

## Thương mại hóa 5G mở cửa cho chu kỳ mới

Giá Mục tiêu

139.700 Đồng

TRUNG LẬP

Ngày báo cáo: 19/11/2024

Giá CP ngày 18/11/2024: 125.000 đồng

% Tăng giá: 11,8%

NGÀNH: CNTT

CVPT: Bạch Chấn Mãn

Email: manbc@ssi.com.vn

SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6738

## Chỉ tiêu cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng): 14.298

KLGDTB 3 tháng (CP): 499.204

Giá Cao/Thấp nhất 52W: 156,8/80,1

Tỷ lệ SHNN(%): 9,81%

Tỷ lệ sở hữu NN (%): 65,66%

## Biến động giá



3M YTD 1Y 2Y

VNIndex -4% 8% 8% 29%

CTR 1% 42% 48% 203%

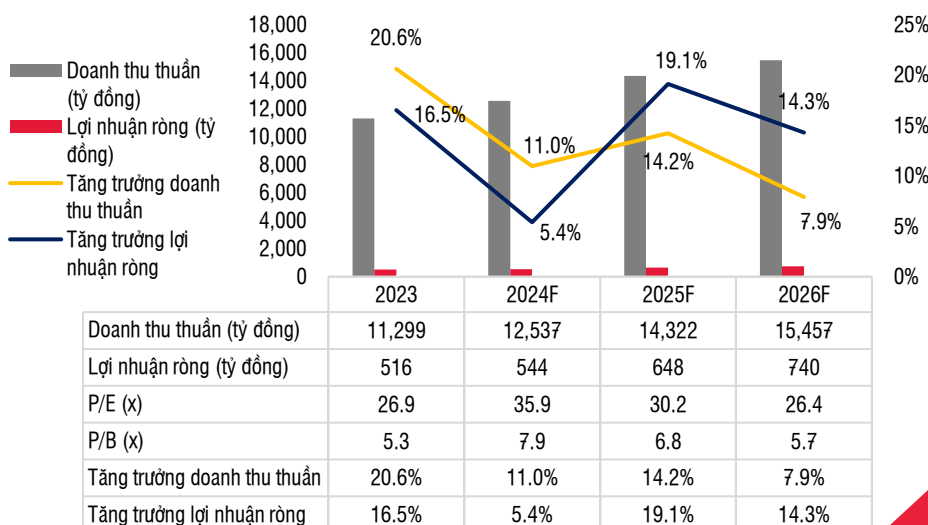
Nguồn: SSI Research

## 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.

➤ Chúng tôi gần như giữ nguyên ước tính lợi nhuận 2024-2025 do KQKD Q3/2024 phù hợp với kỳ vọng. Trong tháng 10, ngành viễn thông Việt Nam đánh dấu cột mốc quan trọng khi các nhà mạng chính thức ngừng hỗ trợ dịch vụ di động 2G Only, và Tập đoàn Viettel (Viettel) trở thành nhà mạng đầu tiên thương mại hóa 5G. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng mật độ trạm BTS cao trong dài hạn và sẽ hỗ trợ các TowerCo – bao gồm CTR với vị thế đầu ngành. Mặt khác, với việc cung cấp giải pháp năng lượng mặt trời, chúng tôi cho rằng mảng giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật của CTR cũng sẽ tăng trưởng tốt, phù hợp với chiến lược của quốc gia trong việc phát triển điện mặt trời áp mái tự sản tự tiêu, theo Quy hoạch điện (PDP) VIII và Nghị định số 135/2024/NĐ-CP.

➤ Với tiềm năng tăng giá là 11,8%, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CTR, với giá mục tiêu 12 tháng là **139.700 đồng/cổ phiếu**. Tăng trưởng LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (NPATMI) kỳ vọng đạt 5% svck trong năm 2024, và lần lượt đạt 14% và 19% svck trong năm 2025 và 2026. Mặc dù định giá kém hấp dẫn, CTR có triển vọng khá tốt, nhờ vào tăng trưởng hợp đồng ký mới trong mảng xây dựng và trạm BTS mới. Do đó, chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu trong giai đoạn giá cổ phiếu giảm cho mục tiêu đầu tư dài hạn.



Nguồn: CTR, SSI Research

Visit SSI Research on Bloomberg at RESP SSIV &lt;GO&gt;

SSI Research Web Portal: <https://www.ssi.com.vn/khach-hang-ca-nhan/bao-cao-cong-ty>

## Nhìn lại 9T24: Lợi nhuận phù hợp với kỳ vọng, mặc dù doanh thu từ mảng xây dựng và biên lợi nhuận thấp hơn dự kiến

**Bảng 1: KQKD sơ bộ Q3/2024**

Tỷ đồng	3Q24	3Q23	YoY	Biên lợi nhuận		
				3Q24	3Q23	2023
Doanh thu thuần	3.476	3.083	12,7%			
Lợi nhuận gộp	221	232	-5,0%	6,4%	7,5%	7,9%
Lợi nhuận hoạt động	181	175	3,2%	5,2%	5,7%	5,6%
EBIT	194	198	-2,4%	5,6%	6,4%	6,5%
EBITDA	259	262	-1,2%	7,4%	8,5%	8,7%
LNTT	178	176	1,4%	5,1%	5,7%	5,7%
LNST	146	141	4,0%	4,2%	4,6%	4,6%
NPATMI	146	141	4,0%	4,2%	4,6%	4,6%

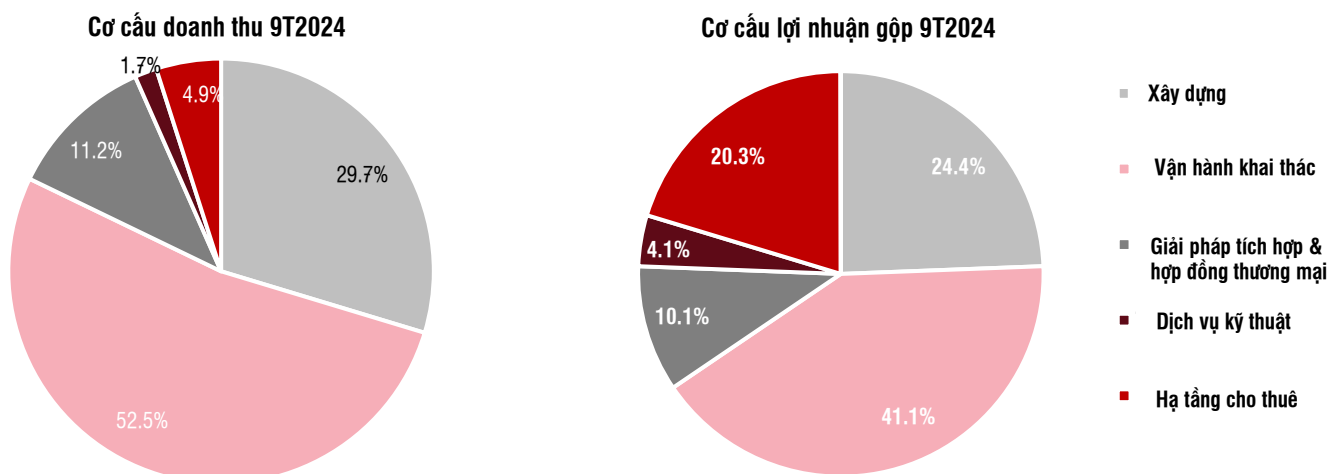
Nguồn: CTR, SSI Research

**Bảng 3: KQKD 9T2024**

Tỷ đồng	9T2024	9T2023	YoY	%hoàn thành kế hoạch năm
Doanh thu thuần	9.108	8.124	12,1%	72%
Lợi nhuận gộp	632	611	3,3%	
Lợi nhuận hoạt động	494	459	7,6%	
EBIT	530	533	-0,7%	
EBITDA	750	720	4,1%	
LNTT	484	467	3,7%	72%
LNST	388	373	3,8%	73%
NPATMI	388	373	3,8%	

Nguồn: CTR, SSI Research

**Biểu đồ 4: Doanh thu và lợi nhuận gộp trong 9T2024**



Nguồn: CTR, SSI Research \* Những phần khác liên quan đến điều chỉnh chi phí dự phòng hàng tồn kho của CTR trong cơ cấu lợi nhuận gộp

CTR ghi nhận doanh thu và LNST Q3/2024 lần lượt đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (+13% svck) và 146 tỷ đồng (+4% svck), phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, nhờ chi phí G&A thấp hơn dự kiến (mặc dù lợi nhuận từ mảng xây dựng và biên lợi nhuận gộp tổng thể thấp hơn dự kiến):

- **Biên lợi nhuận gộp Q3/2024 đạt 6,4% (so với 8% theo ước tính của chúng tôi)**, chủ yếu do doanh thu mảng vận hành khai thác cao hơn dự kiến (biên lợi nhuận tương đối thấp) và doanh thu mảng dịch vụ kỹ thuật thấp hơn dự kiến (biên lợi nhuận tương đối cao).
- **Doanh thu mảng xây dựng** gần như không đổi svck (thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi) mặc dù giá trị hợp đồng ký mới mảng xây dựng dân dụng tăng khá tốt. Theo đó, lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu mảng xây dựng chỉ tăng 13% svck. Chúng tôi lưu ý giá trị hợp đồng xây dựng dân dụng trong 10 tháng đầu năm 2024 đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (+56% svck). Chúng tôi cho rằng giá trị hợp đồng tăng mạnh sẽ hỗ trợ doanh thu mảng xây dựng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025.
- **Hạ tầng cho thuê** vẫn là mảng có tăng trưởng doanh thu Q3/2024 tốt nhất (+52% svck) (phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi). Tính đến cuối tháng 10 năm 2024, CTR sở hữu 9.024 trạm BTS (+52% svck), trong đó 311 trạm có hơn hai nhà mạng trở lên thuê (+62% svck) (tỷ lệ dùng chung vẫn ổn định ở mức 1,03). Theo đó, chúng tôi nhận thấy tiến độ xây dựng trạm BTS có phần chậm so với dự kiến trong tháng 10 vừa qua.
- **Doanh thu mảng vận hành khai thác** tăng 20% svck trong quý (cao hơn một chút so với kỳ vọng), chủ yếu do đóng góp doanh thu cao hơn từ thị trường nước ngoài.
- **Giải pháp tích hợp & hợp đồng thương mại và dịch vụ kỹ thuật:** Các mảng này ghi nhận doanh thu đạt 486 tỷ đồng (+11% svck) trong quý (thấp hơn một chút so với dự kiến), được hỗ trợ nhờ giải pháp năng lượng mặt trời, M&E, và ICT.

## Cập nhật về việc triển khai 5G: Yếu tố hỗ trợ dài hạn cho mảng hạ tầng cho thuê

Vào ngày 15/10/2024, trùng với thời hạn ngừng hỗ trợ các thuê bao di động 2G Only, Viettel đã trở thành nhà cung cấp mạng di động đầu tiên thương mại hóa mạng 5G tại Việt Nam. Tại thời điểm khai trương, mạng 5G Viettel có hơn 6.500 trạm BTS, phủ sóng trên khắp tất cả tỉnh và thành phố. Chúng tôi cho rằng Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam (VNPT) và MobiFone, 2 nhà cung cấp mạng di động khác hiện cũng đang có quyền sử dụng băng tần 5G, cũng sẽ triển khai thương mại hóa công nghệ di động tiên tiến này, sau Viettel. Cụ thể, VNPT đã thí điểm chương trình trải nghiệm 5G miễn phí từ giữa tháng 10 đến tháng 11, đặt kế hoạch hoàn thành cam kết với Bộ Thông tin và Truyền thông (MIC) về việc lắp đặt ít nhất 3.000 trạm BTS 5G đến hết năm nay. Tương tự, MobiFone cũng đã cung cấp chương trình trải nghiệm 5G miễn phí từ tháng 11.

Với triển vọng như vậy, Việt Nam sẽ cần mật độ trạm BTS cao hơn để đáp ứng những công nghệ di động tiên tiến hơn. Là TowerCo có thị phần số 1 Việt Nam và là công ty con của Viettel, CTR sẽ được hưởng lợi từ việc xây thêm các trạm BTS trong dài hạn. Chúng tôi lưu ý rằng đây là một lĩnh vực của mảng hạ tầng cho thuê. Chúng tôi ước tính CTR sẽ xây mới 3.000 trạm BTS trong năm 2024 (giảm từ ước tính trước đó là 3.500 trạm do tiến độ xây dựng trạm BTS chậm lại trong tháng 10/2024) và giữ nguyên giả định trong năm 2025 với 4.500 trạm BTS. Do doanh thu mảng hạ tầng cho thuê chỉ chiếm khoảng 5% tổng doanh thu của CTR, chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh giảm ước tính năm 2024 này sẽ không có tác động đáng kể đến ước tính lợi nhuận chung của CTR.

## Nghị định về điện mặt trời áp mái tự sản tự tiêu sẽ hỗ trợ mảng giải pháp năng lượng mặt trời của CTR

Vào ngày 22/10/2024, chính phủ Việt Nam đã ban hành Nghị định số 135/2024/NĐ-CP (xem thêm tại **Phụ lục 2**) về quy định cơ chế và chính sách khuyến khích phát triển điện mặt trời áp mái tự sản tự tiêu. Theo đó, Nghị định sẽ được áp dụng cho các tòa nhà/công trình xây dựng khác nhau, bao gồm hộ gia đình/nhà ở, cơ quan công sở, khu công nghiệp, cụm công nghiệp, khu chế xuất, khu công nghệ cao, khu kinh tế và cơ sở sản xuất/kinh doanh.

Là nhà cung cấp giải pháp năng lượng mặt trời uy tín, từ năm 2019, CTR đã vận hành 300 MWp hệ thống điện mặt trời trên toàn quốc cũng như xây dựng hơn 10.000 dự án điện mặt trời. Tính đến tháng 9 năm 2024, có hơn 103.000 dự án điện mặt trời áp mái trên khắp Việt Nam (hơn 9.500 MW công suất lắp đặt), dự kiến sẽ tăng thêm khoảng 2.600 MW (không bao gồm các dự án được phát triển với công suất không giới hạn) vào năm 2030, được sử dụng bởi ít nhất 50% hộ gia đình và 50% tòa văn phòng (theo PDP VIII). Với triển vọng như vậy, chúng tôi kỳ vọng CTR sẽ có khả năng nhận được nhiều hợp đồng giải pháp năng lượng mặt trời hơn từ khách hàng, từ đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu dài hạn cho mảng giải pháp năng lượng mặt trời của CTR.

## Triển vọng lợi nhuận

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận

Triệu đồng	2023	2024F	2025F	Giá định
<b>Cơ cấu doanh thu</b>				
<b>(i) Xây dựng</b>	<b>3.537.653</b>	<b>4.027.193</b>	<b>5.016.483</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Xây dựng dân dụng</b> vẫn sẽ là một trong những động lực tăng trưởng chính của mảng xây dựng, nhờ đà tăng mạnh của giá trị hợp đồng ký mới. Đối với năm 2024, chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính doanh thu mảng xây dựng dân dụng xuống 17%, do KQKD Q3/2024 thấp hơn dự kiến. Điều này cho thấy tăng trưởng doanh thu năm 2025 sẽ tốt do giá trị hợp đồng ký mới tăng trưởng tốt trong thời gian gần đây (như đã đề cập ở trên).</li> </ul>
%svck	46,8%	13,8%	24,6%	
<b>Xây dựng viễn thông</b>	<b>494.653</b>	<b>436.650</b>	<b>458.483</b>	
%svck	5,6%	-11,7%	5,0%	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Xây dựng viễn thông</b> dự kiến sẽ có mức tăng trưởng hạn chế do ngành viễn thông Việt Nam đã đạt đến giai đoạn bão hòa.</li> </ul>
<b>Xây dựng dân dụng</b>	<b>3.043.000</b>	<b>3.590.543</b>	<b>4.558.000</b>	
%svck	56,7%	18,0%	26,9%	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Hạ tầng cho thuê:</b> Như đã đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng CTR sẽ xây thêm khoảng 3.000 – 4.500 trạm BTS trong năm 2024-2025.</li> </ul>
<b>(ii) Vận hành khai thác</b>	<b>5.531.854</b>	<b>6.190.144</b>	<b>6.499.651</b>	
%svck	13,0%	11,9%	5,0%	
<b>(iii) Giải pháp tích hợp &amp; hợp đồng thương mại và dịch vụ kỹ thuật</b>	<b>1.793.997</b>	<b>1.700.077</b>	<b>1.870.084</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giải pháp tích hợp &amp; hợp đồng thương mại và dịch vụ kỹ thuật</b> sẽ hưởng lợi nhờ nằm trong cùng một hệ sinh thái hoàn chỉnh với mảng xây dựng dân dụng cũng như có thể hưởng lợi nhờ triển vọng từ mảng giải pháp năng lượng mặt trời (hiện chiếm hơn 20% doanh thu, theo ước tính của chúng tôi).</li> </ul>
%svck	2,5%	-5,2%	10,0%	
<b>(iv) Hạ tầng cho thuê</b>	<b>435.448</b>	<b>619.636</b>	<b>935.361</b>	
%svck	38,6%	42,3%	51,0%	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giải pháp tích hợp &amp; hợp đồng thương mại và dịch vụ kỹ thuật</b> sẽ hưởng lợi nhờ nằm trong cùng một hệ sinh thái hoàn chỉnh với mảng xây dựng dân dụng cũng như có thể hưởng lợi nhờ triển vọng từ mảng giải pháp năng lượng mặt trời (hiện chiếm hơn 20% doanh thu, theo ước tính của chúng tôi).</li> </ul>
<b>(iv.1) BTS</b>	<b>343.624</b>	<b>522.920</b>	<b>835.098</b>	
Số lượng BTS	6.436	9.436	13.936	
Số lượng tăng lên	2.150	3.000	4.500	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giải pháp tích hợp &amp; hợp đồng thương mại và dịch vụ kỹ thuật</b> sẽ hưởng lợi nhờ nằm trong cùng một hệ sinh thái hoàn chỉnh với mảng xây dựng dân dụng cũng như có thể hưởng lợi nhờ triển vọng từ mảng giải pháp năng lượng mặt trời (hiện chiếm hơn 20% doanh thu, theo ước tính của chúng tôi).</li> </ul>
<b>(iv.2) Phủ sóng tòa nhà - DAS</b>	<b>17.035</b>	<b>19.456</b>	<b>21.878</b>	
<b>(iv.3) Cáp quang</b>	<b>38.051</b>	<b>38.237</b>	<b>39.142</b>	
<b>(iv.4) Điện mặt trời áp mái</b>	<b>36.738</b>	<b>39.022</b>	<b>39.244</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Biên lợi nhuận gộp</b> cải thiện: Nhờ tỷ trọng đóng góp cao hơn của <b>mảng hạ tầng cho thuê</b> (chiếm 7% doanh thu năm 2025 từ 5% trong năm 2023)</li> </ul>
<b>Tổng doanh thu thuần</b>	<b>11.298.951</b>	<b>12.537.050</b>	<b>14.321.580</b>	
%svck	20,6%	11,0%	14,2%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>892.027</b>	<b>908.316</b>	<b>1.101.489</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng NPATMI năm 2025 sẽ đạt 19% svck, chủ yếu nhờ các mảng <b>xây dựng, hạ tầng cho thuê và giải pháp tích hợp &amp; dịch vụ kỹ thuật.</b></li> </ul>
%Biên lợi nhuận gộp	7,9%	7,2%	7,7%	
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-248.928	-177.174	-215.282	
<b>LNTT</b>	<b>644.812</b>	<b>679.779</b>	<b>809.715</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng NPATMI năm 2025 sẽ đạt 19% svck, chủ yếu nhờ các mảng <b>xây dựng, hạ tầng cho thuê và giải pháp tích hợp &amp; dịch vụ kỹ thuật.</b></li> </ul>
%svck	16,2%	5,4%	19,1%	
<b>NPATMI</b>	<b>515.878</b>	<b>543.823</b>	<b>647.772</b>	
%svck	16,5%	5,4%	19,1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng NPATMI năm 2025 sẽ đạt 19% svck, chủ yếu nhờ các mảng <b>xây dựng, hạ tầng cho thuê và giải pháp tích hợp &amp; dịch vụ kỹ thuật.</b></li> </ul>
% Biên NPATMI	4,6%	4,3%	4,5%	

Nguồn: CTR, SSI Reserch

## Tóm tắt định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để phản ánh triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty, với giả định NPATMI năm 2024-2025 gần như không đổi. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu CTR theo phương pháp DCF là **139.700 đồng/cổ phiếu**. Với tiềm năng tăng giá là 11,8%, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CTR.

Mức giá mục tiêu của chúng tôi tương đương P/E mục tiêu năm 2025 và năm 2026 lần lượt đạt 32,6x và 28,5x, chúng tôi cho rằng điều này là hợp lý dựa trên tăng trưởng EPS năm 2025 và 2026 lần lượt là 14% và 19% (so với P/E towerco toàn cầu ở mức 16,5x trong năm 2025 và 17,4x trong năm 2026 với tăng trưởng EPS đạt 8%-9% cùng kỳ). CTR hiện đang giao dịch với P/E năm 2025 và 2026 lần lượt là 30,2x và 26,4x.

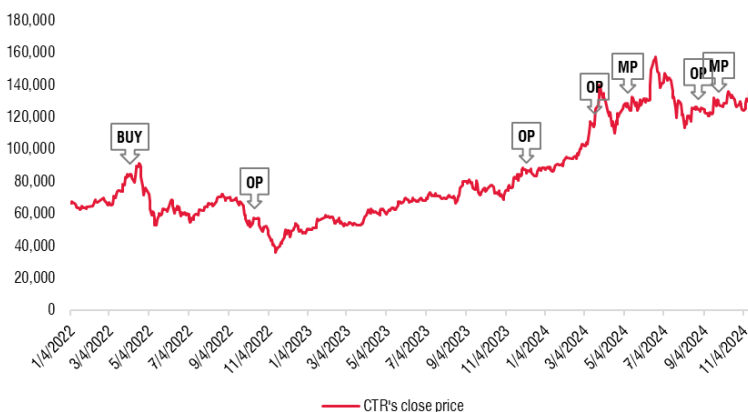
### Yếu tố hỗ trợ đối với khuyến nghị

- Giá trị hợp đồng ký mới mảng xây dựng cao hơn dự kiến.

### Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Biên lợi nhuận của mảng hạ tầng cho thuê thấp hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận tổng thể. Chúng tôi lưu ý rằng mảng này có biên lợi nhuận gộp tương đối cao hơn (28% - 30%) so với các mảng khác (5% - 17%).
- Giá trị hợp đồng ký mới cho các mảng thấp hơn dự kiến.
- Việc khách hàng (đặc biệt trong xây dựng B2B) chậm thanh toán có thể ảnh hưởng đến dòng tiền và tác động kém tích cực đến hoạt động.

### 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	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	819	928	900	1.596
+ Đầu tư ngắn hạn	1.000	788	788	788
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.924	3.201	3.829	4.102
+ Hàng tồn kho	790	621	706	759
+ Tài sản ngắn hạn khác	81	76	86	93
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.614</b>	<b>5.613</b>	<b>6.309</b>	<b>7.337</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	285	163	79	42
+ Bất động sản đầu tư	829	1.241	1.854	1.756
+ Tài sản dài hạn dở dang	153	153	153	153
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	36	30	34	36
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.302</b>	<b>1.586</b>	<b>2.120</b>	<b>1.987</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.916</b>	<b>7.199</b>	<b>8.429</b>	<b>9.324</b>
+ Nợ ngắn hạn	4.535	4.688	5.390	5.940
Trong đó: vay ngắn hạn	1.196	909	987	1.032
+ Nợ dài hạn	392	641	850	806
Trong đó: vay dài hạn	378	626	823	777
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.928</b>	<b>5.329</b>	<b>6.240</b>	<b>6.746</b>
+ Vốn góp	1.144	1.144	1.144	1.144
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	813	694	1.014	1.403
+ Quý khác	31	31	31	31
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.988</b>	<b>1.869</b>	<b>2.189</b>	<b>2.578</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.916</b>	<b>7.199</b>	<b>8.429</b>	<b>9.324</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	573	1.387	911	1.308
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-159	-709	-1.043	-440
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-9	-569	103	-172
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>404</b>	<b>109</b>	<b>-28</b>	<b>696</b>
Tiền đầu kỳ	414	819	928	900
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>819</b>	<b>928</b>	<b>900</b>	<b>1.596</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,24	1,20	1,17	1,24
Hệ số thanh toán nhanh	1,05	1,05	1,02	1,09
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,40	0,37	0,31	0,40
Nợ ròng / EBITDA	0,91	-0,18	-0,02	-0,14
Khả năng thanh toán lãi vay	8,60	12,17	10,18	10,34
Ngày phải thu	85,5	89,2	89,6	93,6
Ngày phải trả	19,3	19,0	18,6	19,1
Ngày tồn kho	29,8	22,1	18,3	18,8
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,29	0,26	0,26	0,28
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,71	0,74	0,74	0,72
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,48	2,85	2,85	2,62
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,12	0,10	-0,06	0,22
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,60	0,49	0,45	0,40

Nguồn: CTR, SSI dự báo

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>11.299</b>	<b>12.537</b>	<b>14.322</b>	<b>15.457</b>
Giá vốn hàng bán	-10.407	-11.629	-13.220	-14.218
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>892</b>	<b>908</b>	<b>1.101</b>	<b>1.240</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	97	48	56	68
Chi phí tài chính	-93	-100	-133	-147
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	-249	-177	-215	-235
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>647</b>	<b>679</b>	<b>809</b>	<b>925</b>
Thu nhập khác	-2	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế	645	680	810	926
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>516</b>	<b>544</b>	<b>648</b>	<b>740</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>516</b>	<b>544</b>	<b>648</b>	<b>740</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	3.417	3.602	4.291	4.905
Giá trị sổ sách (VND)	17.380	16.343	19.134	22.539
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.720	1.500	1.500	1.500
EBIT	730	741	898	1.025
EBITDA	988	1.160	1.411	1.600
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	20,6%	11,0%	14,2%	7,9%
EBITDA	25,7%	17,4%	21,6%	13,4%
EBIT	26,3%	1,5%	21,2%	14,1%
Lợi nhuận ròng	16,5%	5,4%	19,1%	14,3%
Vốn chủ sở hữu	22,3%	-6,0%	17,1%	17,8%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	14,5%	4,1%	17,1%	10,6%
<b>Định giá</b>				
P/E	26,9	35,9	30,2	26,4
P/B	5,3	7,9	6,8	5,7
Giá/Doanh thu	0,9	1,2	1,0	1,0
Tỷ suất cổ tức	3,0%	1,2%	1,2%	1,2%
EV/EBITDA	10,4	12,8	10,5	9,2
EV/Doanh thu	0,9	1,2	1,0	1,0
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,9%	7,2%	7,7%	8,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	5,6%	5,5%	5,9%	6,2%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	4,6%	4,3%	4,5%	4,8%
CP bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,2%	1,4%	1,5%	1,5%
ROE	28,6%	28,2%	31,9%	31,1%
ROA	8,0%	7,7%	8,3%	8,3%
ROIC	17,6%	17,0%	19,4%	19,6%

## Phụ lục 2: Tóm tắt những điểm chính của Nghị định số 135/2024/NĐ-CP về phát triển năng lượng mặt trời áp mái tự sản tự tiêu.

Trạng thái kết nối vào lưới điện quốc gia	Bán điện dư/không sử dụng	Thiết bị chống phát ngược điện	Công suất lắp đặt (MW)	Quy mô công suất theo PDP VIII	Hệ thống SCADA	Giấy phép hoạt động điện lực	Lưu ý	
Không đấu nối vào hệ thống điện quốc gia	Không bán	Không yêu cầu lắp đặt	Không giới hạn	Không giới hạn	Không yêu cầu	Được miễn	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phát triển điện mặt trời áp mái phải thông báo cho Sở Công Thương tỉnh, đơn vị điện lực địa phương và các cơ quan liên quan đến xây dựng và phòng cháy chữa cháy.</li> <li>Công trình triển khai phát triển loại năng lượng này phải tuân thủ các quy định về đầu tư, xây dựng, đất đai, môi trường, an toàn và phòng cháy chữa cháy</li> <li>Việc phát triển loại năng lượng này phải tuân thủ các quy định về an toàn điện, đầu tư, xây dựng, đất đai, môi trường và phòng cháy chữa cháy</li> <li>Không được phép sử dụng các tấm pin quang điện (PV) và thiết bị chuyển đổi điện một chiều (DC) sang điện xoay chiều (AC) nhập khẩu đã qua sử dụng.</li> <li>Việc lắp đặt thiết bị chống phát ngược điện giúp ngăn chặn dòng điện chảy vào hệ thống điện quốc gia.</li> <li>Hệ thống điện mặt trời tự sản tự tiêu áp mái của các văn phòng hoặc cơ sở được xác định là tài sản công không được phép bán điện dư thừa/không sử dụng.</li> <li>Để bán điện dư thừa/không sử dụng, nhà phát triển phải thực hiện kiểm tra kỹ thuật và lắp đặt công tơ điện tử (đo lường sản lượng) và hệ thống SCADA.</li> <li>Khuyến khích lắp đặt các hệ thống lưu trữ điện</li> <li>Người mua duy nhất đủ điều kiện mua điện dư thừa/không sử dụng là Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) hoặc các đơn vị thành viên được EVN ủy quyền</li> <li>Nghị định quy định giá điện áp dụng là Giá điện năng thị trường điện (SMP) trung bình của năm trước.</li> </ul>	
Đầu nối vào hệ thống điện quốc gia	Không bán	Yêu cầu lắp đặt	< 0,1	Không giới hạn	Không yêu cầu	Được miễn		
			≥ 0,1	Không giới hạn	Có yêu cầu, phê duyệt bởi EVN	Được miễn		
	Có bán, không quá 20% công suất lắp đặt thực tế		Không lắp đặt	< 0,1	Không giới hạn	Không yêu cầu		Chỉ miễn cho hộ gia đình và nhà ở cá nhân
				≥ 0,1 và < 1	Giới hạn, phải phù hợp với quy hoạch	Có yêu cầu, phê duyệt bởi EVN		Có yêu cầu
≥ 1	Giới hạn, phải phù hợp với quy hoạch	Có yêu cầu, phê duyệt bởi EVN	Có yêu cầu					

Nguồn: Chính phủ Việt Nam, SSI Research

\*SCADA: Supervisory Control and Data Acquisition



## **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.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. 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

### **Vĩ mô**

#### **Phạm Lưu Hưng**

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8711

#### **Thái Thị Việt Trinh**

Chuyên viên cao cấp phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8720

### **Phân tích Ngành CNTT**

#### **Bạch Chấn Mẫn**

Chuyên viên Phân tích

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6738

### **Dữ liệu**

#### **Nguyễn Thị Anh Thư**

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8702

### **Chiến lược thị trường**

#### **Hồ Hữu Tuấn Hiếu**

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8704

### **Nguyễn Quốc Bảo**

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737