuận lợi nhờ làn sóng thương mại hóa 5G điện rộng thúc đẩy nhu cầu thuê trạm bùng nổ, tỷ lệ lấp đầy trạm (Tenancy Ratio) cải thiện mạnh giúp tối ưu biên lợi nhuận mảng TowerCo, cùng với động lực tăng trưởng bền vững từ mảng xây lắp dân dụng và vận hành khai thác khi nhu cầu hạ tầng số quốc gia tiếp tục gia tăng.

| Phương pháp | Giá mục tiêu | Tỷ trọng |
|----------------------------|----------------|----------|
| DCF | 118,228 | 30% |
| SOTP | 108,883 | 40% |
| P/B | 92,659 | 30% |
| Giá mục tiêu | 106,819 | |
| Giá ngày 11/06/2026 | 88,400 | |
| Tiềm năng tăng giá | 20.84% | |

► Phương pháp DCF

| Chỉ số tăng trưởng và tái đầu tư cho FCFE | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|--|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| NOPAT = EBIT*(1-Thuế suất) | 590,604 | 644,159 | 727,464 | 831,319 | 989,860 | 1,255,481 |
| Tỷ lệ tăng trưởng hằng năm - g high growth | 3.05% | 9.07% | 12.93% | 14.28% | 19.07% | 26.83% |
| Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư - ROC | 33.76% | 63.94% | 45.77% | 50.37% | 56.98% | 64.94% |
| Tỷ suất tái đầu tư - Re.Rate | 9.02% | 14.18% | 28.26% | 28.34% | 33.47% | 41.32% |
| Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn - g stable | | | | | | 3.50% |
| FCFE = NOPAT*(1 - Re.Rate) | 537,310 | 552,811 | 521,912 | 595,722 | 658,531 | 736,664 |
| Chi phí sử dụng vốn | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
| Beta không đòn bẩy | 57.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| D/E | 22.38% | 19.13% | 27.01% | 26.97% | 34.13% | 34.49% |
| Beta có đòn bẩy | 67.26% | 65.72% | 69.32% | 69.30% | 72.57% | 72.73% |
| Rf | 4.47% | | | | | |
| Phần bù rủi ro | 8.13% | | | | | |
| ke | 9.94% | 9.82% | 10.11% | 10.11% | 10.37% | 10.39% |
| Chi phí vay nợ | 4.10% | 5.23% | 4.13% | 4.83% | 4.32% | 4.80% |
| WACC | 8.73% | 8.91% | 8.66% | 8.78% | 8.61% | 8.71% |
| | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
| Dòng tiền tự do doanh nghiệp - FCFE | 537,310 | 552,811 | 521,912 | 595,722 | 658,531 | 736,664 |
| Hệ số chiết khấu tích lũy | | 1.05 | 1.14 | 1.24 | 1.35 | 1.46 |
| Giá trị hiện tại của FCFE | | 527,108 | 457,982 | 480,554 | 489,098 | 503,308 |
| Giá trị cuối cùng - Terminal Value | | | | | | 14,644,654 |
| Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng | 12,463,667 | | | | | |
| Giá trị doanh nghiệp | 12,463,667 | | | | | |
| Tiền mặt và tương đương tiền | 3,322,698 | | | | | |
| Vay nợ | -2,262,912 | | | | | |
| Số CP lưu hành | 114,384,346 | | | | | |
| Giá mục tiêu | 118,228 | | | | | |
| Giá hiện tại | 88,400 | | | | | |
| Tiềm năng tăng giá | 29.07% | | | | | |

Độ nhạy trong kết quả của DCF cho mảng hạ tầng

Nguồn: Kafi Research

| | | % tăng giá thuê trạm BTS | | | | |
|----------------------|------|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | 0.00% | 0.50% | 1.00% | 1.50% | 2.00% |
| | 1.08 | 118,228 | 121,078 | 123,965 | 126,891 | 129,858 |
| Tenancy Ratio | 1.18 | 128,532 | 131,574 | 134,661 | 137,794 | 140,974 |
| | 1.28 | 138,911 | 142,157 | 145,454 | 148,805 | 152,210 |
| 2030F | 1.38 | 149,353 | 152,812 | 156,330 | 159,907 | 163,547 |
| | 1.48 | 159,851 | 163,531 | 167,277 | 171,089 | 174,970 |

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy giữa Tenancy Ratio đến 2030F và Tốc độ tăng giá cho thuê nhằm đánh giá rủi ro và dư địa tăng trưởng của mảng TowerCo - động lực đóng góp tỷ trọng lợi nhuận ngày càng lớn cho CTR. Do các thông tin thương mại về đơn giá và hệ số chia sẻ hạ tầng trạm hiện tại tương đối hạn chế, kết hợp với áp lực chi phí vận hành (đặc biệt là tiêu thụ điện năng) tăng cao khi triển khai công nghệ 5G diện rộng, việc mô phỏng các kịch bản này là cần thiết.

► Phương pháp SOTP

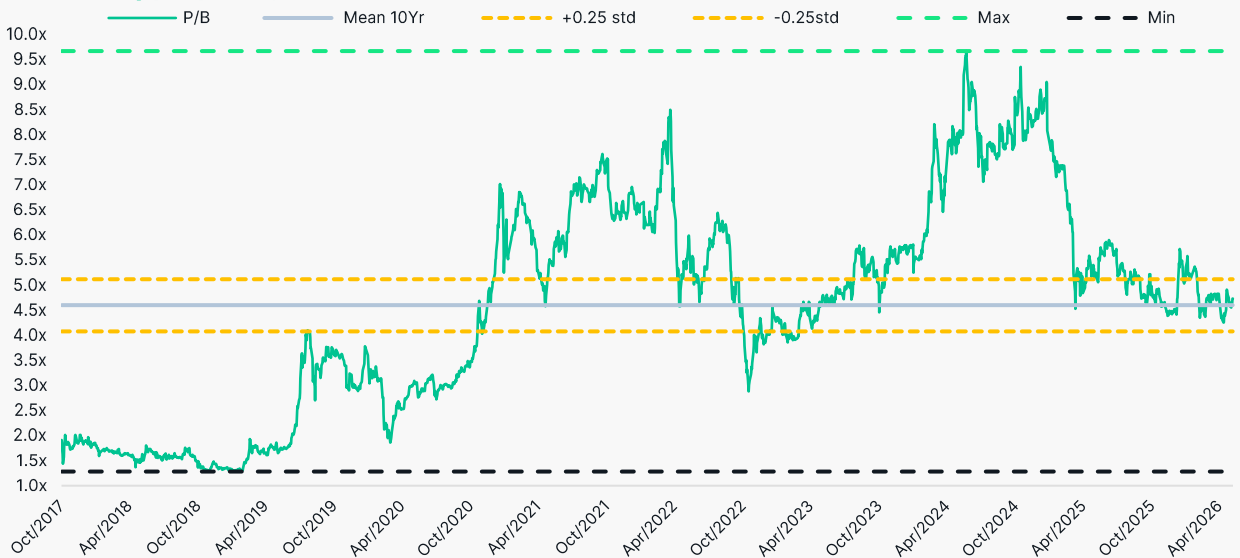
Phân tích EV theo mảng dựa vào đặc điểm tài chính

Nguồn: Kafi Research

| | |
|-------------------------|------------------|
| EV mảng Hạ tầng | 4,597,744 |
| EV mảng DVKT | 185,420 |
| EV còn lại | 4,973,951 |
| Hạ tầng | 3,914,690 |
| EV/EBITDA | 6.86x |
| EBITDA 2026F | 570,695 |
| Dịch vụ kỹ thuật | 212,745 |
| EV/Gross (Fair) | 7.03x |
| Lợi nhuận gộp 2026F | 30,281 |
| Còn lại | 7,267,247 |
| EV/Doanh thu | 0.51x |
| Doanh thu 2026F | 14,194,653 |

| | |
|------------------------------|-------------------|
| Giá trị doanh nghiệp | 11,394,681 |
| Tiền mặt và tương đương tiền | 3,322,698 |
| Vay nợ | -2,262,912 |
| Giá trị VCSH | 12,454,467 |
| Số CP lưu hành | 114,384,346 |
| Giá mục tiêu | 108,883 |
| Giá hiện tại | 88,400 |
| Tiềm năng tăng giá | 23.17% |

► Phương pháp P/B lịch sử



| | |
|------------------------|------------------|
| VCSH 2025 | 2,067,176 |
| NPAT 2026F | 651,482 |
| Cổ tức bằng tiền 2026F | 267,157 |
| Khoản mục khác | -147,094 |
| VCSH 2026F | 2,304,407 |
| Số CP lưu hành | 114,385,879 |
| Forward PVBS | 20,146 |
| P/B trung bình 10 Yr | 4.60 |
| Giá mục tiêu | 92,659 |
| Giá hiện tại | 88,400 |
| Tiềm năng tăng giá | 4.82% |

Chúng tôi quyết định lựa chọn mức P/B Mean 10 năm làm mốc định giá cơ sở thay vì mức Mean 10 năm + 0.25 SD, nhằm đảm bảo tính thận trọng tối đa trong bối cảnh CTR đang bước vào chu kỳ đầu tư Capex lớn cho hạ tầng 5G.

Đồng thời, phương pháp này được áp dụng trên số liệu Forward BVPS của năm 2026F nhằm phản ánh kỳ vọng về năng lực tích lũy vốn tương lai của doanh nghiệp.

Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng CTR sẽ có tỷ lệ giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư tương đối cao, khiến quy mô Vốn chủ sở hữu dự phóng tăng trưởng liên tục. Do đó, việc dùng số Forward là cần thiết để phản ánh đúng và đủ giá trị nội tại của CTR tại thời điểm định giá.

Phụ lục báo cáo tài chính

► Kết quả hoạt động kinh doanh

| | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần | 12,610 | 13,940 | 15,319 | 16,657 | 18,011 | 19,660 | 21,375 |
| Giá vốn hàng bán | (11,725) | (12,958) | (14,242) | (15,453) | (16,654) | (18,077) | (19,434) |
| Lợi nhuận gộp | 884 | 982 | 1,077 | 1,205 | 1,357 | 1,583 | 1,941 |
| Chi phí bán hàng | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí QLDN | (169) | (248) | (272) | (295) | (318) | (345) | (371) |
| Lợi nhuận từ HDKD | 675 | 727 | 796 | 889 | 999 | 1,180 | 1,494 |
| Chi phí lãi vay | (61) | (93) | (101) | (113) | (132) | (149) | (167) |
| Lợi nhuận trước thuế | 672 | 746 | 814 | 907 | 1,018 | 1,199 | 1,512 |
| Lợi nhuận sau thuế | 538 | 600 | 651 | 726 | 814 | 959 | 1,210 |
| LNST cổ đông công ty mẹ | 538 | 600 | 651 | 726 | 814 | 959 | 1,210 |

► Bảng cân đối

| | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tài sản Ngắn hạn | 5,421 | 6,625 | 7,014 | 8,341 | 9,110 | 10,478 | 11,413 |
| Tiền và tương đương tiền | 887 | 1,705 | 1,032 | 2,032 | 2,238 | 3,115 | 3,515 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 854 | 1,618 | 1,618 | 1,618 | 1,618 | 1,618 | 1,618 |
| Phải thu ngắn hạn | 2,937 | 2,714 | 3,233 | 3,731 | 4,077 | 4,828 | 5,181 |
| Hàng tồn kho | 610 | 425 | 968 | 795 | 1,014 | 754 | 936 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 134 | 164 | 164 | 164 | 164 | 164 | 164 |
| Tài sản Dài hạn | 1,685 | 1,560 | 1,691 | 1,792 | 1,924 | 2,135 | 2,424 |
| Phải thu dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tài sản cố định | 191 | 134 | 125 | 199 | 127 | 52 | 153 |
| Tài sản đầu tư | 1,223 | 1,335 | 1,205 | 999 | 830 | 741 | 756 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 252 | 80 | 350 | 583 | 957 | 1,332 | 1,506 |
| Tài sản dài hạn khác | 20 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| TỔNG TÀI SẢN | 7,106 | 8,186 | 8,705 | 10,132 | 11,034 | 12,613 | 13,838 |
| Nợ phải trả | 5,241 | 6,118 | 6,401 | 7,564 | 8,169 | 9,399 | 10,183 |
| Nợ ngắn hạn | 4,653 | 5,600 | 5,781 | 6,846 | 7,358 | 8,521 | 9,220 |
| Nợ dài hạn | 588 | 518 | 620 | 717 | 811 | 878 | 963 |
| Vốn chủ sở hữu | 1,865 | 2,067 | 2,304 | 2,569 | 2,865 | 3,214 | 3,655 |
| Vốn điều lệ | 1,144 | 1,144 | 1,144 | 1,144 | 1,144 | 1,144 | 1,144 |
| Vốn và quỹ khác | 120 | 269 | 442 | 635 | 852 | 1,107 | 1,429 |
| Lãi chưa phân phối | 601 | 654 | 718 | 790 | 870 | 964 | 1,083 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| NGUỒN VỐN | 7,106 | 8,186 | 8,705 | 10,132 | 11,034 | 12,613 | 13,838 |

► Lưu chuyển tiền tệ – Phương pháp gián tiếp

| | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|--|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lưu chuyển thuần từ HDKD | 1,141 | 1,455 | 582 | 1,155 | 1,217 | 1,251 | 1,617 |
| Lãi trước thuế | 672 | 746 | 814 | 907 | 1,018 | 1,199 | 1,512 |
| Khấu hao TSCD | 319 | 355 | 384 | 394 | 362 | 283 | 206 |
| Chi phí lãi vay | 61 | 93 | 101 | 113 | 132 | 149 | 167 |
| Lợi nhuận từ HDKD trước thay đổi vốn lưu động | | | | | | | |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu | 63 | 168 | (519) | (499) | (345) | (752) | (353) |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho | 180 | 200 | (543) | 173 | (219) | 261 | (182) |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả | 257 | 319 | 489 | 247 | 488 | 357 | 589 |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước | (35) | (15) | 119 | 116 | 117 | 142 | 148 |
| Chi phí lãi vay đã trả | (77) | (97) | (101) | (113) | (132) | (149) | (167) |
| Thuế thu nhập doanh nghiệp đã trả | (116) | (142) | (163) | (181) | (204) | (240) | (302) |
| Lưu chuyển thuần từ HĐĐT | (600) | (1,031) | (515) | (494) | (494) | (494) | (495) |
| Capex | (801) | (370) | (515) | (494) | (494) | (494) | (495) |
| Lưu chuyển thuần từ HĐTC | (474) | 394 | (740) | 339 | (518) | 121 | (722) |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền thu được các khoản đi vay | 2,398 | 2,998 | 964 | 2,203 | 1,653 | 2,615 | 2,182 |
| Tiền trả các khoản đi vay | (2,346) | (2,360) | (1,293) | (1,406) | (1,657) | (1,891) | (2,146) |
| Cổ tức đã trả | (525) | (244) | (267) | (298) | (334) | (393) | (496) |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 67 | 819 | (673) | 1,001 | 205 | 877 | 400 |
| Tiền tương đương tiền đầu kỳ | 819 | 887 | 1,705 | 1,032 | 2,032 | 2,238 | 3,115 |
| Tiền tương đương tiền cuối kỳ | 887 | 1,705 | 1,032 | 2,032 | 2,238 | 3,115 | 3,515 |

► Các chỉ số chính

| | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng | | | | | | | |
| Doanh thu | 10.90% | 10.55% | 9.90% | 8.74% | 8.13% | 9.15% | 8.72% |
| Lợi nhuận gộp | -1.96% | 11.05% | 9.72% | 11.81% | 12.68% | 16.60% | 22.62% |
| LNST | 2.60% | 11.43% | 8.63% | 11.38% | 12.21% | 17.77% | 26.18% |
| Tổng tài sản | 1.65% | 15.19% | 6.35% | 16.40% | 8.90% | 14.31% | 9.71% |
| Tổng VCSH | -6.59% | 10.84% | 11.48% | 11.47% | 11.54% | 12.19% | 13.71% |
| Khả năng sinh lời | | | | | | | |
| EBIT | 716 | 734 | 805 | 909 | 1,039 | 1,237 | 1,569 |
| EBITDA | 1,035 | 1,089 | 1,190 | 1,303 | 1,401 | 1,520 | 1,775 |
| Tỷ suất lãi gộp | 7.01% | 7.04% | 7.03% | 7.23% | 7.54% | 8.05% | 9.08% |
| Tỷ suất LNST | 4.27% | 4.30% | 4.25% | 4.36% | 4.52% | 4.88% | 5.66% |
| ROE | 28.86% | 29.01% | 28.27% | 28.25% | 28.42% | 29.83% | 33.11% |
| Vòng quay tổng TS | 1.79 | 1.82 | 1.81 | 1.77 | 1.70 | 1.66 | 1.62 |
| TTS/VCSH | 3.81 | 3.96 | 3.78 | 3.94 | 3.85 | 3.92 | 3.79 |
| ROA | 7.57% | 7.33% | 7.48% | 7.16% | 7.38% | 7.60% | 8.74% |
| Hiệu quả hoạt động | | | | | | | |
| Số ngày phải thu | 57.49 | 49.19 | 49.19 | 55.00 | 58.00 | 62.00 | 65.00 |
| Số ngày tồn kho | 22.38 | 14.90 | 18.00 | 21.00 | 20.00 | 18.00 | 16.00 |
| Số ngày phải trả | 18.50 | 14.71 | 14.70 | 17.25 | 19.47 | 21.75 | 24.20 |
| Thời gian luân chuyển tiền | 61.37 | 49.38 | 52.48 | 58.75 | 58.53 | 58.25 | 56.80 |
| Thanh khoản | | | | | | | |
| Chỉ số thanh toán hiện hành | 1.17 | 1.18 | 1.21 | 1.22 | 1.24 | 1.23 | 1.24 |
| Chỉ số thanh toán nhanh | 1.03 | 1.11 | 1.04 | 1.10 | 1.10 | 1.14 | 1.14 |
| Chỉ số thanh toán tức thời | 0.19 | 0.30 | 0.18 | 0.30 | 0.30 | 0.37 | 0.38 |
| Khả năng thanh toán nợ vay và tái đầu tư | | | | | | | |
| Vay ngắn hạn | 1,052 | 1,760 | 1,330 | 2,030 | 1,932 | 2,590 | 2,540 |
| Vay dài hạn | 573 | 503 | 604 | 701 | 795 | 862 | 947 |
| Lãi vay | (61) | (93) | (101) | (113) | (132) | (149) | (167) |
| Vay ròng/VCSH | 39.57% | 26.98% | 39.17% | 27.22% | 17.09% | 10.47% | -0.75% |
| EBIT/Lãi vay | 11.76 | 7.91 | 7.96 | 8.07 | 7.89 | 8.30 | 9.38 |
| EBITDA/Lãi vay | 17.01 | 11.73 | 11.75 | 11.56 | 10.63 | 10.20 | 10.61 |
| CFO/Capex | 1.42 | 3.94 | 1.13 | 2.34 | 2.46 | 2.53 | 3.27 |

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

TRUNG LẬP: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

KÉM KHẢ QUAN: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn trong báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.