

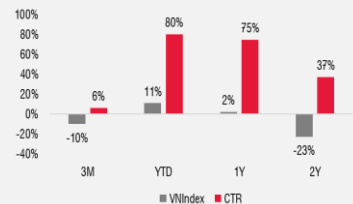
## Tổng Công ty Cổ phần Công trình Viettel (CTR: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 07/12/2023  
**Ngành:** CNTT  
**CVPT:** Bạch Chân Mẫn  
**Email:** [manbc@ssi.com.vn](mailto:manbc@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-28 3636 3688 ext. 3062

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **102.400 Đồng**  
**Giá CP ngày 06/12/2023:** 88.700 Đồng  
**% Tăng giá:** **+15,4%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 422  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 10.249  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 114  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 538.877  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 92/47,2  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 43,1  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 10,6  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

Thành lập năm 1995 tiền thân là Xí nghiệp xây lắp công trình, CTR chính thức đi vào hoạt động từ tháng 4/2017. Từ năm 2020, CTR mở rộng mô hình kinh doanh sang cho thuê hạ tầng viễn thông, đây là động lực tăng trưởng chính trong tương lai. CTR có 25 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây lắp/ vận hành khai thác hạ tầng viễn thông. Ngày 31/10/2017, CTR đã niêm yết trên sàn UPCOM trước khi chuyển sang sàn HOSE vào ngày 23/2/2022.

## Tăng cường vùng phủ sóng 3G/4G và thương mại hóa 5G sẽ thúc đẩy tăng trưởng của mảng vận hành khai thác và hạ tầng cho thuê trong năm 2024

**Luận điểm đầu tư:** Khi các hợp đồng xây dựng lớn được ký kết trong năm 2022 bắt đầu ghi nhận doanh thu, chúng tôi cho rằng mảng xây dựng sẽ là động lực tăng trưởng chính svck trong năm 2023 (theo chúng tôi ước tính mức tăng trưởng doanh thu mảng này là 45% svck và đóng góp 31%). Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng NPATMI thấp hơn svck cho năm 2024 (tăng 13,4% svck so với +17,2% svck trong năm 2023) do động lực tăng trưởng svck có thể sẽ đến từ mảng vận hành khai thác, giải pháp tích hợp và hạ tầng cho thuê. Mức tăng trưởng mảng xây dựng sẽ trở về mức bình thường. Hướng đến một cuộc đấu giá quyền sử dụng băng tần 2.500-2.600 MHz trong tháng 12/2023, Bộ Thông tin và Truyền thông đặt mục tiêu triển khai 5G trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng việc tăng cường vùng phủ sóng 3G/4G sau khi tiếp tục ngắt sóng 2G và triển khai 5G sẽ cần nhiều trạm phát sóng (BTS) hơn, điều này sẽ mang lại lợi ích cho mảng hạ tầng cho thuê của CTR trong năm 2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu của CTR với giá mục tiêu 12 tháng theo pp DCF là **102.400 đồng** (tương đương tiềm năng tăng giá là 15,4%).

**Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:** Theo Quy hoạch điện VIII đã được phê duyệt, Chính phủ có kế hoạch phát triển khoảng 2.600 MW công suất điện mặt trời áp mái tự sản tự tiêu vào năm 2030 (đối với hộ gia đình và người tiêu dùng doanh nghiệp). Theo đó, hiện Bộ Công Thương đang xây dựng cơ chế hỗ trợ nguồn điện này. Nếu cơ chế này được thông qua, mảng giải pháp tích hợp (giải pháp năng lượng mặt trời) của CTR sẽ được hưởng lợi (mảng này đóng góp 9%-12% lợi nhuận gộp của CTR).

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** Việc trì hoãn thương mại hóa 5G và/hoặc ngắt sóng 2G hoàn toàn (Bộ Thông tin và Truyền thông đặt mục tiêu vào tháng 9/2024) có thể ảnh hưởng kém tích cực đến việc xây dựng trạm BTS, triển vọng tăng trưởng của các mảng xây dựng viễn thông và vận hành khai thác cũng như khả năng cải thiện biên lợi nhuận. Chúng tôi lưu ý rằng mảng hạ tầng cho thuê của CTR (bao gồm cả BTS) có biên lợi nhuận cao nhất (biên lợi nhuận gộp trung bình là 32% trong giai đoạn 9T2023). Bất kỳ khoản chậm thanh toán nào từ khách hàng cũng có thể gây ra rủi ro, đặc biệt là mảng xây dựng B2B. Hơn nữa, chúng tôi lo ngại về giá trị hợp đồng của mảng xây dựng và giải pháp tích hợp được ký thấp hơn dự kiến.

### Bảng 1: Các chỉ tiêu tài chính (tỷ đồng)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	6.359	7.447	9.370	11.284	12.496	14.523
Lợi nhuận gộp	475	628	741	845	966	1.173
EBITDA	436	633	786	986	1.115	1.368
Lợi nhuận ròng	274	375	443	519	589	725
EPS (VND)	3.289	3.426	3.288	3.831	4.344	5.352
BVPS (VND)	14.779	14.116	14.204	17.036	20.380	24.731
DPS (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
ROA	8,7%	9,6%	8,9%	7,9%	7,8%	8,4%
ROE	28,4%	31,6%	30,2%	29,1%	27,5%	28,1%
Tỷ suất cổ tức	1,4%	1,1%	2,0%	1,1%	1,1%	1,1%
Ng/VCSH (x)	0,4	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3
P/E (x)	21,2	25,6	15,3	23,4	20,6	16,7
EV/EBITDA (x)	10,5	11,9	7,1	10,3	9,1	7,4

Nguồn: CTR, SSIRS

## Việt Nam đặt mục tiêu thương mại hóa 5G và ngắt sóng 2G hoàn toàn trong năm 2024, điều này sẽ có lợi cho mảng BTS của CTR

Nhằm thúc đẩy thương mại hóa mạng 5G, vào ngày 21/2/2023, Bộ Thông tin và truyền thông (BTTTT) đã phê duyệt kế hoạch đấu giá quyền sử dụng băng tần 2.300-2.400 MHz vào giữa năm 2023. Ban đầu gồm hai khối băng tần (Thông tư 18/2020/TT-BTTTT) nhưng được tăng lên ba khối (Thông tư 29/2021/TT-BTTTT). Tuy nhiên, phiên đấu giá không thành công do không có nhà mạng di động nào tham gia, trong đó có công ty mẹ của CTR là Tập đoàn Viettel (Viettel). Ngày 25/10/2023, Bộ TTTT ban hành Quyết định 2041/QĐ-BTTTT tiếp tục thực hiện một phiên đấu giá khác. Cụ thể, các bên tham gia có thể sẽ đấu thầu ở dải tần từ 2.500-2.600 MHz (quy hoạch tại Thông tư 18/2020/TT-BTTTT). Chúng tôi đánh giá khả năng phiên đấu giá này có khả năng thành công so với phiên trước do: 1) giá khởi điểm thấp hơn; 2) yêu cầu đặt cọc ít nghiêm ngặt hơn; và 3) các điều khoản thanh toán thuận lợi hơn.

**Bảng 1: Chi tiết 2 phương án đấu giá băng tần cho mạng 4G và 5G trong năm 2023**

Đấu giá	Băng tần 2.300-2.400 MHz	Băng tần 2.500-2.600 MHz
Thời gian triển khai	Tháng 5 và tháng 6 năm 2023	tháng 12/2023
Thế hệ mạng di động	4G/5G	4G/5G
Trạng thái	Đấu giá không thành công	Đã lên kế hoạch
Số khối băng tần	3	1
Khối băng tần	A1: 2.300-2.330 MHz A2: 2.330-2.360 MHz A3: 2.360-2.390 MHz	B1: 2.500-2.600 MHz
Thời gian sử dụng (năm)	15	15
Giá khởi điểm (tỷ đồng/khối)	5.799	3.984
Số tiền đặt trước (tỷ đồng)	580	200
Điều khoản thanh toán	100% trong vòng 4 tháng	50% trong vòng 3 tháng 25% trong vòng 30 tháng + lãi suất (nếu có)* 25% trong vòng 60 tháng + lãi suất (nếu có)*

*Nguồn: Bộ TTTT, Cục Tần số vô tuyến điện (ARFM), SSIRS. \*Lãi suất áp dụng là lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 5 năm gần nhất tính đến ngày Bộ TTTT chốt kết quả đấu thầu.*

Trong khuôn khổ “Chương trình Chuyển đổi số quốc gia đến năm 2025, định hướng đến năm 2030” (được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt năm 2020), Bộ TTTT đã tích cực xây dựng chính sách theo đuổi việc dừng công nghệ 2G để chuyển đổi mạng di động Việt Nam phủ sóng lên 3G/4G/5G. Cụ thể, theo Thông tư 43/2020/TT-BTTTT (có hiệu lực từ ngày 1/7/2021), Bộ TTTT ban hành yêu cầu sử dụng công nghệ Truy nhập vô tuyến mặt đất cải tiến (E-ULTRA, là loại dành cho 4G) trên tất cả điện thoại di động và các thiết bị vô tuyến khác. Ngoài ra, trong tháng 9/2022, Bộ TTTT đã ban hành Công văn số 4833/BTTTT-CVT về định hướng, triển khai lộ trình, kế hoạch, dự kiến tắt hẳn công nghệ 2G vào tháng 9/2024. Các nhà mạng di động phải có chính sách phù hợp để hỗ trợ khách hàng chuyển sang các công nghệ di động thế hệ tiên tiến hơn. Trên thực tế, một trong những nhà mạng di động là Tập đoàn VNPT đã tắt dần các trạm thu phát sóng 2G (BTS) trong năm 2021 và hỗ trợ các thuê bao chuyển đổi sang mạng 3G hoặc 4G. Viettel và MobiFone cũng đã triển khai các chương trình tương tự từ năm 2020. Theo Tạp chí Thông tin & Truyền thông, tính đến tháng 8/2023, Việt Nam có 23 triệu thuê bao di động 2G (chiếm khoảng 18% tổng số thuê bao di động đang hoạt động, theo ước tính của chúng tôi). Theo quan điểm của chúng tôi, có thể sẽ mất nhiều thời gian hơn dự kiến để Việt Nam ngừng hoàn toàn sóng 2G trong năm 2024. Tuy nhiên, khi xu hướng ngừng hoạt động công nghệ 2G vẫn tiếp diễn, chúng tôi cho

rằng điều này sẽ giúp ích cho các nhà khai thác mạng di động tại Việt Nam như Viettel, Mobifone và Tập đoàn VNPT, tối ưu hóa chi phí vận hành và dành tần số cho các công nghệ di động thế hệ tiên tiến hơn, với độ trễ thấp hơn và tốc độ cao hơn.

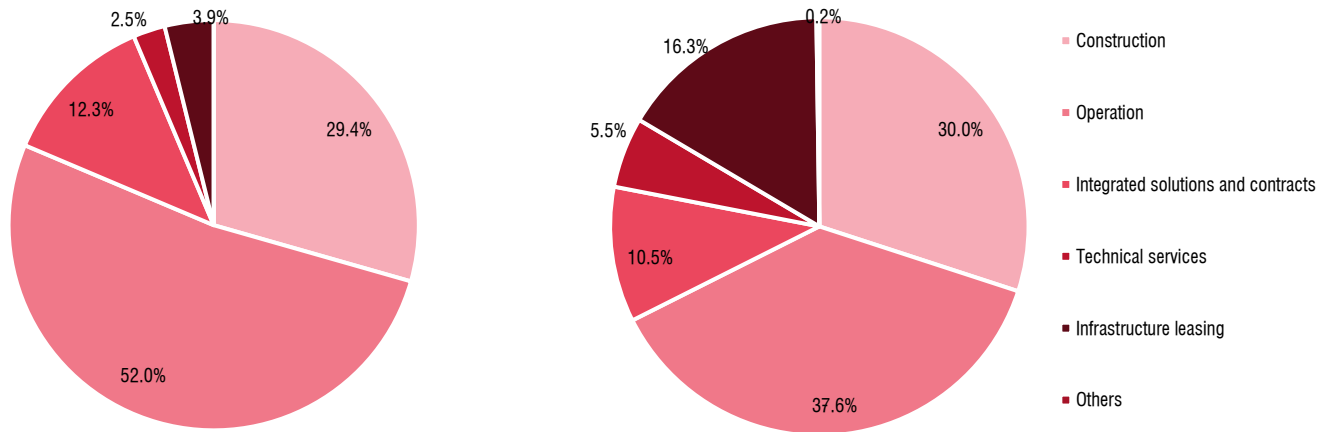
Chúng tôi kỳ vọng vùng phủ sóng 3G/4G cao hơn và thương mại hóa 5G trong năm 2024. Do đó, Việt Nam cần mật độ trạm BTS cao hơn để thích ứng với đặc tính bước sóng nhỏ hơn của các thiết bị điện tử. Theo CTR, công ty sở hữu thị phần cao nhất tại thị trường towerco Việt Nam với gần 5.944 trạm BTS (tính đến tháng 10/2023), tiếp theo là OCK Group Berhad (3.500 trạm BTS, tính đến cuối năm 2022). Chúng tôi cho rằng phân khúc BTS của CTR sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ triển vọng này so với các towercos khác, vì công ty mẹ của CTR là Viettel, nhà khai thác mạng di động lớn nhất tại Việt Nam (với 53,8% thị phần, theo Bộ TTTT, vào tháng 6/2023). Đối với Viettel, chương trình tắt sóng đã áp dụng sang cả 3G từ năm 2022. Chỉ sau 1 năm triển khai, Viettel đã tắt thành công 75% số trạm BTS 3G của công ty. Chúng tôi tin rằng Viettel sẽ dẫn đầu công nghệ 5G trong nước trong dài hạn và giúp CTR trở thành một trong những towercos đầu tiên được hưởng lợi từ thương mại hóa 5G. Trên thực tế, trong tháng 2/2023, Viettel và Qualcomm đã nghiên cứu và sản xuất thành công các phiên bản đầu tiên của Khối phân tán 5G (DU) và Khối thu phát vô tuyến trạm 5G (RU) sử dụng chipset X100 5G RAN và QRU100 5G RAN của Qualcomm (theo Qualcomm). Tại Triển lãm Đổi mới Quốc tế Việt Nam (VIIE) 2023, Viettel cũng lộ diện chip 5G DFE do chính họ thiết kế, đây là một trong những chip quan trọng nhất trong các thiết bị 5G.

### **Tóm tắt 9T2023: Doanh thu vận hành khai thác vẫn chiếm ưu thế, trong khi số trạm BTS mới và số trạm thuê chung tăng trưởng tích cực đã hỗ trợ mảng hạ tầng cho thuê**

**Bảng 2: Kết quả kinh doanh 9T2023**

Tỷ đồng	9T2023	9T2022	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận		
					9T2023	9T2022	2022
Doanh thu thuần	8.124	6.831	18,9%	79%			
Lợi nhuận gộp	611	523	16,9%		7,5%	7,7%	7,9%
Lợi nhuận hoạt động	459	398	15,4%		5,7%	5,8%	5,9%
EBIT	533	404	31,9%		6,6%	5,9%	6,2%
EBITDA	720	551	30,7%		8,9%	8,1%	8,4%
LNTT	467	401	16,5%	76%	5,7%	5,9%	5,9%
LNST	373	320	16,5%	77%	4,6%	4,7%	4,7%
NPATMI	373	320	16,5%		4,6%	4,7%	4,7%

*Nguồn: CTR, SSIRS*

**Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp 9T2023**

Nguồn: CTR, SSIRS. \*Hoạt động khác liên quan đến các điều chỉnh cho chi phí dự phòng hàng tồn kho của CTR trong cơ cấu lợi nhuận gộp

Lũy kế 9T2023, CTR đạt 8,1 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 18,9% svck) và LNST là 373 tỷ đồng (tăng 16,5% svck), hoàn thành 79% và 77% kế hoạch năm 2023 của ban lãnh đạo.

**Vận hành khai thác:** Với 4,2 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 16,1% svck), thu nhập này của CTR chủ yếu đến từ việc cung cấp dịch vụ vận hành và bảo trì cho hơn 35.000 trạm viễn thông và mạng cáp quang. Ngoài các hợp đồng với Viettel, Mytel, Metfone, CMC Telecom, Bộ Công an và MobiFone về mạng cáp quang và viễn thông, CTR còn vận hành các trạm thu phát tại Myanmar (cho MNTI, NTD, TIM và HYE) và Campuchia.

**Xây dựng:** Hoạt động xây dựng của CTR tạo ra 2,4 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 35,8% svck), chủ yếu được hỗ trợ từ việc thực hiện các thương vụ lớn như Louis City Villas (1 nghìn tỷ đồng), Aqua City Villas (700 tỷ đồng) và các thương vụ với Tập đoàn Đất Xanh (DXG: HOSE, 300 tỷ đồng). Chúng tôi lưu ý rằng B2B thường mang lại những hợp đồng có giá trị cũng như kỳ thu tiền bình quân lớn hơn B2C. Vì vậy, CTR nỗ lực duy trì cân bằng công việc giữa hai mảng xây dựng này để đạt được sự đa dạng hóa. Trong 9T2023, CTR đã ký 1.067 hợp đồng B2C trị giá gần 750 tỷ đồng và đạt 1,4 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng đối với B2B, tương ứng với mức giảm 25% svck giá trị hợp đồng đã ký (B2C và B2B). Theo CTR, sự sụt giảm này là do ảnh hưởng sự chậm lại của mảng bất động sản trong giai đoạn này. Tính đến tháng 10/2023, mảng này đã đạt tỷ lệ phủ công trình 94% (656/701 huyện) và 22% (2.345/10.609 xã) cấp huyện/xã. Trong tháng 10/2023, CTR công bố quyết định chấm dứt hoạt động của Viettel Construction Peru S.A.C. Theo CTR, trong năm 2022, công ty con này đã tạo ra 53 tỷ đồng doanh thu (chúng tôi ước tính công ty con này chỉ đóng góp 2% doanh thu cho mảng này và 0,6% tổng doanh thu CTR), theo đó, chúng tôi cho rằng sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến tăng trưởng dài hạn của CTR. Myanmar và Campuchia là hai thị trường quốc tế của CTR.

**Hạ tầng cho thuê** đạt mức tăng trưởng doanh thu 39,9% svck trong 9T2023. Mặc dù chỉ đóng góp 4% vào doanh thu CTR, mảng này chiếm 16% lợi nhuận gộp của công ty do có biên lợi nhuận gộp cao nhất (32% trong 9T2023) so với các mảng khác (từ 5%-16%). Trong 10 tháng đầu năm 2023, CTR đã xây dựng 1.658 trạm BTS mới và hoàn thành 66% mục tiêu xây dựng các trạm BTS vào năm 2023 của CTR là 2.500. Tính đến tháng 10 năm 2023, CTR sở hữu 5.944 trạm BTS (tăng 46% svck), trong đó 192 trạm là dùng chung (tăng 81% svck). Tỷ lệ thuê trạm vẫn ở mức 1,03. Chúng tôi lưu ý rằng CTR đã xây dựng 1.649 trạm trong 10T2022, điều này cho thấy công ty có thể sẽ duy trì số lượng trạm BTS mới trong năm 2023 tương đương năm 2022.

**Dịch vụ kỹ thuật:** CTR đã cung cấp dịch vụ sửa chữa và bảo trì thiết bị điện tử cho 101.200 khách hàng cá nhân và 4.200 khách hàng doanh nghiệp và chuỗi cửa hàng trong 9T2023. Theo CTR, doanh thu của mảng này thường bị ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ, và mùa hè thường là khoảng thời gian tạo doanh thu nhiều nhất.

**Giải pháp tích hợp:** Đối với dịch vụ lắp đặt điện mặt trời, CTR đã cung cấp dịch vụ cho 300 hộ gia đình, thực hiện 5 dự án điện mặt trời (tính đến tháng 9/2023) và ký hợp đồng 800 kWp trong tháng 10/2023 (CTR không tiết lộ doanh thu và giá trị hợp đồng liên quan đến các dự án này). Đối với M&E và ICT, giá trị hợp đồng ký đến tháng 10/2023 là 185 tỷ đồng (436 hợp đồng).

## Triển vọng lợi nhuận

Bảng 4: Ước tính lợi nhuận

Triệu đồng	2021	2022	2023F	2024F	Giá định
<b>Cơ cấu doanh thu</b>					
<b>(i) Xây dựng</b>	<b>1.888.692</b>	<b>2.410.400</b>	<b>3.498.080</b>	<b>3.693.522</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Xây dựng viễn thông</b> được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng xây dựng.               <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Chúng tôi giả định, phạm vi phủ sóng 3G/4G cao hơn và thương mại hóa 5G vào năm 2024. Theo CTR, trong giai đoạn 2021-2022, mức sụt giảm của mảng này chủ yếu là do nhu cầu cơ sở hạ tầng từ các nhà khai thác mạng di động trong những năm gần đây yếu hơn. Chúng tôi cho rằng điều này là do thị trường băng thông rộng Việt Nam đã bước vào giai đoạn bão hòa khi tỷ lệ sử dụng internet của cả nước đạt 79% (tính đến năm 2022). Con số này đã vượt qua tất cả các nhóm quốc gia khác (theo phân loại của Ngân hàng Thế giới) ngoại trừ nhóm thu nhập cao (90% tính đến năm 2021) dù Việt Nam là quốc gia có thu nhập thấp và trung bình.</li> </ul> </li> <li><b>Xây dựng dân dụng</b> sẽ tiếp tục chiếm ưu thế trong mảng xây dựng.               <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Trong 10T2023, giá trị của các hợp đồng B2B đạt 1,75 nghìn tỷ đồng (tương đương 88% kế hoạch năm 2023), trong đó Grand Mercure Hội An (21 tỷ đồng), Khách sạn Tràm Chim (65 tỷ đồng), xây dựng nhà xưởng cho CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC: HOSE, trên 74 tỷ đồng) và giai đoạn 3&amp;4 dự án Ivory Villas &amp; Resort (gần 87 tỷ đồng) là các dự án điển hình.</li> </ul> </li> <li>Tăng trưởng mảng <b>Vận hành khai thác</b> gắn liền với mức độ phủ sóng 3G/4G cao hơn và thương mại hóa 5G.</li> <li><b>Giải pháp tích hợp</b> sẽ được thúc đẩy chủ yếu bởi các giải pháp năng lượng mặt trời.</li> <li><b>BTS:</b> Chúng tôi giả định mức tăng trưởng 45% svck cho các trạm BTS trong năm 2023 và tăng trưởng 40% svck cho các trạm BTS trong năm 2024, được hưởng lợi từ việc mở rộng các công nghệ di động tiên tiến hơn.</li> <li>Đến tháng 10/2023, CTR chưa có kế hoạch mở rộng mảng phủ sóng tòa nhà -DAS.</li> </ul>
%svck	17,5%	27,6%	45,1%	5,6%	
<b>Xây dựng viễn thông</b>	<b>520.000</b>	<b>456.400</b>	<b>410.760</b>	<b>451.836</b>	
%svck	-46,1%	-12,2%	-10,0%	10,0%	
<b>Xây dựng dân dụng</b>	<b>1.368.692</b>	<b>1.954.000</b>	<b>3.087.320</b>	<b>3.241.686</b>	
%svck	112,9%	42,8%	58,0%	5,0%	
<b>(ii) Vận hành hạ tầng</b>	<b>4.113.889</b>	<b>4.894.443</b>	<b>5.506.248</b>	<b>6.056.873</b>	
%svck	22,1%	19,0%	12,5%	10,0%	
<b>(iii) Giải pháp và hợp đồng tích hợp</b>	<b>1.136.748</b>	<b>1.442.588</b>	<b>1.514.717</b>	<b>1.741.924</b>	
%svck	-13,2%	26,9%	5,0%	15,0%	
<b>(iv) Dịch vụ kỹ thuật</b>	<b>106.058</b>	<b>308.212</b>	<b>271.227</b>	<b>311.911</b>	
%svck	1177,0%	190,6%	-12,0%	15,0%	
<b>(v) Cho thuê hạ tầng viễn thông</b>	<b>201.501</b>	<b>314.242</b>	<b>495.086</b>	<b>691.366</b>	
%svck	208,8%	56,0%	57,5%	39,6%	
<b>(v.1) BTS</b>	<b>97.187</b>	<b>224.253</b>	<b>401.000</b>	<b>598.678</b>	
Số lượng BTS	2.421	4.286	6.198	8.698	
Số lượng tăng lên	1.406	1.865	1.912	2.500	
<b>(v.2) Phủ sóng tòa nhà- DAS</b>	<b>13.572</b>	<b>12.203</b>	<b>12.342</b>	<b>12.342</b>	
<b>(v.3) Cấp quang</b>	<b>38.782</b>	<b>42.046</b>	<b>45.111</b>	<b>43.530</b>	
<b>(v.4) Điện áp mái</b>	<b>41.605</b>	<b>35.739</b>	<b>36.633</b>	<b>36.816</b>	
<b>Tổng doanh thu thuần</b>	<b>7.446.888</b>	<b>9.369.844</b>	<b>11.283.653</b>	<b>12.495.596</b>	
%svck	17,1%	25,8%	20,4%	10,7%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>627.997</b>	<b>741.121</b>	<b>845.349</b>	<b>965.569</b>	
%Biên LN gộp	8,4%	7,9%	7,5%	7,7%	
Chi phí hoạt động và bán hàng	-160.528	-189.042	-201.106	-237.701	
<b>LNTT</b>	<b>471.573</b>	<b>554.882</b>	<b>649.062</b>	<b>735.910</b>	
%svck	36,6%	17,7%	17,0%	13,4%	
<b>NPATMI</b>	<b>375.253</b>	<b>442.896</b>	<b>519.215</b>	<b>588.689</b>	
%svck	36,9%	18,0%	17,2%	13,4%	
% Biên NPATMI	5,0%	4,7%	4,6%	4,7%	

Nguồn: SSIRS ước tính



## Tóm tắt định giá

**Bảng 5: Giá mục tiêu của CTR theo pp định giá DCF**

Triệu đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT (1-thuế suất)	590.834	647.234	782.979	926.477	1.017.050	1.086.259
Cộng: Khấu hao	247.868	305.934	389.132	377.287	364.094	341.103
Trừ: CAPEX	360.093	470.833	470.833	376.667	235.417	94.167
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	234.121	-124.127	160.391	99.751	-26.558	34.558
Dòng tiền thuần của doanh nghiệp	244.488	606.462	540.887	827.346	1.172.285	1.298.639
Giá trị cuối cùng						14.283.708
<b>Giá trị hiện tại</b>	<b>241.773</b>	<b>541.470</b>	<b>436.133</b>	<b>602.479</b>	<b>770.957</b>	<b>771.091</b>
<b>Giá thị cuối cùng tính về hiện tại</b>						<b>8.481.225</b>
Tổng giá trị doanh nghiệp	13.257.730					
Giá trị doanh nghiệp	11.707.925					
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>102.400</b>					

Nguồn: SSIRS

**Bảng 6: Tăng trưởng EPS và P/E**

	P/E (x)	Tăng trưởng EPS (%)
2023F	26,7	16,5%
2024F	23,6	13,4%

Nguồn: SSIRS

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu của CTR nhằm nắm bắt triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty. Phương pháp DCF của chúng có WACC là 10,7%, lãi suất phi rủi ro là 4,0%, ERP là 9,6% và tốc độ tăng trưởng cuối kỳ là 1,5%.

### Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Theo Quy hoạch điện VIII đã được phê duyệt, Chính phủ có kế hoạch phát triển khoảng 2.600 MW công suất điện mặt trời áp mái tự tiêu thụ vào năm 2030. Theo đó, hiện Bộ Công Thương đang xây dựng cơ chế hỗ trợ nguồn điện này. Nếu cơ chế này được thông qua, chúng tôi cho rằng mảng giải pháp tích hợp (giải pháp năng lượng mặt trời) của CTR sẽ được hưởng lợi.

### Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Việc trì hoãn thương mại hóa 5G và/hoặc ngắt sóng 2G hoàn toàn (Bộ Thông tin và Truyền thông đặt mục tiêu tắt hẳn vào tháng 9/2024) có thể ảnh hưởng kém tích cực đến việc xây dựng trạm BTS, doanh thu và lợi nhuận mảng hạ tầng cho thuê cũng như triển vọng tăng trưởng của các mảng xây dựng viễn thông và vận hành khai thác. Như đã đề cập ở trên, việc cải thiện biên lợi nhuận của CTR sẽ phụ thuộc phần lớn vào mảng hạ tầng cho thuê.
- Giá trị hợp đồng ở mảng xây dựng và giải pháp tích hợp thấp hơn dự kiến.

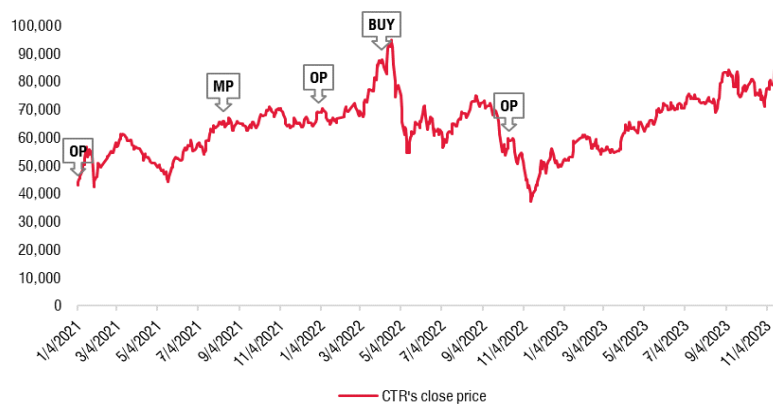
- Việc khách hàng chậm thanh toán, đặc biệt là hoạt động xây dựng B2B, có thể tạo ra tác động kém tích cực đến hiệu suất và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của CTR.

**Bảng 7: Bảng so sánh với các công ty cho thuê hạ tầng viễn thông**

	Vốn hóa (triệu USD)	2023F P/E	2024F P/E	Tăng trưởng EPS 2023	Tăng trưởng EPS 2024
<b>VIỆT NAM</b>					
Tổng Công ty Cổ phần Công trình Viettel	422	23,4	20,6	16,5	13,4
<b>Mỹ</b>					
Crown Castle Inc	41.929	28,9	33,2	-13,5	-13
SBA Communications Corp	23.738	43,4	37,1	20,1	16,9
American Tower Corp	85.970	45,9	37,7	5,3	21,7
<b>PHILIPPINES</b>					
PLDT Inc	4.787	8,7	8,4	-7,1	3,9
<b>MALAYSIA</b>					
Maxis Bhd	6.766	23,3	22,6	N/A	2,9
<b>Nhật Bản</b>					
COMSYS Holdings Corp	2.668	15	14,5	27,3	3,5
MIRAIT ONE corp	1.325	9,6	8,8	33,4	9,1
<b>Ý</b>					
Infrastrutture Wireless Italiane SpA	10.964	28,3	23,8	23,2	19,1
<b>INDONESIA</b>					
Sarana Menara Nusantara Tbk PT	3.095	13,9	12,9	-0,7	8,2
PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	3.009	31,2	29,2	-9,3	6,8
<b>Ấn Độ</b>					
Indus Towers Ltd	5.977	9,2	8,6	165,6	6,6
<b>Trung Quốc</b>					
China Tower Corp Ltd	17.806	13,2	11,5	11,3	14,3
China Communications Services Corp Ltd	2.883	5,8	5,3	8	8,6
<b>Bình quân</b>	<b>15.765</b>	<b>20,5</b>	<b>18,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,9</b>

Nguồn: Bloomberg, SSIRS

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	668	414	602	776
+ Đầu tư ngắn hạn	100	1.222	1.082	1.082
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.610	2.367	3.436	3.672
+ Hàng tồn kho	566	907	782	921
+ Tài sản ngắn hạn khác	69	85	68	75
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.013</b>	<b>4.994</b>	<b>5.970</b>	<b>6.526</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	461	373	267	167
+ Bất động sản đầu tư	364	563	780	1.045
+ Tài sản dài hạn dở dang	103	94	94	94
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	23	18	33	37
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>951</b>	<b>1.047</b>	<b>1.174</b>	<b>1.343</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.963</b>	<b>6.041</b>	<b>7.144</b>	<b>7.869</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.488	4.133	4.861	5.134
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>31</i>	<i>1.197</i>	<i>1.231</i>	<i>997</i>
+ Nợ dài hạn	163	283	334	404
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>150</i>	<i>269</i>	<i>319</i>	<i>387</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2.652</b>	<b>4.416</b>	<b>5.195</b>	<b>5.538</b>
+ Vốn góp	929	1.144	1.144	1.144
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	397	476	800	1.183
+ Quý khác	-15	4	5	5
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.312</b>	<b>1.625</b>	<b>1.949</b>	<b>2.331</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.963</b>	<b>6.041</b>	<b>7.144</b>	<b>7.869</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	588	72	578	925
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-484	-1.520	-360	-471
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	60	1.194	-30	-280
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>164</b>	<b>-254</b>	<b>188</b>	<b>174</b>
Tiền đầu kỳ	504	668	414	602
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>668</b>	<b>414</b>	<b>602</b>	<b>776</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,21	1,21	1,23	1,27
Hệ số thanh toán nhanh	0,96	0,97	1,05	1,08
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,31	0,4	0,35	0,36
Nợ ròng / EBITDA	-0,75	0,36	1,01	0,7
Khả năng thanh toán lãi vay	74,34	25,09	8,25	11,06
Ngày phải thu	84,5	77,5	93,9	103,8
Ngày phải trả	29,7	19,6	23,4	29,4
Ngày tồn kho	33,1	31,1	29,5	27
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,33	0,27	0,27	0,3
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,67	0,73	0,73	0,7
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,02	2,72	2,67	2,38
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,45	0,1	0,07	0,2
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,74	0,63	0,43

Nguồn: CTR, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.447</b>	<b>9.370</b>	<b>11.284</b>	<b>12.496</b>
Giá vốn hàng bán	-6.819	-8.629	-10.438	-11.530
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>628</b>	<b>741</b>	<b>845</b>	<b>966</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	13	27	95	82
Chi phí tài chính	-7	-24	-90	-74
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-161	-189	-201	-238
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>473</b>	<b>555</b>	<b>649</b>	<b>736</b>
Thu nhập khác	-1	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	472	555	649	736
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>375</b>	<b>443</b>	<b>519</b>	<b>589</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>375</b>	<b>443</b>	<b>519</b>	<b>589</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	3.426	3.288	3.831	4.344
Giá trị sổ sách (VND)	14.116	14.204	17.036	20.380
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000	1.000	1.000	1.000
EBIT	478	578	739	809
EBITDA	633	786	986	1.115
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	17,1%	25,8%	20,4%	10,7%
EBITDA	45,4%	24,1%	25,5%	13,0%
EBIT	38,5%	20,9%	27,8%	9,5%
Lợi nhuận ròng	36,9%	18,0%	17,2%	13,4%
Vốn chủ sở hữu	23,6%	23,9%	19,9%	19,6%
Vốn điều lệ	29,5%	23,1%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	2,2%	52,4%	18,3%	10,1%
<b>Định giá</b>				
PE	25,6	15,3	23,4	20,6
PB	6,2	3,5	5,3	4,4
Giá/Doanh thu	1,1	0,6	0,9	0,8
Tỷ suất cổ tức	1,1%	2,0%	1,1%	1,1%
EV/EBITDA	11,9	7,1	10,3	9,1
EV/Doanh thu	1	0,6	0,9	0,8
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,4%	7,9%	7,5%	7,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	6,3%	5,9%	5,7%	5,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,0%	4,7%	4,6%	4,7%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,2%	2,0%	1,8%	1,9%
ROE	31,6%	30,2%	29,1%	27,5%
ROA	9,6%	8,9%	7,9%	7,8%
ROIC	29,3%	20,1%	17,9%	17,9%



## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

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

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành CNTT

#### Bạch Chân Mẫn

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3062

#### Dữ liệu

##### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043