

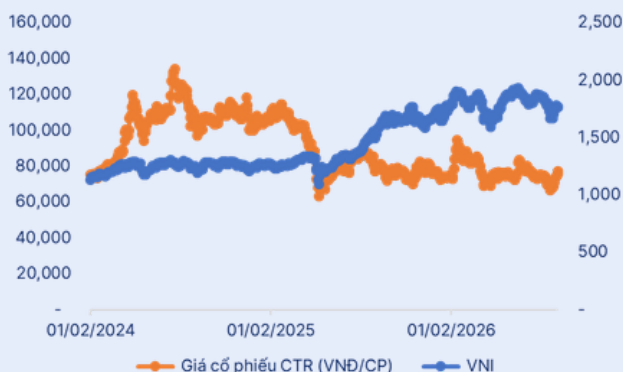
Trung tâm Phân tích
Nguyễn Thanh Hoa
hoa.nt@shs.com.vn

Khuyến nghị: **THEO DÕI**
Giá hiện tại (19/08/2026): **76.500 VND**

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	9,800.38
Số lượng CP lưu hành:	128,109,533
KLCP đang niêm yết:	114,385,879
KLGD trung bình 10 phiên (CP):	202,720
Giá thấp 52w:	66,400
Giá cao 52w:	94,700
Sở hữu Nhà nước:	65,66%
Sở hữu NGĐT khác:	34,34%

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, FiinProX

Các chỉ số tài chính

Khoản mục (tỷ VND)	2025	2026E	2027F	2028F
Tổng tài sản	7,106	8,186	10,190	12,243
Vốn chủ sở hữu	1,865	2,067	2,598	3,853
Doanh thu	12,610	13,940	16,454	18,495
LNST	539	600	690	947
ROE	21.60%	19.92%	18.25%	16.58%
ROA	5.67%	7.03%	8.39%	9.75%
EPS (VND)	4,705	5,242	5,389	5,318
BVPS (VND)	16,305	18,072	20,275	21,630

- **Bước ngoặt trong mô hình kinh doanh:** Giai đoạn 2026–2030 được kỳ vọng đánh dấu bước chuyển của CTR từ doanh nghiệp hạ tầng viễn thông truyền thống sang hệ sinh thái hạ tầng đa ngành, nâng cấp vai trò từ nhà thầu/đơn vị vận hành lên chủ đầu tư và nhà cung cấp giải pháp hạ tầng toàn diện. Trọng tâm là xây dựng chuỗi giá trị khép kín **Tư vấn → Thiết kế → Triển khai → Vận hành → Tối ưu → Đầu tư**, với mục tiêu tăng trưởng doanh thu bình quân 12–15%/năm và vươn lên Top 1–3 tại các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi.
- **KQKD 6T/2026 tăng trưởng nhưng biên lợi nhuận suy giảm:** Doanh thu tăng 33% YoY, LNST tăng 20% YoY và hoàn thành khoảng 52% kế hoạch năm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm từ 7,2% xuống 6,2%, chủ yếu do cơ cấu doanh thu dịch chuyển nhanh sang mảng xây dựng – lĩnh vực có biên lợi nhuận thấp hơn đáng kể so với các mảng truyền thống.
- **Xây dựng là động lực tăng trưởng chính nhưng chất lượng lợi nhuận còn hạn chế:** Mảng xây dựng hiện chiếm 39% doanh thu, trở thành mảng đóng góp lớn nhất, nhưng biên lợi nhuận chỉ khoảng 4,2%. Việc mở rộng nhanh cũng kéo theo rủi ro công nợ, thể hiện qua chi phí dự phòng nợ phải thu tăng 6,6 lần lên 36,5 tỷ đồng trong H1/2026.
- **Các động lực truyền thống đang bước vào giai đoạn bão hòa:** Mảng vận hành khai thác giảm 3% YoY trong Q2/2026, trong khi hạ tầng cho thuê tăng trưởng chậm lại khi số trạm BTS gần như đi ngang quanh 12.000 trạm. Tỷ lệ dùng chung chưa đạt kỳ vọng và tốc độ thương mại hóa 5G còn chậm, cho thấy dư địa tăng trưởng từ hai trụ cột truyền thống đang thu hẹp.
- **Ba trụ cột mới mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn:** CTR đang tập trung vào năng lượng tái tạo, bất động sản (NOXH) và hạ tầng kỹ thuật, hướng tới mô hình hệ sinh thái khép kín. Trong đó, dự án NOXH “Viettel Home” với mục tiêu 50.000 căn đến 2030 có tiềm năng trở thành động lực lợi nhuận mới nhờ biên lợi nhuận định mức khoảng 10%. Tuy nhiên, đây vẫn là lĩnh vực mới và cần theo dõi thêm về quỹ đất, pháp lý, nguồn vốn và dòng tiền trước khi có thể xem là động lực lợi nhuận chắc chắn.
- **Hệ thống dự án tạo nền tảng cho tăng trưởng 2027–2030:** Các cơ hội đáng chú ý gồm đề xuất nâng công suất điện gió Quảng Trị từ khoảng 50 MW lên 200 MW, nghiên cứu tham gia dự án đường sắt tốc độ cao Bắc–Nam trong vai trò thi công và cung cấp thiết bị kỹ thuật, cũng như mở rộng đầu tư sang Dominica. Đây có thể là các động lực tăng trưởng mới khi những mảng kinh doanh truyền thống dần bão hòa.
- **Rủi ro cần theo dõi:** (i) Đòn bẩy tài chính tăng nhanh, với nợ phải trả đạt 7.544 tỷ đồng (+23% YTD), vay ngắn hạn tăng 45% lên 2.546 tỷ đồng, gây áp lực lên chi phí tài chính và thanh khoản; (ii) Mảng hạ tầng cho thuê giảm tốc khi số trạm BTS đi ngang và thương mại hóa 5G chậm; (iii) Biên lợi nhuận chịu áp lực do tỷ trọng xây dựng tăng và chi phí đầu vào cao; (iv) Mảng vận hành khai thác có dấu hiệu bão hòa, thể hiện qua doanh thu Q2/2026 giảm 3% YoY; và (v) Rủi ro công nợ B2B gia tăng khi dự phòng phải thu tăng mạnh cùng tốc độ mở rộng mảng xây dựng.

I. KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2.2026

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2/2025	Q2/2026	% YoY	6T2025	6T2026	% YoY
Doanh thu thuần	3.236	4.154	28%	5.975	7.959	33%
Giá vốn hàng bán	3.002	3.897	30%	5.539	7.439	34%
Lợi nhuận gộp	235	257	10%	436	520	19%
Chi phí quản lý DN	42	59	40%	88	133	50%
Lợi nhuận từ HĐKD	192	199	3%	347	387	11%
EBITDA	279	292	5%	533	575	8%
Lợi nhuận trước thuế	181	212	17%	336	402	20%
Lợi nhuận sau thuế	145	171	18%	267	321	20%

- Kết thúc Quý 2/2026, CTR ghi nhận doanh thu thuần 4.154 tỷ đồng (+28% YoY), lợi nhuận gộp 257 tỷ đồng (+10% YoY, biên lợi nhuận gộp 6,2% từ 7,2% cùng kỳ), lợi nhuận trước thuế 212 tỷ đồng (+17% YoY) và lợi nhuận sau thuế 171 tỷ đồng (+18% YoY). Lũy kế 6 tháng, doanh thu đạt 7.959 tỷ đồng (+33% YoY), LNST đạt 321 tỷ đồng (+20% YoY), lần lượt hoàn thành 51% và 52% kế hoạch cả năm 2026.

Doanh thu và giá vốn theo mảng kinh doanh

Mảng (tỷ đồng)	Q2/2025	Q2/2026	% YoY	6T2025	6T2026	% YoY
Mảng xây dựng						
• Doanh thu	1.077	1.601	49%	1.86	3.133	68%
• Giá vốn	1.018	1.547	52%	1.76	3	70%
Mảng vận hành						
• Doanh thu	1.474	1.432	-3%	2.868	2.947	3%
• Giá vốn	1.386	1.347	-3%	2.693	2.769	3%
Mảng CNTT & DVKT						
• Doanh thu	472	849	80%	836	1.376	64%
• Giá vốn	386	801	107%	730	1.301	78%
Mảng hạ tầng cho thuê						
• Doanh thu	213	272	28%	411	502	22%
• Giá vốn	155	202	30%	300	369	23%

Phân tích từng mảng kinh doanh

• Mảng Xây dựng:

- Mảng xây dựng tiếp tục là động lực tăng trưởng doanh thu chính, đạt 3.133 tỷ đồng trong 6T2026 (+68% YoY), nâng tỷ trọng đóng góp lên 39% tổng doanh thu (từ 31% cùng kỳ 2025), chính thức vượt qua vận hành khai thác để trở thành mảng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của công ty.
- Tuy nhiên, chất lượng tăng trưởng đi kèm hai điểm cần lưu ý: (i) Giá vốn mảng này tăng nhanh hơn doanh thu (+70% so với +68%), khiến biên lợi nhuận gộp giảm từ 5,4% (6T/2025) xuống còn khoảng 4,2% (6T/2026), biên lợi nhuận thấp nhất trong 4 mảng kinh doanh của công ty; (ii) Chi phí dự phòng nợ phải thu của mảng tăng vọt 6,6 lần cùng kỳ, lên 36,5 tỷ đồng, đây là một rủi ro cần theo dõi sát khi công ty tiếp tục mở rộng quy mô mảng xây dựng, đặc biệt trong bối cảnh chủ đầu tư thường giữ lại 15-20% giá trị thanh toán cuối cùng đến khi quyết toán.

- **Mảng Vận hành khai thác (VHKT)** có thể đã bước vào giai đoạn bão hòa:

- Doanh thu 6T2026 chỉ tăng 3% YoY, đạt 2.947 tỷ đồng, và đáng chú ý riêng quý 2/2026 doanh thu mảng này suy giảm 3% YoY (1.432 tỷ đồng, từ 1.474 tỷ đồng cùng kỳ). Đây vẫn là mảng đóng góp doanh thu lớn thứ hai của CTR, nhưng tỷ trọng đã giảm rõ rệt xuống còn 37% tổng doanh thu 6T2026 (từ 48% cùng kỳ). Xu hướng bão hòa, thậm chí suy giảm nhẹ này cần được theo dõi sát vì ảnh hưởng trực tiếp đến tăng trưởng lợi nhuận chung của công ty.
- Về mặt hoạt động, trong kỳ công ty vẫn duy trì tốt chất lượng vận hành: triển khai dự án SOCq 2026 - lắp đặt hệ thống phòng máy cho các đơn vị quân sự tại 34 tỉnh/thành phố với 488 điểm trên toàn quốc; đồng thời duy trì 100% chỉ tiêu KPI vận hành khai thác và xử lý sự cố truyền dẫn cho các nhà mạng quốc tế Mytel (Myanmar), Metfone (Campuchia) và các TowerCo khác. Điều này cho thấy sự suy giảm doanh thu không đến từ chất lượng dịch vụ suy yếu, mà nhiều khả năng phản ánh việc mảng VHKT trong nước đã tới hạn về dư địa tăng trưởng doanh thu, trong khi các hợp đồng quốc tế/quân sự mới (như SOCq 2026) đóng vai trò duy trì quy mô hơn là tạo tăng trưởng đột phá.

- **Mảng Giải pháp CNTT tích hợp & Dịch vụ kỹ thuật** tiếp tục là mảng có đà bứt phá mạnh mẽ nhất.

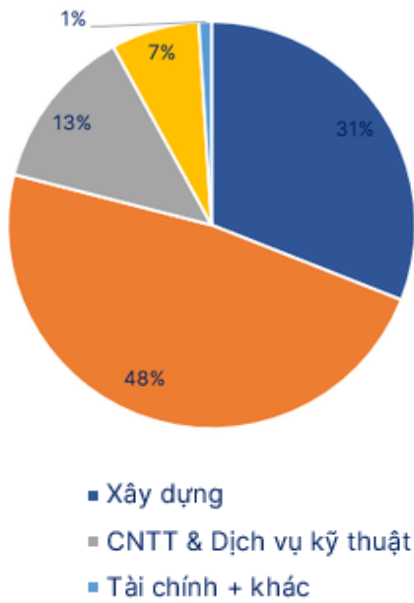
- Doanh thu 6T/2026 đạt 1.376 tỷ đồng (+64% YoY), được thúc đẩy chủ yếu bởi mảng năng lượng mặt trời áp mái. Riêng trong kỳ đã ký gần 2.000 hợp đồng mới, tương ứng công suất triển khai 35 MWp (+133% YoY). Bên cạnh đó, mảng ME&ICT ghi nhận giá trị hợp đồng ký mới lũy kế 6 tháng đạt 314 tỷ đồng (+32% YoY), với các hợp đồng lớn tại Bắc Ninh, Phú Thọ; mảng dịch vụ kỹ thuật cũng mở rộng độ phủ, triển khai cho 5.107 khách hàng doanh nghiệp và hộ gia đình trên toàn quốc (+31% YoY), tiêu biểu như hợp đồng bảo dưỡng hệ thống lọc nước tại Bà Nà Hills (Đà Nẵng).
- Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu ấn tượng đi kèm áp lực rõ rệt lên biên lợi nhuận: giá vốn mảng này tăng nhanh hơn nhiều so với doanh thu (+78% so với +64% trong 6 tháng), và riêng quý 2/2026 mức chênh lệch còn lớn hơn, giá vốn tăng tới 107% trong khi doanh thu chỉ tăng 80%. Điều này cho thấy biên lợi nhuận của mảng đang bị nén mạnh trong ngắn hạn, nhiều khả năng do chi phí đầu tư ban đầu (thiết bị, nhân công lắp đặt) cho các dự án năng lượng mặt trời mới ký chưa kịp chuyển hóa thành hiệu quả khai thác, đây là đặc điểm thường thấy ở giai đoạn mở rộng nhanh của mảng kinh doanh dựa trên lắp đặt/triển khai dự án.

- **Mảng Hạ tầng cho thuê (TowerCo)** tiếp tục ghi nhận tăng trưởng doanh thu giảm tốc rõ rệt, còn +22% YoY trong 6T2026 (502 tỷ đồng), so với mức +45% YoY cùng kỳ năm 2025, đưa tỷ trọng đóng góp của mảng này giảm còn 6% tổng doanh thu (từ 7%).

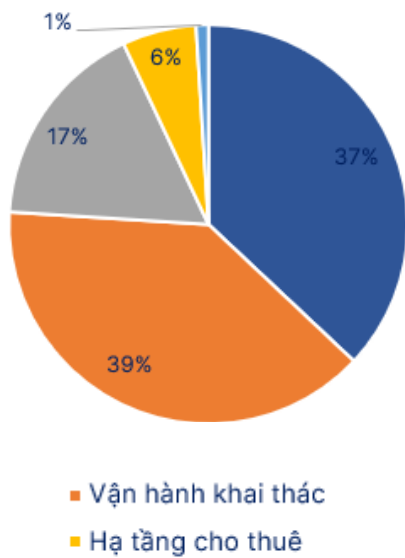
- Nguyên nhân chính đến từ việc số lượng trạm BTS giữ nguyên ở mức 12.000 trạm trong suốt 6 tháng đầu năm, không có trạm mới nào được bổ sung, dù công ty vẫn giữ vững vị thế TowerCo số 1 Việt Nam với 2,45 triệu m² DAS và 2.716 km truyền dẫn.
- Thay vào đó, động lực tăng trưởng của mảng này trong giai đoạn hiện tại đến từ việc nâng cao hiệu suất khai thác trên hạ tầng sẵn có: số trạm BTS dùng chung (từ 2 nhà mạng trở lên) tăng nhanh từ 437 trạm (cuối 2025) lên 573 trạm (cuối tháng 6/2026), tương đương +31% YTD. Riêng trong tháng 6 đã tăng thêm từ 526 lên 573 trạm, đưa tỷ lệ dùng chung lên 1,04 lần. Đây là chiến lược hợp lý về hiệu quả sử dụng vốn (tận dụng tối đa hạ tầng đã đầu tư thay vì mở rộng quy mô mới), nhưng đồng thời cũng là yếu tố giới hạn tốc độ tăng trưởng doanh thu dài hạn của mảng có biên lợi nhuận cao nhất trong cơ cấu kinh doanh của công ty, trừ khi công ty tái khởi động đầu tư mở rộng số lượng trạm mới trong các quý tới.

Chuyển dịch cơ cấu doanh thu (6T2025 → 6T2026)

Tỷ trọng doanh thu 6T2025



Tỷ trọng doanh thu 6T2026

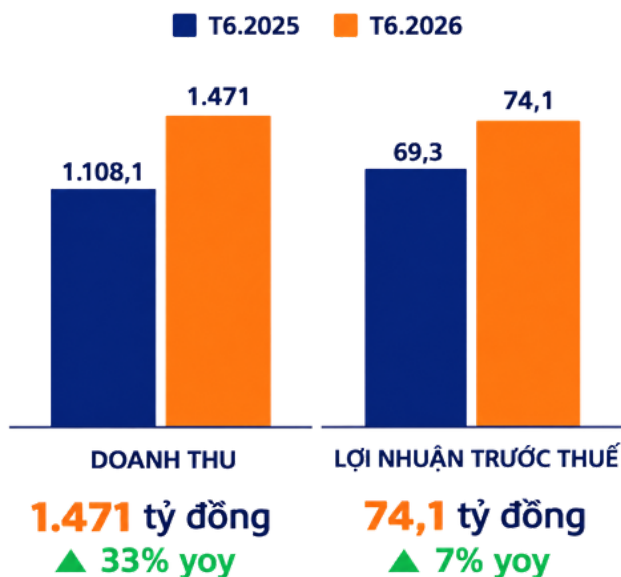


	Tỷ trọng 6T2025	Tỷ trọng 6T2026	Thay đổi
Xây dựng	31%	37%	+6 điểm %
Vận hành khai thác	48%	39%	-9 điểm %
CNTT & Dịch vụ kỹ thuật	13%	17%	+4 điểm %
Hạ tầng cho thuê	7%	6%	-1 điểm %
Tài chính + khác	1%	1%	-

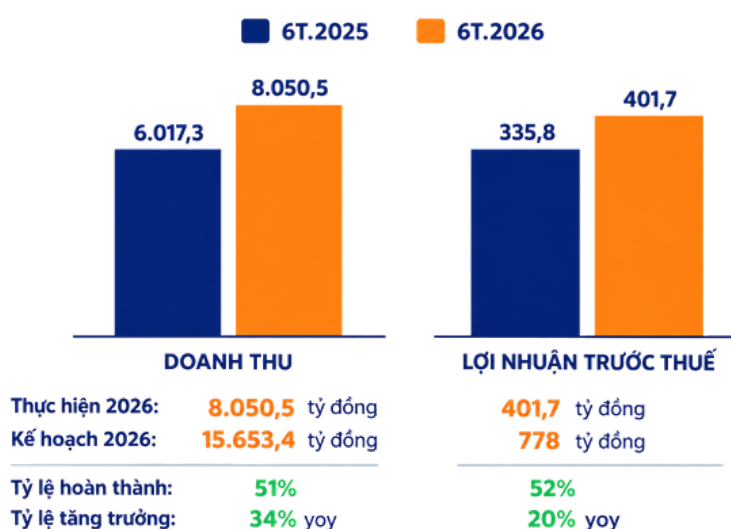
• **Mảng mới: Bất động sản nhà ở xã hội với thương hiệu Viettel Home**

- **CTR chính thức chuyển từ nhà thầu sang chủ đầu tư BĐS:** Tại ĐHĐCĐ 22/4/2026, CTR lần đầu công bố chiến lược tham gia lĩnh vực bất động sản dưới thương hiệu Viettel Home, tập trung vào nhà ở xã hội (NOXH) và nhà ở cho lực lượng vũ trang thay vì cạnh tranh trực tiếp ở phân khúc thương mại. Công ty đặt mục tiêu phát triển khoảng 50.000 căn NOXH đến năm 2030, tương đương khoảng 5% chương trình 1 triệu căn của Chính phủ. Đây là bước chuyển quan trọng trong mô hình kinh doanh, tận dụng lợi thế thương hiệu Viettel, năng lực xây dựng và hệ sinh thái sẵn có để tiến lên chuỗi giá trị cao hơn. Quy mô doanh thu có thể đạt >1.000 tỷ đồng/dự án, mở ra dư địa tăng trưởng đáng kể khi triển khai đồng thời nhiều dự án.
- **NOXH mở ra cơ hội cải thiện biên lợi nhuận nhưng đi kèm rủi ro thực thi:** Lợi nhuận định mức của dự án NOXH được quy định ở mức 10% tổng chi phí đầu tư, cao hơn đáng kể so với biên lợi nhuận bình quân chỉ khoảng 4–5% của CTR, qua đó tạo động lực kinh tế rõ ràng cho việc chuyển từ nhà thầu sang chủ đầu tư. Đồng thời, vai trò chủ đầu tư giúp CTR chủ động hơn về dòng tiền, hạn chế tình trạng bị chiếm dụng vốn và giữ lại thanh toán như các hợp đồng xây dựng B2B hiện tại. Tuy nhiên, đây cũng là lĩnh vực CTR chưa có nhiều kinh nghiệm, với các rủi ro chính nằm ở quỹ đất, pháp lý, tiến độ dự án, nhu cầu vốn và khả năng thu hồi tiền. Do đó, hiệu quả của chiến lược Viettel Home sẽ phụ thuộc lớn vào khả năng CTR lựa chọn dự án an toàn, kiểm soát dòng tiền và chuyển năng lực thi công hiện có thành năng lực phát triển BĐS thực sự.

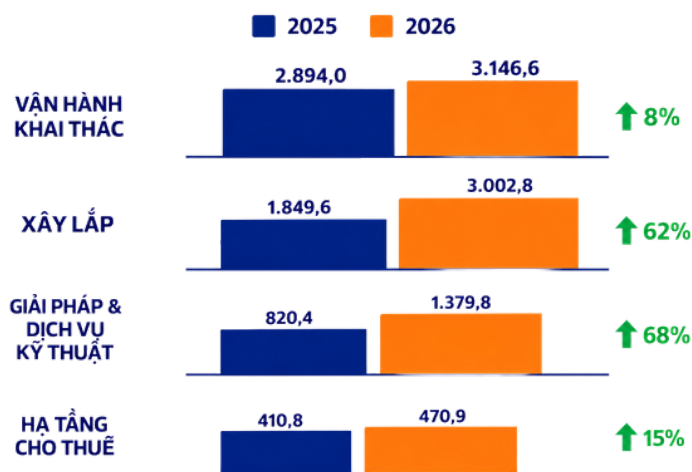
Kết quả kinh doanh T6.2026



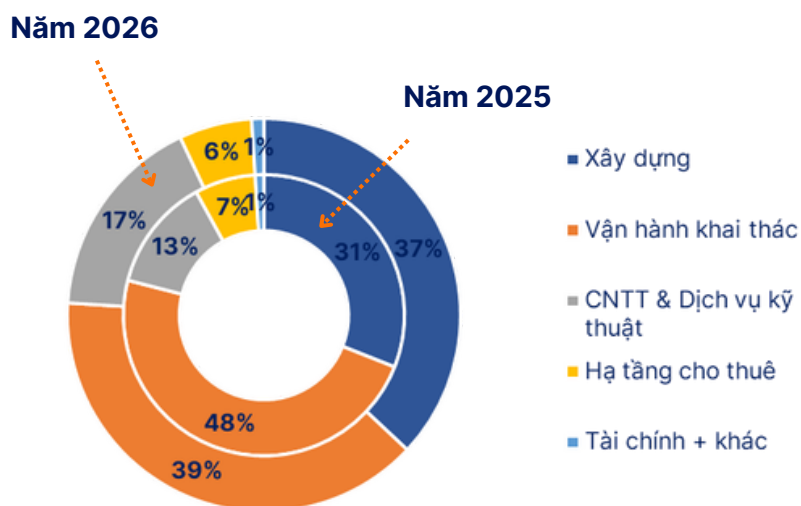
Kết quả kinh doanh lũy kế 6T.2026



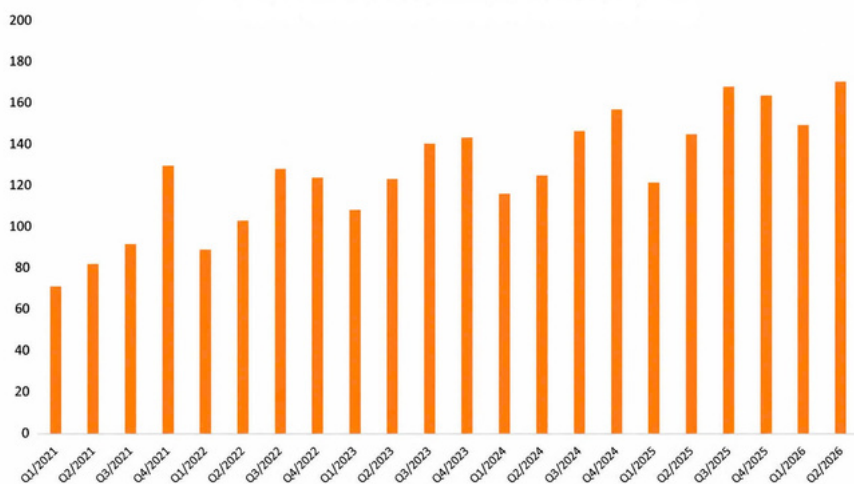
Doanh thu lũy kế năm 2026 theo các lĩnh vực kinh doanh



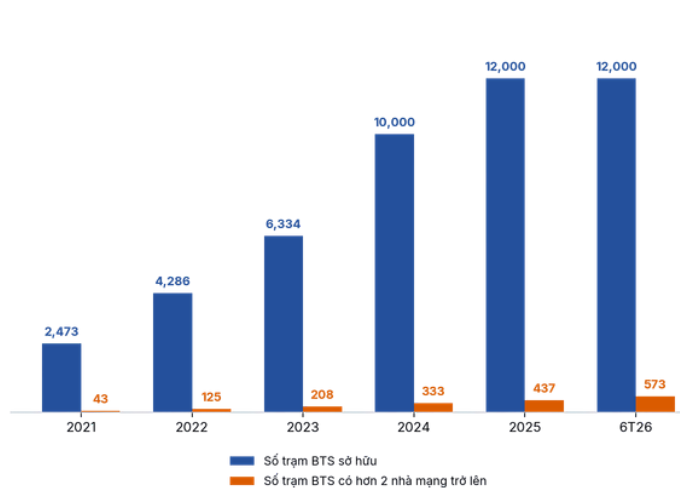
Tỷ trọng doanh thu



CTR lập kỷ lục LNST trong Quý II/2026 (tỷ đồng)



Số lượng trạm BTS sở hữu



II. KẾ HOẠCH KINH DOANH 2026 -2030

1. Kế hoạch kinh doanh năm 2026

Kế hoạch năm 2026 được xây dựng theo hướng thận trọng trong bối cảnh vĩ mô còn biến động, với mục tiêu ưu tiên mở rộng quy mô và đầu tư vào các lĩnh vực mới như năng lượng và bất động sản. Công ty định hướng chấp nhận áp lực ngắn hạn lên biên lợi nhuận để tạo nền tảng tăng trưởng dài hạn, đồng thời kỳ vọng có thể vượt kế hoạch nếu điều kiện thị trường thuận lợi.

2. Kế hoạch trung hạn giai đoạn 2026–2030

Trong giai đoạn 2026–2030, CTR đặt mục tiêu duy trì tăng trưởng ổn định với trọng tâm mở rộng sang các lĩnh vực mới, đặc biệt là năng lượng tái tạo, bất động sản và hạ tầng kỹ thuật. Đây được xem là giai đoạn chuyển dịch mô hình kinh doanh từ nền tảng viễn thông truyền thống sang hệ sinh thái hạ tầng đa ngành.

CÁC DỰ ÁN VÀ KẾ HOẠCH ĐẦU TƯ MỚI

1. Dự án điện gió Quảng Trị

CTR đang nghiên cứu đầu tư dự án điện gió tại Quảng Trị với quy mô ban đầu khoảng 50 MW và tiềm năng mở rộng lên khoảng 200 MW trong tương lai. Hiện tại dự án vẫn đang ở giai đoạn khảo sát và chưa phát sinh các hoạt động đầu tư đáng kể trong năm 2026.

2. Phát triển nhà ở xã hội (NOXH)

CTR đặt kế hoạch mở rộng mạnh mẽ mảng NOXH nhằm đa dạng hóa nguồn thu và tận dụng lợi thế hệ sinh thái Viettel. Mảng này có biên lợi nhuận ~ 10%, cao hơn nhiều mảng hiện hữu, nhưng hiệu quả đầu tư phụ thuộc lớn vào khả năng kiểm soát chi phí đầu vào. Đây là một trong những lĩnh vực mới có quy mô lớn và có thể tạo nguồn việc ổn định trong nhiều năm tới.

CÁC MẢNG HOẠT ĐỘNG CHÍNH

1. MẢNG VẬN HÀNH KHAI THÁC (O&M)

Mảng vận hành khai thác là hoạt động truyền thống của CTR và tiếp tục đóng vai trò nền tảng doanh thu ổn định. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của mảng này được dự báo sẽ chậm lại trong giai đoạn tới, chủ yếu phụ thuộc vào tốc độ mở rộng hạ tầng của Tập đoàn Viettel.

Tốc độ tăng trưởng của mảng vận hành khai thác được dự kiến duy trì ở mức khoảng 3–5%/năm. Bên cạnh thị trường trong nước, CTR cũng đang nghiên cứu khả năng mở rộng hoạt động sang các thị trường quốc tế như Dominica, Myanmar và Campuchia. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, đóng góp từ các thị trường nước ngoài được đánh giá là chưa đáng kể.

2. MẢNG XÂY DỰNG

Mảng xây dựng được đánh giá là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng nhất của CTR trong giai đoạn tới, đặc biệt trong lĩnh vực xây dựng dân dụng và hạ tầng.

Xây dựng hạ tầng viễn thông

Trong năm 2025, CTR đã triển khai hơn 6.000 trạm BTS mới cho Viettel trong tổng số 22.400 trạm 5G của toàn hệ thống. Hiện tại, mạng 5G của Viettel đã phủ sóng khoảng 90% dân số Việt Nam, tạo nền tảng quan trọng cho nhu cầu xây dựng hạ tầng viễn thông trong các năm tiếp theo.

Chỉ tiêu	Kế hoạch 2026 (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng YoY
Doanh thu	15.653	+12%
LNTT	776	+4,8%
LNST	622	+2,7%

Chỉ tiêu	Mục tiêu
Tăng trưởng doanh thu	12–15%/năm
Tăng trưởng LNTT	~12%/năm
Động lực tăng trưởng	Năng lượng, BĐS, hạ tầng

Chỉ tiêu	Giá trị
Tổng số căn dự kiến	~50.000 căn
Thời gian triển khai	Đến năm 2030
Quy mô mỗi dự án	>1.000 tỷ đồng

Xây dựng dân dụng – B2C

Mảng xây dựng dân dụng B2C được đánh giá là lĩnh vực có dư địa tăng trưởng lớn nhất nhờ thị trường rộng và phân mảnh. Giá trị trung bình của mỗi căn nhà hiện khoảng 1 tỷ đồng và được dự báo có thể tăng lên khoảng 2 tỷ đồng vào năm 2030. Hiện tại, tỷ lệ khách hàng lựa chọn dịch vụ xây nhà trọn gói mới chỉ khoảng 20%, cho thấy tiềm năng mở rộng còn rất lớn.

Chỉ tiêu	Giá trị
Giá trị trung bình/căn	~1 tỷ đồng
Giá trị trung bình/căn (2030F)	~2 tỷ đồng
Tỷ lệ xây trọn gói	~20%
Dư địa tăng trưởng	Rất lớn

CTR định hướng phát triển hệ sinh thái nhà ở trọn gói, bao gồm xây dựng, cơ điện, nhà thông minh và điện mặt trời, nhằm gia tăng giá trị dịch vụ và cải thiện biên lợi nhuận.

Xây dựng B2B

Trong lĩnh vực xây dựng B2B, CTR dự kiến tham gia các dự án lớn thuộc lĩnh vực đầu tư công, trong đó đáng chú ý là dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam. CTR tham gia theo hình thức liên danh cùng các đơn vị trong hệ sinh thái Viettel, với vai trò chính là thi công xây dựng và cung cấp thiết bị kỹ thuật.

3. MẢNG GIẢI PHÁP & DỊCH VỤ KỸ THUẬT

Hiện tại, CTR tập trung vào hai lĩnh vực chính là điện mặt trời áp mái và hệ thống cơ điện (M&E). Công ty đang giữ vị trí dẫn đầu thị trường EPC điện mặt trời áp mái tại Việt Nam với thị phần khoảng 50% và đặt mục tiêu nâng thị phần lên 70% trong các năm tới.

Một lợi thế quan trọng của CTR là quy mô nhập khẩu thiết bị lớn, giúp công ty có khả năng đàm phán giá tốt hơn so với các đối thủ. Trong bối cảnh chi phí thiết bị năng lượng tăng do Trung Quốc giảm trợ giá, CTR được đánh giá đang có cơ hội mở rộng thị phần nhanh chóng, kể cả khi phải chấp nhận giảm nhẹ biên lợi nhuận trong giai đoạn đầu.

4. MẢNG HẠ TẦNG VIỄN THÔNG

Mảng hạ tầng viễn thông tiếp tục là trụ cột ổn định của CTR, mặc dù tốc độ tăng trưởng đang có xu hướng chậm lại so với giai đoạn trước.

Ngoài ra, dự án cáp quang dọc cao tốc Bắc – Nam hiện đang tạm dừng do chủ đầu tư thay đổi quy hoạch. Tuy nhiên, chi phí phát sinh từ việc dừng dự án được đánh giá là không đáng kể đối với tình hình tài chính của Công ty.

Kế hoạch phát triển trạm

Năm	Số trạm dự kiến
2026	1.000 trạm
Các năm sau	500 trạm/năm
Hiện tại	30.000 trạm
Mục tiêu dài hạn	50.000 trạm

PHƯƠNG ÁN PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU ĐỂ TRẢ CỔ TỨC NĂM 2026

1. Tổng mức cổ tức năm 2026 tương ứng 27% VDL, bao gồm:

- Cổ tức bằng tiền mặt: tỷ lệ 15%
- Cổ tức bằng cổ phiếu: tỷ lệ 12%

2. Phương án phát hành cổ phiếu trả cổ tức

- Công ty dự kiến phát hành cổ phiếu để chi trả cổ tức cho cổ đông hiện hữu với các nội dung cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	Nội dung
Số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành	13.726.305 cổ phiếu
Tỷ lệ phát hành	12% (100:12)
Nguồn vốn phát hành	Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối theo BCTC năm 2025 đã được kiểm toán

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- SHS đánh giá 2026–2030 sẽ là giai đoạn chuyển dịch mô hình kinh doanh mang tính bước ngoặt của CTR, từ doanh nghiệp chủ yếu dựa trên hạ tầng viễn thông truyền thống (vận hành khai thác và hạ tầng cho thuê) sang mô hình hệ sinh thái hạ tầng đa ngành, với các trụ cột tăng trưởng mới gồm năng lượng tái tạo, bất động sản và xây dựng dân dụng – công nghiệp. Đây không chỉ là việc mở rộng ngành nghề mà còn là quá trình nâng cấp vai trò của CTR trong chuỗi giá trị, từ nhà thầu/vận hành sang chủ đầu tư và nhà cung cấp giải pháp hạ tầng toàn diện.
- Chúng tôi dự phóng CTR sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu 18% trong năm 2026 và tăng trưởng doanh thu kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2026-2030 sẽ đạt 12,63%. Trong đó, mức tăng trưởng CAGR doanh thu kép của các mảng hoạt động như sau:

CAGR 2026 - 2030	12.63%
Doanh thu xây dựng công trình	19.50%
Doanh thu dịch vụ vận hành khai thác và ứng cứu thông tin	3.00%
Doanh thu hợp đồng thương mại và giải pháp tích hợp	12.87%
Doanh thu kinh doanh hạ tầng cho thuê	20.00%
Doanh thu dịch vụ kỹ thuật	12.87%

Dự báo từng mảng kinh doanh

3.1. Mảng Xây dựng: tăng trưởng cao trong FY2026F nhờ backlog đã ký (3.125 tỷ đồng lũy kế 6T2026) và đã triển khai các dự án nhà ở xã hội/khu dân cư đang thi công, nhưng giảm tốc dần qua FY2027-2028F khi nền so sánh cao dần lên và thị trường xây dựng dân dụng khó duy trì tốc độ tăng trưởng đột biến +68% như 6T2026. Biên lợi nhuận gộp mảng này dự kiến tiếp tục ở mức thấp (khoảng 4-5%), trừ khi tỷ trọng doanh thu từ các dự án NOXH tự đầu tư (biên định mức 10%) đủ lớn để kéo biên lợi nhuận chung của mảng lên.

3.2. Mảng Vận hành khai thác: đã bước vào giai đoạn bão hòa mang tính cấu trúc (gắn với quy mô hoạt động nội bộ của Tập đoàn Viettel, không phải biến động chu kỳ ngắn hạn). Dự báo tốc độ tăng trưởng mảng này duy trì ở mức khoảng 3-5%/năm trong giai đoạn tới, phụ thuộc chủ yếu vào tốc độ mở rộng hạ tầng của Tập đoàn Viettel; đóng góp từ mở rộng quốc tế (khả năng nghiên cứu thị trường Dominica, ngoài Myanmar/Campuchia hiện tại) được đánh giá là chưa đáng kể trong ngắn hạn.

3.3. Mảng CNTT & Dịch vụ kỹ thuật (năng lượng mặt trời áp mái là chủ lực): tăng trưởng cao tiếp diễn trong FY2026F nhưng giảm tốc rõ rệt từ FY2027F trở đi, khi độ phủ thị trường đã đạt 45% số xã/phường toàn quốc và khoảng 50% thị phần EPC điện mặt trời áp mái (CTR đặt mục tiêu nâng thị phần lên 70% trong các năm tới), nghĩa là ang tiến gần trạng thái bão hòa của chính phân khúc hộ gia đình dù còn dư địa giành thêm thị phần từ đối thủ. Biên lợi nhuận dự kiến còn chịu áp lực trong ngắn hạn (CTR có thể phải chấp nhận giảm nhẹ biên lợi nhuận giai đoạn đầu để mở rộng thị phần khi giá thiết bị tăng), trước khi cải thiện dần khi tỷ trọng doanh thu bảo trì/vận hành (O&M) tăng dần so với doanh thu lắp đặt mới.

3.4. Mảng Hạ tầng cho thuê: mặc dù ĐHCĐ công bố kế hoạch phát triển trạm cụ thể cho cả năm 2026 (khoảng 1.000 trạm mới, sau đó khoảng 500 trạm/năm, hướng tới mục tiêu dài hạn 50.000 trạm), số liệu thực tế 6 tháng đầu năm 2026 cho thấy số trạm BTS vẫn giữ nguyên ở mức 12.000 trạm (không tăng so với cuối năm 2025). Điều này có nghĩa là nếu để kế hoạch phát triển 1.000 trạm mới trong năm 2026 hoàn thành, toàn bộ số trạm tăng thêm sẽ phải dồn vào riêng nửa cuối năm 2026. Đây là tốc độ triển khai nhanh hơn đáng kể so với 6 tháng đầu năm. Do đó, chúng tôi giữ nguyên giả định thận trọng ban đầu: mảng hạ tầng cho thuê nhiều khả năng chỉ bắt đầu tái tăng tốc rõ nét từ FY2027F trở đi, thay vì ngay trong FY2026F như kế hoạch của DN tại ĐHCĐ 2026.

3.5. Nhà ở xã hội (Viettel Home): đóng góp không đáng kể trong FY2026F vì vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu/ký các hợp đồng thí điểm quy mô nhỏ. Giả định bắt đầu ghi nhận doanh thu từ một số dự án đầu tiên hoàn thành/bàn giao trong FY2028F, với biên độ ước tính rất rộng do công ty chưa công bố tiến độ cụ thể của từng dự án. Chúng tôi đánh giá đây là biến số rủi ro và cơ hội mới trong toàn bộ mô hình dự báo dài hạn.

3.6. Điện gió Quảng Trị: dự án còn ở giai đoạn khảo sát, chưa phát sinh đầu tư đáng kể trong 2026, nên không đưa vào mô hình doanh thu/lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 trong báo cáo này. Tuy nhiên, đây là một catalyst tiềm năng bổ sung có thể tạo bất ngờ tăng trưởng tích cực từ 2028-2029, nếu dự án 50-200 MW được phê duyệt và triển khai đúng tiến độ.

Dự báo Doanh thu và Lợi nhuận giai đoạn 2026 - 2028

Đơn vị: tỷ đồng	2024	2025	2026E	2027F	2028F
Doanh thu thuần	12,610	13,940	16,454	18,495	20,891
Lợi nhuận gộp	885	982	1,234	1,572	1,741
LN trước thuế	672	746	863	1,184	1,311
LN sau thuế	539	600	690	947	1,049
EPS (đồng/cp)	4,705	5,242	5,389	5,318	5,887
Vốn góp (giả định)	1,144	1,144	1,281	1,781	1,781

Chi tiết dự báo Doanh thu các mảng hoạt động

Đơn vị: tỷ đồng	2024	2025	2026E	2027F	2028F
Doanh thu xây dựng công trình	4,075	4,763	6,192	7,430	8,917
- Doanh thu xây lắp viễn thông	629	820	985	1,181	1,418
- Doanh thu xây lắp B2C	1,800	2,000	2,600	3,120	3,744
- Doanh thu xây lắp B2B	1,646	1,943	2,608	3,129	3,755
Vận hành khai thác và ứng cứu thông tin	6,252	6,257	6,570	6,767	6,970
Thương mại và giải pháp tích hợp	1,455	1,905	2,476	2,847	3,274
Kinh doanh hạ tầng cho thuê	631	857	1,029	1,235	1,482
Dịch vụ kỹ thuật	199	156	187	216	248
Tổng doanh thu	12,612	13,938	16,454	18,495	20,891

Tổng hợp tất cả dự án và định hướng đầu tư

Nhóm ngành	Dự án / Định hướng	Trạng thái	Quy mô / Mục tiêu
Bất động sản	NOXH Viettel Home	Giai đoạn đầu, đã ký một số dự án thí điểm	50.000 căn đến 2030
	NOXH Eco Đắk Lắk	Đang triển khai	Chưa công bố chi tiết
	NOXH Ecohome Nhơn Bình (Gia Lai)	Đã ký hợp đồng	69 tỷ đồng
Năng lượng	Điện mặt trời áp mái	Đang mở rộng nhanh	35 MWp; thị phần mục tiêu 50% → 70%
	Điện gió Lệ Thủy 4 (Quảng Trị)	Đang khảo sát, đã ký hợp đồng đo gió	30 MW theo quy hoạch; đề xuất mở rộng lên 198 MW
	BEES – Lưu trữ năng lượng	Vừa được thông qua ngành nghề	Chưa công bố quy mô cụ thể
Xây dựng B2B	Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam	Nghiên cứu tham gia, chưa thực hiện đấu thầu	Dự án khoảng 67 tỷ USD
	Nhà máy Giấy Kraft Trung Kiên (Thái Nguyên)	Đã ký hợp đồng thi công	20.000 m ² ; 98.000 tấn/năm
	Aqua City	Đang thi công	406 tỷ đồng ký mới 6T2026
Xây dựng B2C	Nhà ở trọn gói Viettel Home	Đang mở rộng	21.000 khách hàng 6T2026
Hạ tầng viễn thông	Phát triển trạm BTS mới	Kế hoạch triển khai theo năm	1.000 trạm năm 2026; ~500 trạm/năm từ các năm sau
Đầu tư quốc tế	Dự án tại Cuba	Đang triển khai ổn định	Chưa công bố quy mô cụ thể
	Nghiên cứu thị trường Dominica	Giai đoạn nghiên cứu	Chưa xác định

IV. RỦI RO

- **Đòn bẩy tài chính tăng nhanh:** tổng nợ phải trả thực tế cuối Q2/2026 đạt 7.544 tỷ đồng, tăng hơn 23% so với đầu năm, phần lớn là nợ ngắn hạn; riêng vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn tăng gần 45%, lên khoảng 2.546 tỷ đồng. Nếu xu hướng vay nợ này tiếp diễn trong nửa cuối năm, chi phí tài chính và áp lực thanh khoản ngắn hạn có thể tăng đáng kể, ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng.
- **Tỷ lệ dùng chung trạm BTS không đạt kỳ vọng và tiến độ xây dựng trạm mới chậm:** mảng hạ tầng cho thuê phụ thuộc lớn vào khả năng nâng tỷ lệ dùng chung (nhiều nhà mạng trên một trạm) và tốc độ bổ sung trạm mới. Nếu công ty không tái khởi động đầu tư mở rộng số lượng trạm BTS (hiện đã đi ngang ở mức 12.000 trạm suốt 6 tháng đầu năm 2026), doanh thu và biên lợi nhuận của mảng có biên lợi nhuận cao nhất này có thể tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực.
- **Thương mại hóa 5G chậm trễ:** kế hoạch mở rộng hạ tầng của CTR (xây dựng, vận hành trạm BTS mới) gắn chặt với tiến độ triển khai thương mại 5G của Tập đoàn Viettel. Nếu quá trình thương mại hóa 5G bị chậm trễ so với kế hoạch, nhu cầu đầu tư hạ tầng mới có thể giảm, kéo theo rủi ro cho cả mảng xây dựng hạ tầng viễn thông lẫn mảng hạ tầng cho thuê.
- **Lạm phát chi phí đầu vào:** lạm phát làm tăng chi phí nguyên vật liệu, thiết bị và nhân công, ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận vốn đã mỏng của mảng xây dựng, đồng thời có thể làm tăng suất đầu tư cho mỗi trạm BTS mới, từ đó ảnh hưởng đến khả năng và tốc độ mở rộng hệ thống hạ tầng cho thuê.
- **Biên lợi nhuận thu hẹp do dịch chuyển cơ cấu doanh thu:** tỷ trọng doanh thu mảng xây dựng (biên lợi nhuận thấp) tăng nhanh hơn các mảng vận hành khai thác và hạ tầng cho thuê (biên lợi nhuận cao hơn) có thể tiếp tục kéo biên lợi nhuận gộp chung của công ty đi xuống nếu xu hướng này không được cân bằng lại.
- **Vận hành khai thác chứng lại/suy giảm:** cần theo dõi liệu mức giảm -3% YoY trong Q2/2026 (theo số liệu BCTC chính thức) là biến động tạm thời hay báo hiệu xu hướng bão hòa dài hạn của mảng đóng góp doanh thu lớn thứ hai của công ty.
- **Rủi ro nợ xấu, chủ yếu từ khách hàng B2B mảng xây lắp:** chi phí dự phòng nợ phải thu đã tăng 6,6 lần trong 6T2026, lên 36,5 tỷ đồng, chủ yếu liên quan các khách hàng doanh nghiệp (B2B) trong mảng xây dựng, do đặc thù các hợp đồng xây lắp thường bị chủ đầu tư giữ lại 15-20% giá trị thanh toán cuối cùng đến khi quyết toán, làm tăng rủi ro chiếm dụng vốn khi mảng này mở rộng nhanh.

PHỤ LỤC

Bảng cân đối kế toán (tỷ VND)	2025	2026E	2027F
Tài sản ngắn hạn	5,421	6,625	6,775
Tiền/tương đương tiền	887	1,705	1,625
Đầu tư ngắn hạn	854	1,618	1,618
Các khoản phải thu	2,937	2,714	2,565
Hàng tồn kho	610	425	792
Tài sản khác	134	164	174
Tài sản dài hạn	1,685	1,561	3,416
Tài sản cố định	191	134	573
Đầu tư dài hạn	-	-	-
TS dở dang dài hạn	252	80	1,432
TS dài hạn khác	20	11	35
Tổng tài sản	7,106	8,186	10,190
Nợ ngắn hạn	1,052	1,760	1,778
Phải trả người bán	608	437	789
Người mua trả tiền trước	413	1,203	539
Vay nợ ngắn hạn	1,052	1,760	1,778
Chi phí phải trả	1,032	940	1,306
Nợ dài hạn	588	518	1,119
Vay nợ dài hạn	573	503	1,104
Nợ dài hạn khác	15	16	16
Tổng nợ phải trả	5,241	6,118	7,593
Vốn chủ sở hữu	1,865	2,067	2,598
Vốn góp	1,865	2,067	2,598
Thặng dư vốn cổ phần	-	0	0
Lợi nhuận giữ lại	601	654	1,296
Tổng nợ và vốn CSH	7,106	8,186	10,190

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ VND)	2025	2026E	2027F
LCTT từ HĐ kinh doanh	1,140.6	1,455.3	703.4
LCTT từ HĐ đầu tư	(599.8)	(1,031.0)	(889.5)
LCTT từ HĐ tài chính	(474.0)	394.2	106.4
LCTT trong kỳ	66.9	818.5	(79.7)
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	818.5	887.0	1,705.0
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	885.4	1,705.5	1,625.3

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2025	2026E	2027F
Doanh thu	12,610	13,940	16,454
Giá vốn hàng bán	11,725	12,958	15,220
Lợi nhuận gộp	885	982	1,234
Chi phí BH & QLDN	169	248	494
Lợi nhuận hoạt động	675	727	863
Doanh thu tài chính	49	100	100
Chi phí tài chính	90	107	-
Lợi nhuận khác	-	3	19
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	672	746	863
Thuế TNDN	133	146	173
Lợi nhuận sau thuế	539	600	690
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
LNST của cty mẹ	539	600	690
% Biên LNST	4.27%	4.30%	4.20%
EPS (VND)	4,705	5,242	5,389

Các chỉ số tài chính (tỷ VND)	2025	2026E	2027F
Chỉ số định giá			
SLCP lưu hành (triệu cp)	114,4	128,1	178,1
Chỉ số sinh lời			
Biên LNG	7.02%	7.04%	7.50%
Biên LN từ HĐKD	6.04%	6.12%	5.11%
Biên LNST	4.27%	4.30%	4.20%
Doanh thu/TTS	3,54	2,75	3,55
ROE	21.60%	19.92%	18.25%
ROA	5.67%	7.03%	8.39%
Chỉ số cơ cấu vốn			
Hệ số nợ / Tổng tài sản	0.75	0.75	0.69
Hệ số nợ / VCSH	2.96	2.92	2.18
Vốn vay / VCSH	1.09	1.11	0.81
Tổng tài sản / VCSH	3.96	3.92	3.18

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có 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 có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 43 Lý Thường Kiệt, P. Cửa Nam,
Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Tòa nhà SHS,
Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 2, Tòa nhà SHB Đà Nẵng, số 06
Nguyễn Văn Linh, P. Hải Châu, TP Đà Nẵng.

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Email: contact-dn@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân,
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Email: contact-hcm@shs.com.vn



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

-  Website: shs.com.vn
-  Tel: 1900 63 8588
-  Email: hotrokhachhang@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn