

## CTCP Công trình Viettel (HSX: CTR)

### Nhà tiên phong trong chuỗi giá trị mạng 5G

- Doanh nghiệp đầu ngành viễn thông có hệ sinh thái gắn liền với sự phát triển của Viettel, và triển vọng LN ổn định (+14% CAGR) trong 2024-26.
- Mảng TowerCo sẽ là mũi nhọn thúc đẩy tăng trưởng LN trong 2024-30, đến từ nhu cầu đẩy nhanh phủ sóng 5G mạnh mẽ từ 2024.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 153,100đ/cp.

#### KQKD 8T24: Tăng tốc mở rộng quy mô trạm cho thuê từ 2024

Trong 8T24, doanh thu đạt 7,935 tỷ đồng (+11% svck) hoàn thành 63% kế hoạch. LN trước thuế đạt 422.7 tỷ đồng (+4% svck), cùng hoàn thành 63% kế hoạch cả năm. Trong đó, doanh thu mảng TowerCo tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ 42% svck do doanh nghiệp bắt đầu đẩy mạnh xây trạm ngay sau khi Viettel thành công sở hữu băng tần B1 từ tháng 3/24 đạt trung bình ~400 trạm/tháng. Mảng xây lắp hạ tầng cũng đạt tăng trưởng doanh thu 29% svck thúc đẩy bởi nguồn việc từ xây dựng dân dụng tăng trưởng tốt, trong khi các mảng vận hành, giải pháp tích hợp duy trì mức tăng trưởng và biên LN ổn định.

#### Triển vọng 2024-26 tích cực đến từ cuộc đua phủ sóng 5G

Chúng tôi nhận thấy hệ sinh thái gắn liền với công ty mẹ bao gồm, xây lắp viễn thông, vận hành hạ tầng và TowerCo sẽ là động lực tăng trưởng LN cho CTR trong trung và dài hạn, đến từ nhu cầu đẩy nhanh phủ sóng 5G theo định hướng của Chính phủ từ nay đến 2030. Hơn nữa, mũi nhọn tăng trưởng của doanh nghiệp - hoạt động TowerCo kỳ vọng sẽ bùng nổ trong giai đoạn này, khi xu hướng đi thuê và chia sẻ hạ tầng được khuyến khích. Với kế hoạch phát triển ~3,000 trạm/năm trong 2024-26, hỗ trợ doanh thu tăng trưởng mạnh đạt 35% CAGR. Tỷ lệ dùng chung dự kiến cải thiện ~2% mỗi năm, và là yếu tố quan trọng hỗ trợ biên lợi nhuận. Theo đó, EBITDA 2024-26 tăng trưởng 38% CAGR theo dự phóng MBS.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu toàn công ty giai đoạn 2024-26 sẽ đạt 13% CAGR, kéo theo tăng trưởng LN ròng đạt 14% CAGR. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của mảng TowerCo sẽ là đầu tàu, trong khi các mảng kinh doanh còn lại dự kiến tăng trưởng ổn định ở mức ~11% CAGR.

#### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 153,100đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 153,100đ/cp (Upside: 16%). Định giá dựa trên hai phương pháp DCF và EV/EBITDA với tỉ trọng tương đương. Chúng tôi cho rằng CTR phù hợp để đầu tư theo quan điểm tích lũy dài hạn với sức khỏe tài chính tốt cùng tăng trưởng LN bền vững, và là đại diện nổi bật trong xu thế đầu tư doanh nghiệp nền kinh tế mới. Tốc độ tăng trưởng quy mô vốn hóa của doanh nghiệp (+11% CAGR) chậm hơn với tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2019-23 (+20% CAGR), cùng mức định giá EV/EBITDA 2025 11x hấp dẫn so với mức 13x của khu vực khi thị trường TowerCo Việt Nam vừa bước vào giai đoạn đầu tư.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	11,299	12,134	13,646	15,531
Lợi nhuận ròng	516	546	646	766
Tăng trưởng doanh thu thuần	20.6%	7.4%	12.5%	13.8%
Tăng trưởng LN ròng	16.5%	5.9%	18.2%	18.6%
Biên LN gộp	7.9%	8.2%	8.6%	8.8%
Biên EBITDA	8.0%	8.9%	9.6%	10.1%
ROAE	26.4%	27.1%	26.2%	25.5%
ROAA	8.0%	7.5%	7.9%	8.0%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,510	4,777	5,648	6,696
BVPS (VND/cổ phiếu)	17,108	17,633	21,587	26,274

Nguồn: CTR, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND 153,100

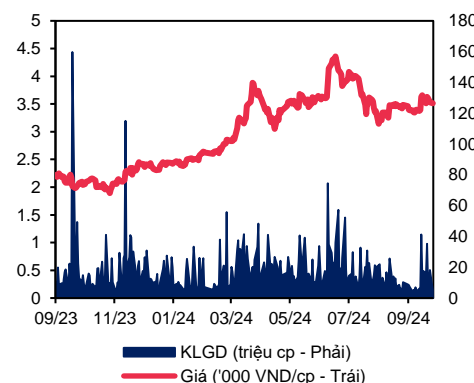
Tiềm năng tăng giá

16.00%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

na

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	133,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	156,880
Thấp nhất 52 tuần (VND)	68,150
Vốn hóa (tỷ VND)	15,511
P/E (TTM)	29.5
P/B	9.9
Thị suất cổ tức (%)	3%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	9.53%

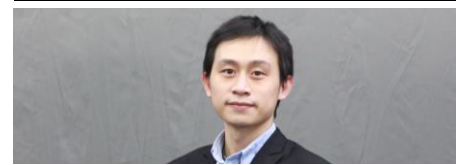
Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Viettel	66%
Khác	34%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

## CTCP Công trình Viettel (HSX: CTR)

### Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- Doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực viễn thông, với hệ sinh thái các ngành nghề kinh doanh gắn liền với nhu cầu phát triển của ngành viễn thông nói chung và công ty mẹ Viettel nói riêng bao gồm 1) Xây lắp hạ tầng; 2) Vận hành trạm; 3) Cho thuê hạ tầng viễn thông; 4) Giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật. Với lợi thế nguồn vốn được đảm bảo từ công ty mẹ, CTR duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định đạt 20% CAGR trong giai đoạn 2019-23 và duy trì bền vững ~13% CAGR trong giai đoạn từ nay đến 2030.
- CTR phù hợp với xu thế đầu tư các cổ phiếu gắn liền với sự phát triển của nền kinh tế mới. Mạng 5G là nền tảng để phát triển những giải pháp IoT (Internet-of-thing) đa dạng, thông minh, hỗ trợ doanh nghiệp cải thiện năng lực và hiệu quả sản xuất, nhưng đồng thời yêu cầu thu thập và lưu trữ một lượng data lớn. Chúng tôi cho rằng thương mại hóa 5G sẽ là yếu tố quan trọng để Việt Nam tiếp tục đón những dòng vốn FDI chảy vào trong thời gian tới và các nhà mạng đi đầu sẽ có lợi thế tăng trưởng doanh thu trong tương lai.
- Xu hướng đẩy nhanh phủ sóng và thương mại hóa mạng 5G từ nay đến 2030 của Việt Nam sẽ là động lực chính cho tăng trưởng LN của CTR giai đoạn tới. Trong đó, TowerCo dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng LN chính cho doanh nghiệp trong bối cảnh xu hướng chia sẻ hạ tầng giữa các nhà mạng dự báo sẽ sôi động hơn nhằm giảm áp lực chi phí đầu tư và vận hành.
- Trong 2019-24, CTR duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt ~20% CAGR và LNST đạt ~25.6% CAGR, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng vốn hóa ~11.0% CAGR. Chúng tôi cho rằng dự địa tăng trưởng vốn hóa trong dài hạn của CTR còn nhiều để bắt kịp tốc độ tăng trưởng LNST ~17% CAGR giai đoạn 2025-30. Mặt khác, EV/EBITDA 2025 dự kiến đạt ~11.0x, thấp hơn ~15% sv trung bình ngành. Hiện tại, hầu hết thị trường TowerCo trong khu vực đã qua giai đoạn phát triển, do đó, dự địa định giá cho những thị trường non trẻ, mới bắt đầu giai đoạn đầu tư như Việt Nam sẽ cao hơn những thị trường bão hòa.

#### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 153,100đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 153,100đ/cp (tiềm năng tăng giá 16%). Định giá dựa trên hai phương pháp DCF và EV/EBITDA với tỉ trọng tương đương:

- Phương pháp định giá DCF-10 năm (WACC:11.4%; CoE: 14.7%; Tăng trưởng dài hạn: 1.0%). Chúng tôi cho rằng đây là phương pháp phù hợp khi mô hình kinh doanh của CTR có mối tương quan chặt chẽ và dòng tiền khá ổn định.
- EV/EBITDA mục tiêu 13.0x, phản ánh mức EV/EBITDA trung bình ngành hợp lý giai đoạn 2024-25 của các doanh nghiệp trong khu vực.

Chúng tôi cho rằng phương pháp EV/EBITDA khá phù hợp với những doanh nghiệp ngành viễn thông, do 1) các doanh nghiệp có tính chất thâm dụng vốn cao, chi phí đầu tư vào tài sản cố định lớn; 2) Dòng tiền ổn định, EBITDA cơ bản loại bỏ được các yếu tố phi tiền mặt, tập trung đánh giá vào lợi nhuận hoạt động của công ty thay vì ảnh hưởng từ cấu trúc vốn.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027 //	2034
EBIT	734	874	1,031	1,222	4,069
(-) Thuế	(138)	(162)	(193)	(231)	(860)
Thuế (%)	20%	20%	20%	20%	20%
EBIAT	596	712	838	991	3,209
(+) Chi phí khấu hao	351	441	544	562	740
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(201)	(3)	94	42	171
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(809)	(904)	(904)	(904)	(904)
<b>FCFF</b>	<b>(63)</b>	<b>245</b>	<b>571</b>	<b>691</b>	<b>3,216</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>					<b>31,161</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.3
Phần bù rủi ro	9.0%
Chi phí vốn	14.7%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	17,552
Nợ	(2,006)
Chi phí nợ	5.6%
Thuế (%)	20.0%
<b>WACC</b>	<b>11.4%</b>
Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		đồng/cp	%	đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2024-25	13.0x	151,133	50%	75,566
DCF 10 năm		155,160	50%	77,580

Giá hợp lý	153,147
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>153,100</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA		ROE (%)		ROA(%)	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
<b>Doanh nghiệp nước ngoài</b>												
American Tower Corp	AMT US	102,417	35.4	23.8	26.4	26.6	20.1	20.6	55.2	81.3	4.9	4.8
Indus Towers	INDUSTOW IN	12,080	15.6	na	2.9	na	8.3	na	25.1	na	11.7	na
Crown Castle	CCI US	48,154	35.7	41.0	8.5	9.3	20.1	15.2	18.7	20.9	3.1	3.2
CELLNEX	CLNX SM	27,304	na	na	1.8	1.8	17.4	13.0	-2.0	-0.1	-0.9	-0.3
INWIT	INW IM	11,257	28.6	25.8	2.6	2.4	16.4	14.6	8.6	9.2	3.8	4.7
China Tower Corp Ltd	788 HK	24,008	16.1	13.3	0.9	0.9	4.0	3.9	5.5	6.4	3.4	4.1
Sarana Menara	TOWER IJ	2,669	12.3	11.1	2.3	2.2	9.0	8.1	19.4	18.4	4.7	4.9
Tower Bersama	TBIG IJ	2,734	26.6	24.9	3.7	3.4	13.9	12.5	13.3	13.5	3.5	3.5
Tata Communications Ltd	TCOM IN	6,618	37.2	26.4	20.2	13.1	15.5	13.4	117.0	158.0	58.6	63.5
Digital Telecom	DIF TB	2,995	8.5	8.4	0.6	0.6	9.8	8.6	6.2	6.0	5.5	5.5
<i>Trung bình</i>			95.4	99.8	6.1	5.8	16.2	15.4	21.6	26.8	8.8	9.2
<i>Trung vị</i>			28.6	25.4	2.8	2.6	15.9	13.4	11.0	9.2	4.8	4.8
<b>CTCP Công trình Viettel</b>	<b>CTR VN</b>	<b>615</b>	<b>27.7</b>	<b>23.1</b>	<b>7.1</b>	<b>7.0</b>	<b>13.3</b>	<b>11.0</b>	<b>26.8</b>	<b>27.0</b>	<b>7.5</b>	<b>7.9</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Tiềm năng tăng giá:**

- Nhu cầu cho mạng 5G bùng nổ hơn dự kiến, thúc đẩy nhu cầu triển khai hạ tầng và thuê trạm.
- Các nhu cầu về hoạt động thương mại & dịch vụ kỹ thuật cùng với giải pháp tích hợp tốt hơn dự kiến.

**Rủi ro giảm giá:**

- Tỷ lệ cho thuê chung không tăng như dự kiến, ảnh hưởng đến tăng trưởng LN của mảng TowerCo.

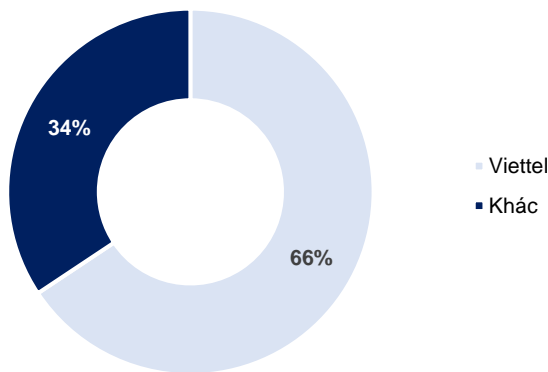
**Tổng quan doanh nghiệp và KQKD 8T24**

**Tổng quan doanh nghiệp**

*Doanh nghiệp đầu ngành với triển vọng kinh doanh gắn liền với lĩnh vực viễn thông*

CTR - Tổng Công ty Cổ phần Công trình Viettel, là một trong những công ty hàng đầu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng, vận hành và cung cấp các giải pháp công nghệ hạ tầng viễn thông, và công nghệ thông tin. Thành lập ngày 30/10/1995, CTR tiền thân là một đơn vị thi công thuộc tập đoàn Công nghiệp – Viễn Thông Quân đội (Viettel) với vai trò là doanh nghiệp xây lắp viễn thông phục vụ nhu cầu phát triển hạ tầng của tập đoàn mẹ. Năm 2006, CTR chuyển đổi từ Công ty hạch toán phụ thuộc sang hạch toán độc lập, và bắt đầu cổ phần hóa từ năm 2010. Đến 2017, doanh nghiệp chính thức niêm yết trên sàn UPCOM, đồng thời trong tháng 3 năm đó, CTR nhận chuyển giao toàn bộ hoạt động vận hành khai thác viễn thông từ Viettel, kéo theo quy mô doanh thu và nhân sự tăng mạnh trong giai đoạn này. Từ 2019, doanh nghiệp bắt đầu đẩy mạnh mô hình Towerco, sau Chỉ thị số 52/CT-BTTTT ngày 11/11/2019 của Chính phủ, trong đó yêu cầu các doanh nghiệp viễn thông tăng cường chia sẻ hạ tầng. Chúng tôi cho rằng đây là một trong những xu hướng chính trong lộ trình phủ sóng mạng 5G từ nay đến 2030 của Việt Nam.

**Hình 6: Cơ cấu cổ đông của CTR tính đến hiện tại, trong đó, Viettel vẫn nắm quyền kiểm soát chính**



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

**Hình 7: Các hoạt động kinh doanh của CTR có tính bổ trợ lẫn nhau và phụ thuộc nhiều từ nguồn việc từ công ty mẹ**

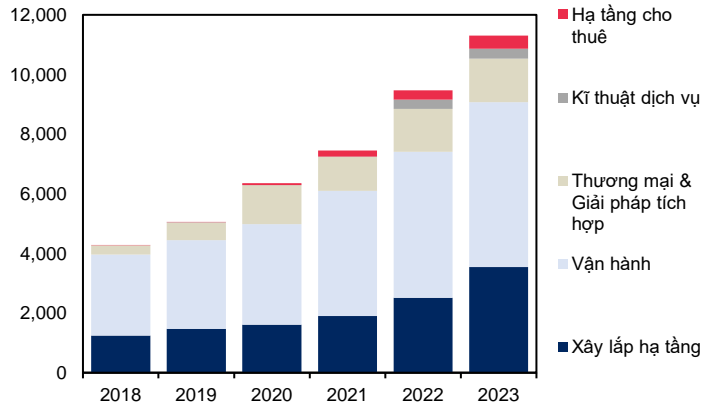
Ngành nghề	Nhận xét
Xây lắp hạ tầng	- Xây lắp hạ tầng trạm viễn thông - Xây dựng dân dụng: nhà thầu xây dựng các dự án BĐS cho cả nhóm khách hàng doanh nghiệp (B2B) và khách hàng cá nhân (B2C)
Vận hành khai thác	- Đảm nhiệm vận hành hạ tầng viễn thông và sợi thuê bao cho Viettel tại 62 tỉnh thành (loại trừ TPHCM). - Cho thuê hạ tầng trạm BTS (8,447 trạm) - giữ thị phần số 1 Việt Nam
Hạ tầng cho thuê	- Cho thuê các hạ tầng khác như hệ thống DAS (2.45 triệu m2), điện mặt trời áp mái (16.9MWp) - Nhà thầu xây lắp EPC điện áp mái.
Giải pháp tích hợp & Dịch vụ kỹ thuật	- Nhà thầu cơ điện, kinh doanh các thiết bị, giải pháp ICT cho nhà thông minh (router, camera,...) (AIOsmart) - Phân phối điều hòa, máy lọc nước và các hoạt động bảo hành, bảo dưỡng liên quan (AIOsmart)

Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

### Doanh thu CTR phụ thuộc phần lớn vào nguồn việc từ Viettel

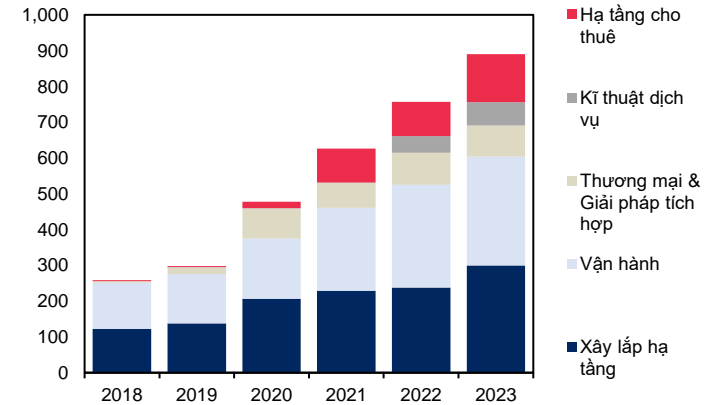
Trong giai đoạn từ 2018 đến nay, nguồn doanh thu của CTR đến từ 4 hoạt động chính bao gồm 1) Vận hành khai thác; 2) Xây lắp hạ tầng; 3) Hạ tầng cho thuê (TowerCo) và 4) Giải pháp & Dịch vụ kỹ thuật. Trong đó, tỷ trọng đóng góp doanh thu lớn nhất đến từ 2 hoạt động truyền thống đó là xây lắp hạ tầng và vận hành khai thác, trong khi tỷ trọng đóng góp doanh thu TowerCo có xu hướng tăng dần. Đáng chú ý, hệ sinh thái các mảng kinh doanh của CTR có tính hỗ trợ lẫn nhau, và phụ thuộc phần nhiều vào nguồn việc giao từ Viettel, theo đó, thành công của doanh nghiệp cơ bản gắn liền với sự tăng trưởng của công ty mẹ. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ vẫn tiếp diễn trong thời gian tới, hỗ trợ triển vọng nguồn việc cho CTR. Mặt khác, nhờ nguồn nhân lực dồi dào và kinh nghiệm sẵn có trong lĩnh vực xây lắp, viễn thông, CTR chủ động mở rộng các hoạt động bên ngoài tập đoàn để đa dạng nguồn doanh thu, bao gồm triển khai xây dựng các công trình dân dụng, lắp đặt điện mặt trời áp mái, hệ thống cơ điện, và cũng là nhà cung cấp thiết bị, tư vấn giải pháp cho các hệ thống nhà thông minh.

Hình 8: Trong 2018-23 doanh thu xây lắp + vận hành vẫn chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của CTR...



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

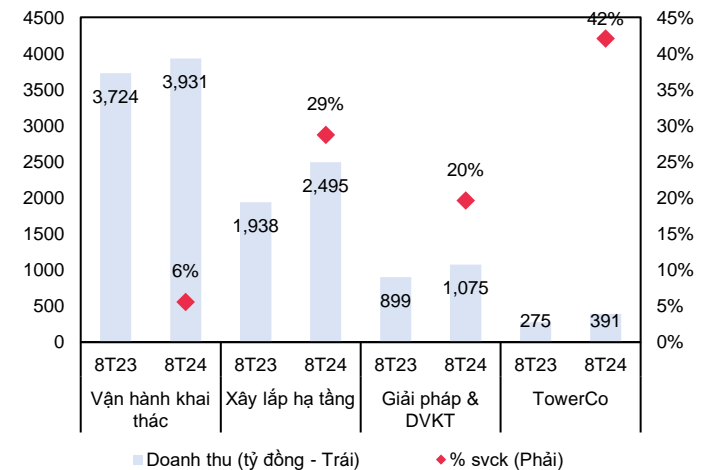
Hình 9: ...Trong khi LN gộp có sự đóng góp ngày càng tăng từ mảng TowerCo do tăng trưởng tốt và biên LN gộp cao (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

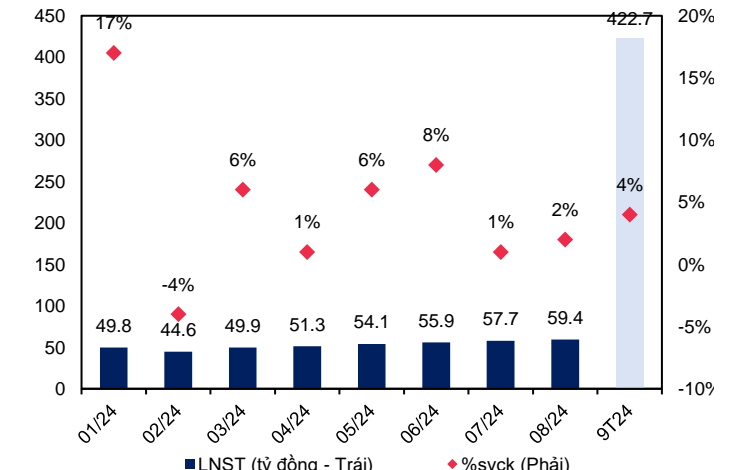
### KQKD 8T24 mảng TowerCo tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ

Hình 10: Mảng TowerCo ghi nhận tăng trưởng ấn tượng trong 8T24 trong khi các mảng còn lại giữ tốc độ tăng trưởng khá ổn định



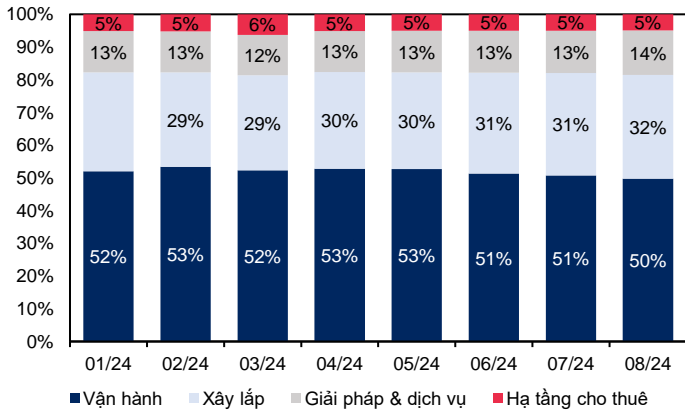
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 11: LNST 8T24 tăng trưởng không tương ứng với doanh thu chủ yếu do chi phí từ việc đầu tư mới các trạm BTS



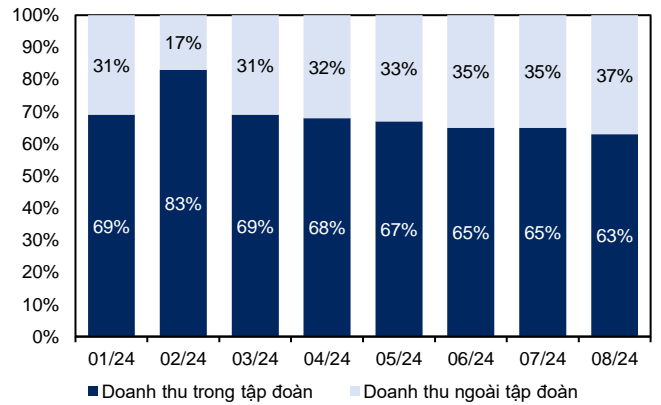
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

**Hình 12: Tỷ trọng doanh thu theo từng mảng kinh doanh duy trì khá ổn định trong 8T24**



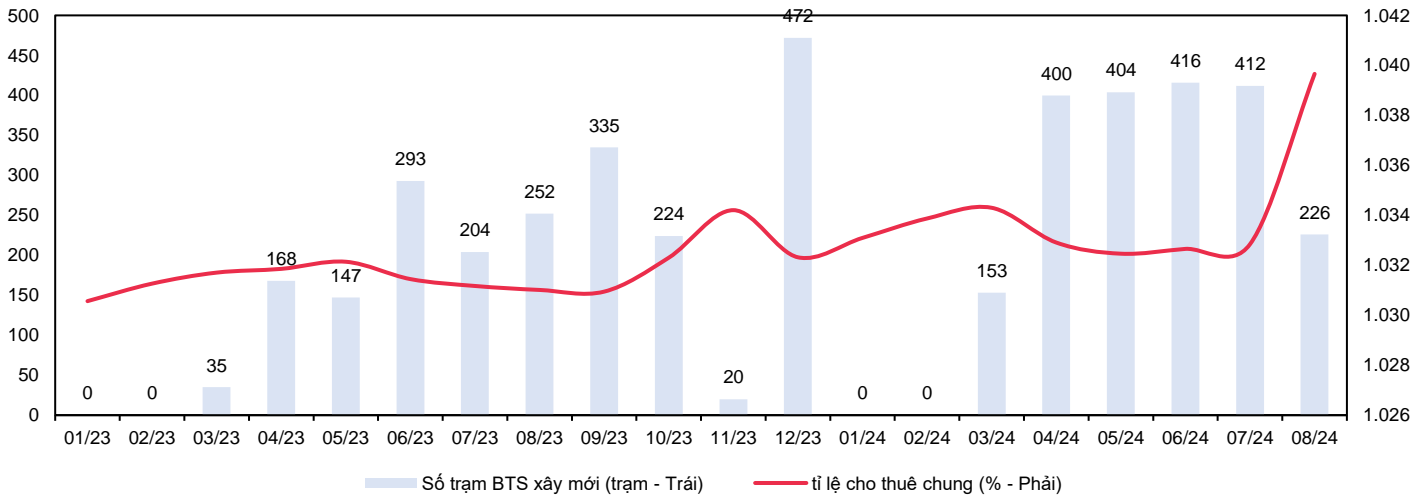
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

**Hình 13: Cơ cấu doanh thu ngoài tập đoàn có xu hướng nhỉnh dần đến từ hoạt động xây dựng dân dụng tăng trưởng tốt**



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

**Hình 14: CTR đẩy mạnh xây trạm BTS ngay sau khi Viettel trúng thầu khối băng tần B1 từ T3/24, tín hiệu cho xu hướng đẩy mạnh phủ sóng 5G của nhà mạng, tỉ lệ thuê chung đi ngang ở mức ~1.032x và bắt đầu tăng nhẹ từ T8/24**



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

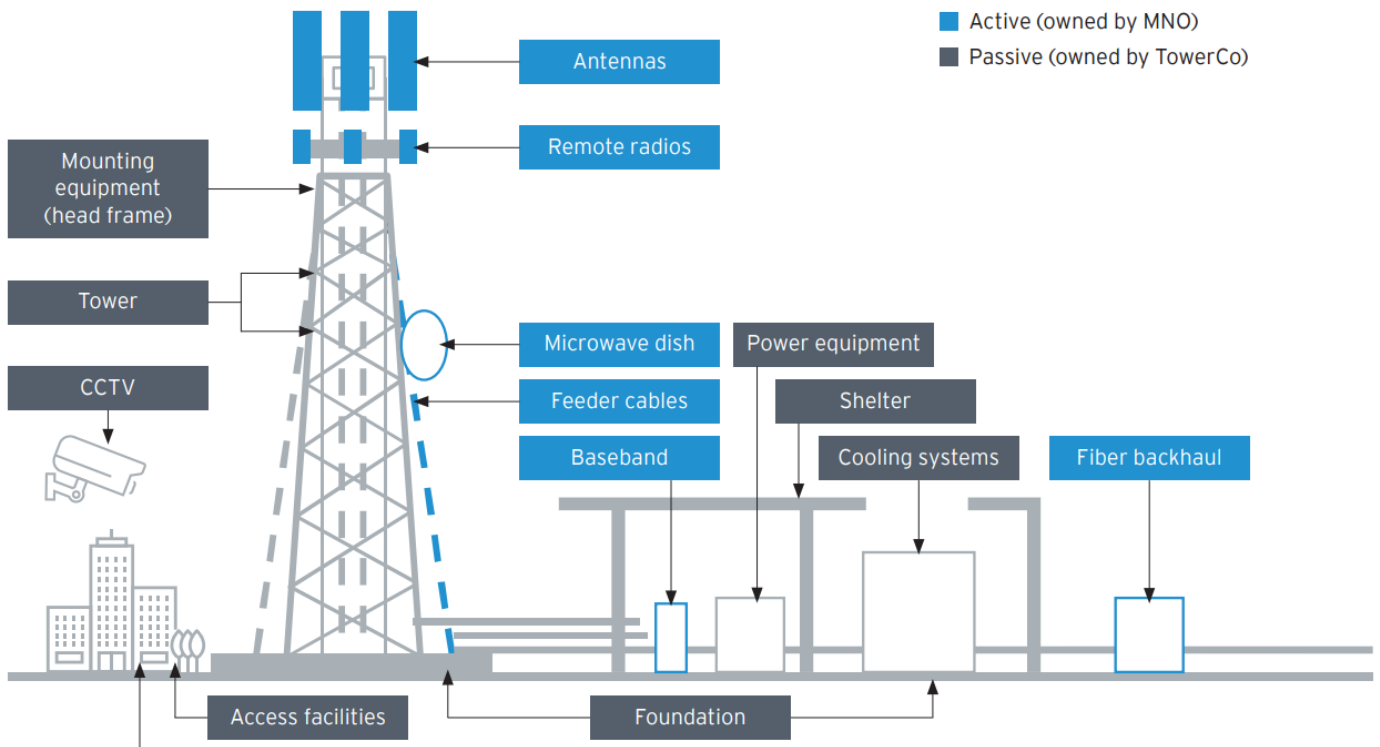
## Triển vọng 2024-26: Động lực tăng trưởng vững chắc

### Mảng TowerCo hưởng lợi từ lộ trình phủ sóng 5G của Việt Nam

#### Giới thiệu về mô hình TowerCo

Các công ty cho thuê hạ tầng trạm viễn thông gọi tắt là "TowerCos" nhắm đến việc hợp tác với các nhà mạng viễn thông (gọi tắt là "MNOs") bằng cách mua lại các tài sản trạm hiện có hoặc xây dựng mới các tháp tại các khu vực được chỉ định nhằm giải quyết các mối quan ngại về vùng phủ sóng và dung lượng. Sau đó, TowerCo sẽ cho MNO thuê không gian trên các tháp để lắp đặt và vận hành các thiết bị của họ như các thiết bị vô tuyến, vi sóng và các thiết bị truyền tải khác gọi chung là "thiết bị chủ động" (Active equipment) trên các tháp này. Ở phía các TowerCo, họ sở hữu các tài sản trạm tức là kết cấu thép, nhà kho chứa thiết bị chủ động, hệ thống dây điện trên tháp, cáp, v.v. gọi là "thiết bị thụ động" (Passive Equipment).

Hình 15: Mô hình tổng quát của một trạm BTS và cấu phần tài sản của TowerCo và các nhà mạng (MNO)



Legal rights to occupy the area of the site with passive infrastructure

Nguồn: EY, MBS Research

Về loại hình trạm, trạm phát sóng “macro” (trạm mặt đất) và “small cell” (trạm mái nhà) đóng vai trò quan trọng trong việc xây dựng mạng lưới di động. Trạm macro có phạm vi phủ sóng rộng, từ vài km đến vài chục km, và được triển khai chủ yếu ở các khu vực rộng lớn như nông thôn hoặc ngoại ô. Với công suất cao, chúng có thể phục vụ nhiều người dùng, đảm bảo kết nối ổn định ở các khu vực có diện tích lớn. Ngược lại, small cell có phạm vi phủ sóng nhỏ hơn, chỉ từ vài trăm mét đến 1 km, chủ yếu được sử dụng ở những khu vực đông đúc như trung tâm thành phố, giúp tăng cường dung lượng mạng và giảm tải cho các trạm BTS macro trong các khu vực có nhu cầu sử dụng dữ liệu cao. Small cell đặc biệt quan trọng trong việc triển khai mạng 5G, giúp cung cấp tốc độ cao và kết nối ổn định hơn ở những nơi có mật độ người dùng lớn. Sự kết hợp giữa trạm macro và small cell giúp đảm bảo cả khả năng phủ sóng rộng rãi và hiệu suất cao, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của người dùng di động.

Hình 16: Ảnh minh họa một trạm BTS macro (mặt đất)



Nguồn: EY, MBS Research

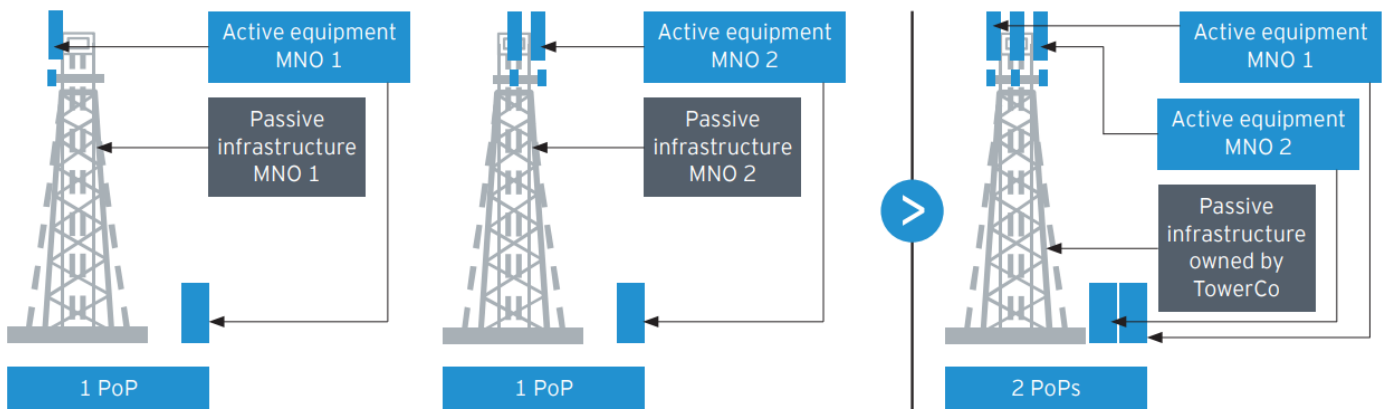
Hình 17: Ảnh minh họa một trạm BTS small cell (mái nhà)



Nguồn: EY, MBS Research

Về lý do mô hình kinh doanh TowerCo ra đời, trong ngành viễn thông, một thông số đại diện đánh giá hiệu quả kinh doanh của nhà mạng là ARPU (Doanh thu trung bình trên mỗi người dùng). Đến một giai đoạn, khi việc cạnh tranh mở rộng địa lý (vùng phủ sóng) của các MNO gần đến điểm bão hòa và công nghệ di động mới trở nên rẻ hơn, các doanh nghiệp bắt đầu cạnh tranh về giá (tức là gói cước chi phí thấp hơn) dẫn đến ARPU có xu hướng giảm. Sau đó, trong thời kỳ ngành viễn thông toàn cầu đang chuyển đổi từ điện thoại di động truyền thống sang cung cấp dịch vụ dữ liệu (internet) đã tạo nên làn sóng cạnh tranh gay gắt giữa các nhà cung cấp dịch vụ internet với chất lượng cao và giá rẻ, kết quả là, để duy trì tính cạnh tranh, các MNO phải tập trung nhiều hơn vào cuộc chiến về giá để duy trì thị phần, càng làm giảm ARPU trong giai đoạn này. Điều này thúc đẩy các nhà mạng tìm kiếm những giải pháp thay thế để duy trì tính cạnh tranh, và xu hướng chia sẻ trạm hay thuê hạ tầng trạm từ một bên thứ 3 (TowerCo) nổi lên như một phương án thích hợp. Điểm ưu việt của mô hình này sẽ giúp các nhà mạng giảm thiểu chi phí vận hành (Opex), và tối đa hóa giá trị thông qua cơ chế "Sale and leased back" - bán và thuê lại tháp, vừa hỗ trợ giảm các áp lực về dòng tiền đầu tư (Capex) cho nhà mạng vừa đem lại dòng doanh thu bền vững cho TowerCo theo các hợp đồng thuê dài hạn.

**Hình 18: Mô hình TowerCo hỗ trợ nhiều nhà mạng lắp đặt các thiết bị chủ động trên cùng 1 tháp, tối ưu hóa chi phí vận hành và giảm thiểu áp lực đầu tư Capex**



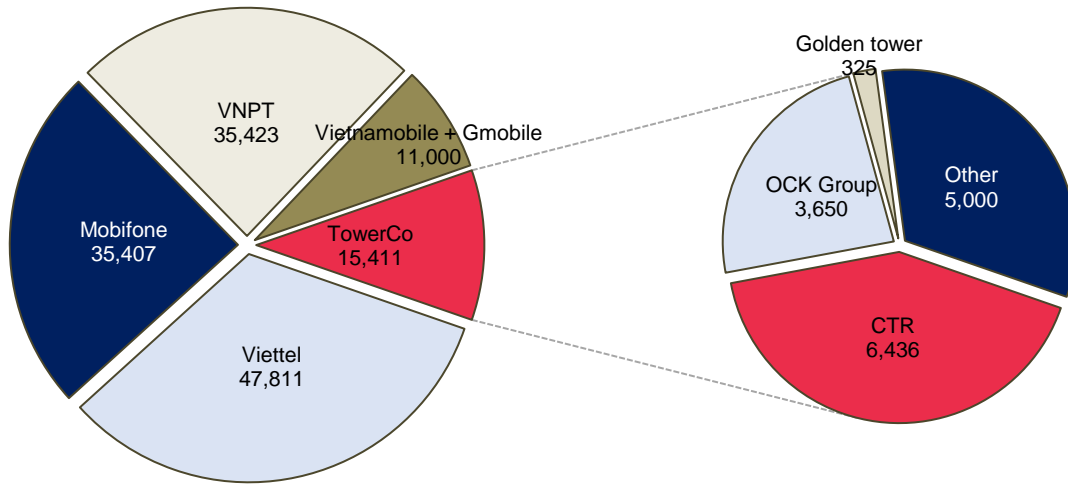
Nguồn: EY, MBS Research

Về thực trạng TowerCo ở Việt Nam, thị trường cho thuê trạm vẫn đang ở giai đoạn khá non trẻ với tỉ lệ thâm nhập chỉ ở mức 9% theo TowerXchange, thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực. Hiện tại, 4 MNOs chính bao gồm Viettel, VNPT, MobiFone và Vietnamobile vẫn đang sở hữu phần lớn các trạm chiếm 89%. Đối với CTR, doanh nghiệp hiện đang nắm vị thế là TowerCo số một thị trường với tổng số trạm BTS cho thuê đạt 6,436 trạm tính đến hết 2023, cao hơn nhiều so với doanh nghiệp đứng thứ 2 là OCK Vietnam Tower (TowerCo độc lập đến từ Malaysia) với ~3,650 trạm. Nếu nhìn khách quan, CTR có lợi thế về nhóm khách hàng với Viettel là khách thuê chính, theo đó, tỉ lệ dùng chung chỉ của CTR chỉ đạt ~1.03x, khá thấp so với đối thủ cạnh tranh chính là OCK đạt ~1.4x. Điều này một phần có thể lý giải bằng việc tốc độ mở trạm của CTR nhanh hơn so với OCK trong giai đoạn từ 2019 đến nay và OCK cũng đã hoạt động khá lâu trong ngành. Mặt khác, OCK hiện đang là TowerCo độc



lập trong khi CTR thuộc diện TowerCo bị chi phối bởi nhà mạng, phần nào ảnh hưởng đến khả năng thu hút các nhà mạng khác tới thuê trạm.

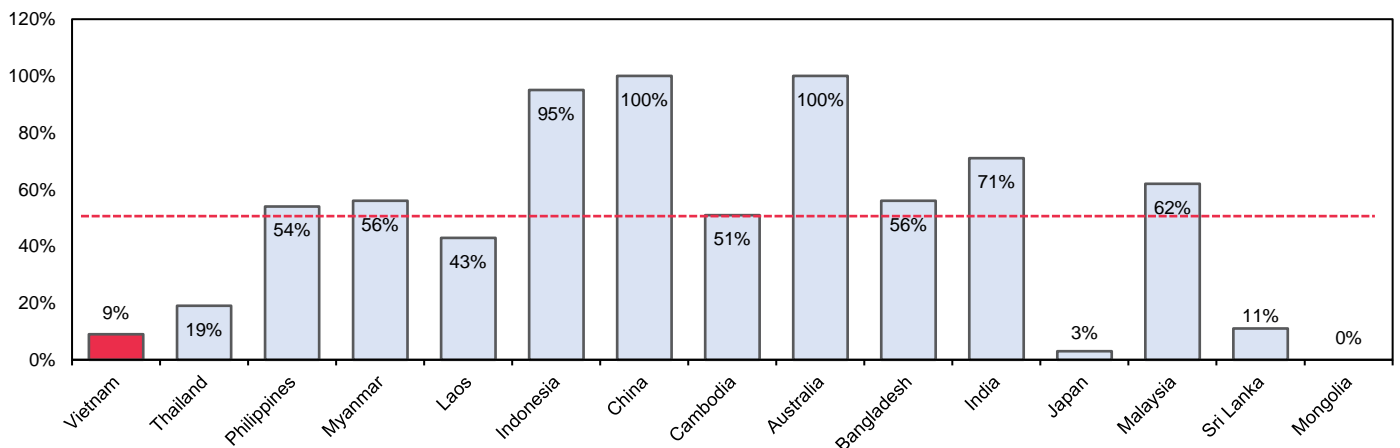
Hình 19: Tính đến 2023, ước tính các nhà mạng (MNOs) vẫn sở hữu phần lớn trạm BTS toàn quốc. Riêng đối với mảng TowerCo, CTR và OCK là 2 doanh nghiệp chính hoạt động trong ngành, các đối thủ còn lại sở hữu một số lượng trạm khá nhỏ.



Nguồn: MBS Research

Chúng tôi cho rằng tỉ lệ thâm nhập cũng như tỉ lệ cho thuê chung thấp có thể đến từ đặc tính thị trường trong giai đoạn trước khi các MNOs truyền thống coi các tháp của mình là “tài sản chiến lược” và không muốn cho đối thủ thuê với mức giá thấp. Hơn nữa, hiện vẫn chưa có chính sách ngăn cản việc các nhà mạng xây trạm cùng một vị trí, dẫn đến tình trạng chong chéo hạ tầng lớn. Ngoài ra, mặc dù phạm vi phủ sóng và dung lượng gần như bão hòa, vị trí của tháp MNO tại một khu vực cụ thể mang lại một chút lợi thế về dịch vụ (ví dụ, trạm nằm ở vị trí cao hơn một chút so với các đối thủ). Nếu khu vực này là khu vực có lưu lượng lớn, các MNO không muốn từ bỏ lợi thế cạnh tranh này. Theo đó, chúng tôi cho rằng việc chia sẻ hạ tầng sẽ khó hơn việc đi thuê một bên TowerCo thứ 3 độc lập. Tuy nhiên, chúng tôi thiên về quan điểm các nhà mạng sẽ cân nhắc tăng cường thuê trạm để đảm bảo hiệu quả kinh doanh, thay vì cố gắng duy trì mức đầu tư CAPEX lớn trong giai đoạn triển khai 5G sắp tới.

Hình 20: Tỉ lệ thâm nhập thị trường TowerCo Việt Nam thấp hơn so với khu vực Châu Á – Châu Đại Dương. Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng cho thị trường vẫn còn lớn trong bối cảnh Chính phủ khuyến khích các nhà mạng chia sẻ hạ tầng trong thời gian tới



Nguồn: TowerXchange, MBS Research

Việt Nam đang chạy đua cho 5G - cơ hội tốt cho ngành dịch vụ viễn thông nói chung và TowerCo nói riêng

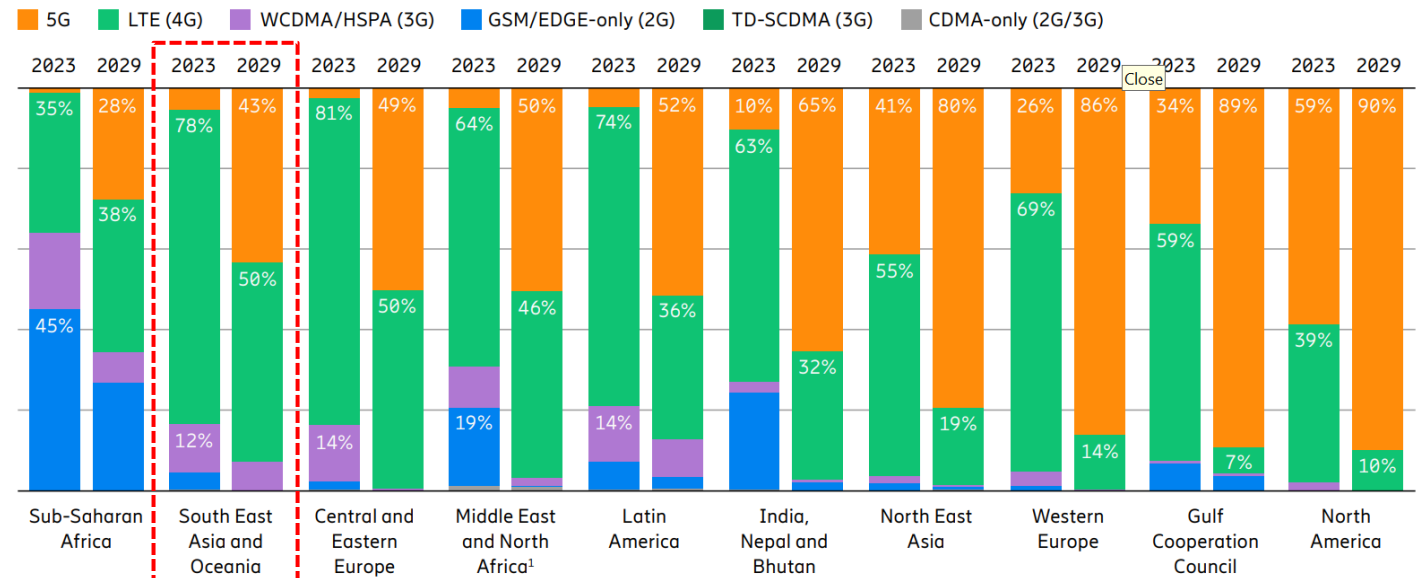
Hình 21: Một số điểm nổi bật cơ bản của mạng 5G so với 4G

Công nghệ mạng	Mạng 4G	Mạng 5G
Tốc độ truyền dữ liệu	10-100Mbps	1-10Gbps
Độ trễ (latency)	30-50ms	1-10ms
Khả năng kết nối thiết bị	Hạn chế thiết bị trong một khu vực nhất định	Rất nhiều thiết bị cùng một lúc, ứng dụng cho IoT
Phổ tần số	700MHz đến 2.6GHz	3GHz đến 100GHz
Ứng dụng	Chủ yếu phục vụ cho việc truyền dữ liệu di động, video và mạng xã hội.	Hỗ trợ nhiều ứng dụng mới như thành phố thông minh, sản xuất tự động và các dịch vụ IoT phức tạp.

Nguồn: MBS Research

Về nhu cầu, hiện tại mạng di động 4G đã phủ sóng 99.8% dân số và ngành dịch vụ viễn thông truyền thống chạm ngưỡng bão hòa, dư địa tăng trưởng thấp. Trái với 4G, khách hàng của các nhà mạng chủ yếu là người dân (mô hình B2C), thì với 5G, khách hàng lại chủ yếu là doanh nghiệp (mô hình B2B). Theo đó, đầu tư 5G vừa là thách thức nhưng cũng mở ra cơ hội để các nhà mạng phát triển những sản phẩm hướng tới nhóm khách hàng doanh nghiệp với những giải pháp thông minh hơn trong bối cảnh nhu cầu về tiêu thụ dữ liệu ngày càng nhiều, đặc biệt khi Việt Nam đang mở đường để đón dòng FDI liên quan đến các ngành công nghệ và trung tâm dữ liệu.

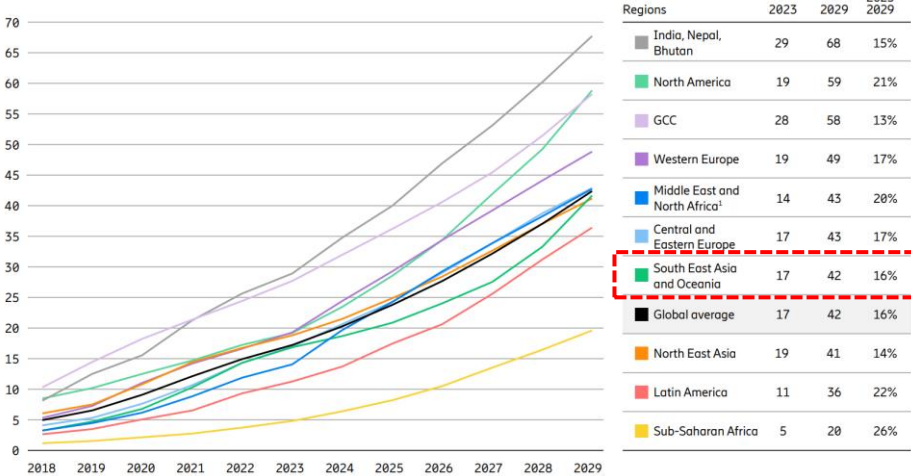
Hình 22: Theo đánh giá của Ericsson, trong khi thuê bao 4G sẽ vẫn chiếm chủ đạo, số lượng thuê bao 5G dự kiến tăng mạnh từ ~5% trong 2023 đạt 43% tổng số thuê bao di động trong 2029 ở khu vực Đông Nam Á. Việt Nam dự kiến cũng sẽ đi cùng xu hướng này



Nguồn: Ericsson, MBS Research

**Hình 23: Lưu lượng dữ liệu di động cũng sẽ tăng mạnh đạt 16% CAGR tại khu vực, thúc đẩy nhanh hơn quá trình phủ sóng 5G từ nay đến 2030 (Đơn vị: GB/tháng/smartphone)**

Figure 7: Mobile data traffic per active smartphone (GB per month)



Nguồn: Ericsson, MBS Research

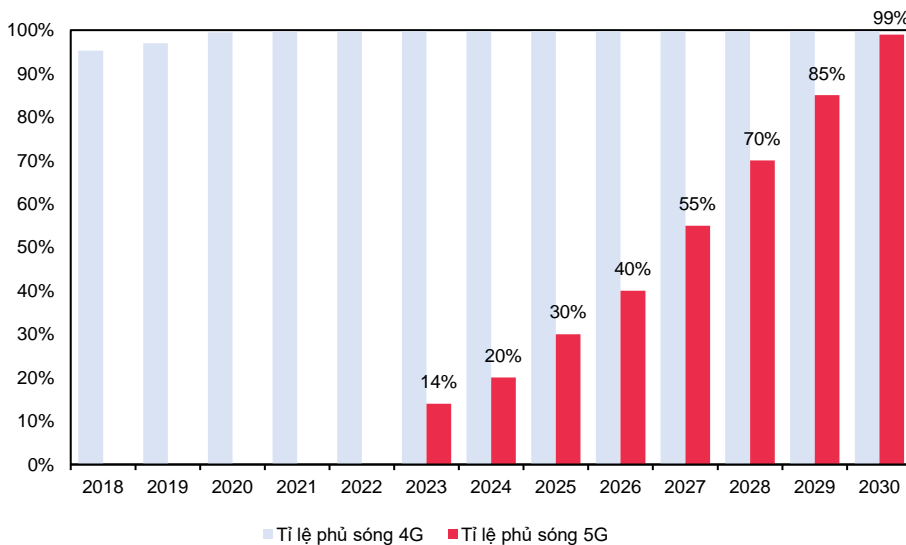
Để mở đường cho lộ trình phát triển 5G và thương mại hóa từ 2024, bắt kịp với xu hướng thế giới, nhiều thông tư, nghị định được ban hành để tạo hành lang cho xu hướng này bao gồm:

- Chỉ thị số 52/CT-BTTTT ngày 11/11/2019 yêu cầu các doanh nghiệp viễn thông tăng cường chia sẻ hạ tầng, và Thông tư 07/2024/TT-BTTTT quy định cơ chế xác định giá thuê cơ sở hạ tầng viễn thông thụ động.
- Thông tư số 03/2024/TT-BTTTT và 04/2024/TT-BTTTT đã quy định từ ngày 16/9/2024, các hệ thống thông tin di động theo tiêu chuẩn GSM trên băng tần 1,710-1,785 MHz, 1,805-1,880 MHz, 880-915 MHz và 925-960 MHz sẽ ngừng cung cấp dịch vụ cho các thiết bị đầu cuối chỉ hỗ trợ tiêu chuẩn 2G Only và dự kiến tắt mạng 3G vào 2028.
- Quy hoạch Hạ tầng thông tin và Truyền thông thời kỳ 2021-30 tầm nhìn đến 2050 ký ngày 11/01/2024. Lộ trình phủ sóng 5G đạt 99% dân số từ nay đến 2030 và bảo đảm 100% người sử dụng có khả năng truy nhập với tốc độ trên 1Gb/s.
- Tháng 3/2024, Bộ TT&TT công bố kết quả đấu giá thành công quyền sử dụng tần số vô tuyến điện với các khối băng tần B1 (2,500 – 2,600 MHz) và khối băng tần C2 (3,700 – 3,800 MHz). Trong đó, Viettel trúng khối B1, VNPT trúng khối C2. Sau đó, Mobifone cũng thông báo chính thức sở hữu khối băng tần C3 (3,800-3,900MHz).

Bên cạnh hạ tầng, băng tần cũng là yếu tố quan trọng. Băng tần trung “mid-band” (thường sử dụng các tần số 2.1 GHz, 2.6 GHz, 3.5 GHz) được đánh giá là dải tần số phù hợp để triển khai mạng 5G. Về lý thuyết, tần số càng thấp khả năng phủ sóng càng rộng, xuyên vật cản tốt, thích hợp cho các khu vực có mật độ dân số thấp, nhưng tốc độ truyền dữ liệu chậm. Ngược lại, tần số cao hỗ trợ tốc độ truyền dữ liệu cao, bù lại phạm vi phủ sóng ngắn, phù hợp với các khu vực có mật độ dân cư dày như đô thị. Dải tần số mid-band cân bằng tốt giữa tốc độ truyền dữ liệu và khả năng phủ sóng, vừa đảm bảo được tốc độ truyền dữ liệu vừa khả thi hơn về mặt kinh tế. Với khối băng tần B1 (2,500 – 2,600MHz)

mà Viettel trúng thầu, doanh nghiệp đang có lợi thế rất lớn để đẩy mạnh hạ tầng mạng 5G do 1) Băng tần 2,500-2,600 MHz triển khai đồng thời cho cả mạng di động 4G và 5G; 2) Băng tần tối ưu được vùng phủ với bán kính gấp 1.3 lần so với băng tần band C; 3) Dải hoạt động của tần số đạt 100MHz (băng thông rộng) đảm bảo tốc độ truyền dữ liệu cao. Để đảm bảo phủ sóng 5G ở dải 2,500-2,600MHz, yêu cầu một hạ tầng trạm dày đặc hơn từ 1.5 đến 2 lần so với số trạm phủ sóng 4G hiện có. Theo CTR, doanh nghiệp dự kiến từ nay đến 2030 phần đầu tăng số trạm BTS đạt tổng công 30,000-50,000 trạm, tương đương kế hoạch triển khai ~3,000-4,000 trạm/năm, để đảm bảo quá trình phủ sóng đạt 99% dân số từ nay đến 2030 của Viettel.

**Hình 24: Chúng tôi ước tính kế hoạch phủ sóng mạng 5G của Viettel trong 2024-30, dựa theo kế hoạch đầu năm, trong đó, phần đầu phủ sóng 5 thành phố trực thuộc trung ương từ nay đến 2026-27 và lộ trình đến 2030 sẽ phủ sóng 99% dân số toàn quốc**



Nguồn: MBS Research

*Với vai trò là công ty con của Viettel, CTR sở hữu nhiều lợi thế để nâng cao vị thế TowerCo số một trên thị trường*

Viettel đang có ưu thế so với đối thủ và CTR với vai trò là một công ty con có hệ sinh thái phụ thuộc vào nguồn việc giao từ mẹ sẽ hưởng lợi. Về phía các nhà mạng đối thủ, để tham gia vào cuộc đua 5G, chúng tôi cho rằng việc tính đến phương án thuê chung trạm phát sóng là một phương án hợp lý về mặt tài chính, vừa hỗ trợ các doanh nghiệp giảm áp lực đầu tư CAPEX, đảm bảo bảo hiệu quả về biên lợi nhuận, vừa hỗ trợ giảm thiểu OPEX trong giai đoạn tới.

Để tận dụng cơ hội này, ngay sau khi Viettel trúng thầu khối băng tần B1, CTR đã đẩy mạnh tốc độ xây dựng trạm từ T3/24 và dự kiến sẽ duy trì mức xây trạm trung bình đạt 3,000-3,500 trạm từ nay đến 2026. Tỷ lệ dùng chung dự kiến cũng tăng lên 1.06x trong 2025 và 1.08x trong 2026 khi chúng tôi giữ quan điểm việc cần đẩy mạnh chia sẻ hạ tầng nếu muốn phủ sóng 5G hiệu quả. Theo đó, trong mô hình kinh doanh TowerCo, tỷ lệ dùng chung sẽ là yếu tố rất quan trọng để cải thiện biên LN trong bối cảnh áp lực đầu tư trạm của doanh nghiệp là khá lớn.

**Hình 25: Việc có nhiều hơn 1 nhà mạng cho thuê trạm sẽ cải thiện biên EBITDA theo mô hình TowerCo, do đó, tỉ lệ dùng chung là yếu tố quan trọng**

Chỉ tiêu (triệu VND)	1 MNO	2 MNO	3 MNO
Giá thuê/tháng	7	11	15
Doanh thu	84	134	176
Tỉ lệ chiết khấu theo MNO (%)	0%	20%	30%
Capex trung bình/trạm	300		
Opex/trạm	35	38	42
Khấu hao	43	43	43
<b>EBITDA</b>	<b>49</b>	<b>96</b>	<b>134</b>
% biên EBITDA	59%	72%	76%

Nguồn: MBS Research

**Hình 26: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng TowerCo giai đoạn 2024-30**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Đơn vị	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Giá thuê trung bình	Tr VND/tháng	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
Số trạm BTS	Trạm	6,436	9,447	12,447	15,447	18,447	21,447	24,447	27,447
Số trạm BTS (> 2MNO)	Trạm	203	339	628	1,104	1,714	2,461	3,350	4,386
Tỉ lệ dùng chung	x	1.032	1.036	1.050	1.071	1.093	1.115	1.137	1.160
<b>Doanh thu</b>		<b>435</b>	<b>654</b>	<b>928</b>	<b>1,199</b>	<b>1,478</b>	<b>1,766</b>	<b>2,063</b>	<b>2,369</b>
LN gộp		133	180	271	353	441	533	632	813
% biên LN gộp	%	30%	28%	29%	29%	30%	30%	31%	34%
EBIT		111	148	225	293	367	445	529	694
Khấu hao		129	233	335	438	541	644	747	773
<b>EBITDA</b>		<b>254</b>	<b>380</b>	<b>560</b>	<b>731</b>	<b>908</b>	<b>1,089</b>	<b>1,276</b>	<b>1,468</b>
% biên EBITDA	%	58%	58%	60%	61%	61%	62%	62%	62%

Nguồn: MBS Research

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, giá thuê trạm trung bình hiện tại khoảng 8-12tr VND/trạm, tuy nhiên theo dự phóng của chúng tôi, giá thuê trung bình hiện tại vào khoảng 7.1tr VND/tháng do dự tính tỉ lệ cho thuê các trạm small cell ngày càng nhiều với giá thuê thấp hơn các trạm macro. Chúng tôi dự phóng số trạm tính đến cuối 2024 đạt 9,447 trạm (+47% svck), và tỉ lệ cho thuê dự kiến đạt 1.036x. Doanh thu 2024 tăng 50% svck và LN gộp tăng 36% svck (Biên LN gộp dự kiến giảm 2 điểm% do chi phí khấu hao tăng mạnh). Nhìn sang 2025-26, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng số trạm sẽ đạt 32% svck và 24% svck, tương đương ~3,000 trạm/năm theo kế hoạch của doanh nghiệp, tỉ lệ thuê chung đạt 1.05x và 1.07x, với giả định giá cho thuê trung bình giữ nguyên. Theo đó, doanh thu các năm lần lượt đạt 928 tỷ đồng (+42% svck) và 1,199 tỷ đồng (+29% svck), LN gộp đạt lần lượt 271 tỷ đồng (+50% svck) và 353 tỷ đồng (+30% svck). EBITDA dự kiến tăng trưởng 38% CAGR trong giai đoạn 2024-26 đạt lần lượt 380 tỷ đồng, 560 tỷ đồng, và 731 tỷ đồng. Lưu ý, chúng tôi dự phóng tỉ lệ cho thuê chung của Việt Nam tăng trưởng thấp so với những thị trường nổi bật trong khu vực như Trung Quốc (tỉ lệ cho thuê chung 1.5x), do quan điểm thận trọng về đặc tính thị trường Việt Nam, các nhà mạng có thể sẽ vẫn dè dặt trong việc thuê trạm của đối thủ trong thời gian đầu. Tuy nhiên nhu cầu phủ 5G cùng các chỉ thị từ chính phủ yêu cầu đẩy mạnh chia sẻ hạ tầng sẽ vẫn là những yếu tố tiếp tục thúc đẩy xu hướng này.

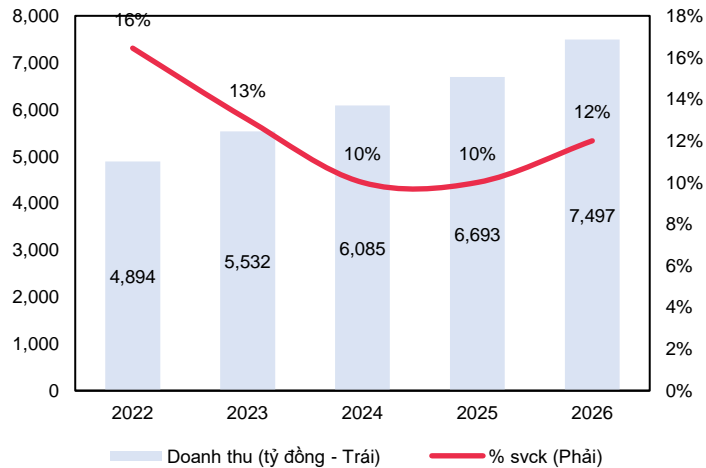
### Mảng vận hành duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định

Hiện tại, CTR là đơn vị vận hành chính cho hầu hết các trạm viễn thông và sợi thuê bao của Viettel trên 62 tỉnh thành (ngoại trừ TPHCM) và mạng lưới viễn thông tại Campuchia và Myanmar, mảng hiện đang đem về dòng doanh thu cao

nhất, tuy nhiên biên LN gộp không đang kể chỉ duy trì mức ~5%, đây cũng là mảng đòi hỏi lượng nhân sự cao, chiếm phần lớn nhân sự trong quy mô ~11.000 nhân sự của Viettel hiện tại.

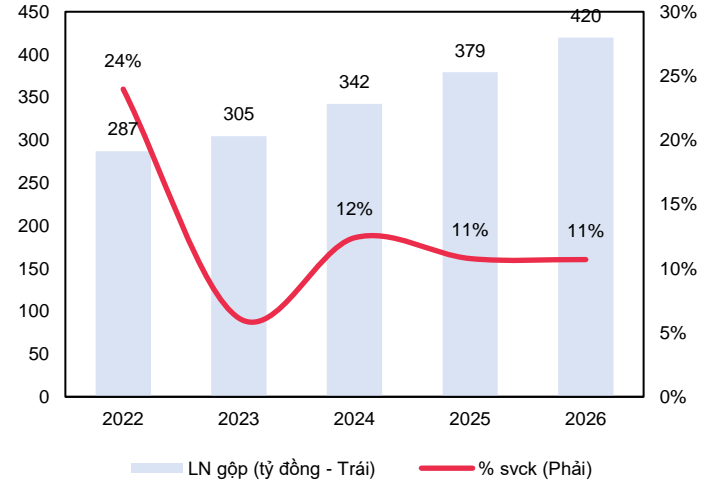
Về triển vọng, chúng tôi kỳ vọng mảng vận hành sẽ có tăng trưởng doanh thu đi khá sát với nhu cầu tăng trạm của Viettel trong thời gian tới dự kiến đạt ~11% CAGR trong giai đoạn 2025-30. LN gộp cũng sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 11% CAGR với biên LN gộp trung bình đạt ~5%.

**Hình 27: Doanh thu có thể tiếp tục tăng đều mức trung bình 15% CAGR giai đoạn 2025-30, đến từ nhu cầu đẩy trạm của Viettel**



Nguồn: MBS Research

**Hình 28: Dự kiến LN gộp tăng trưởng tương ứng với biên LN gộp ổn định ở mức 5%**



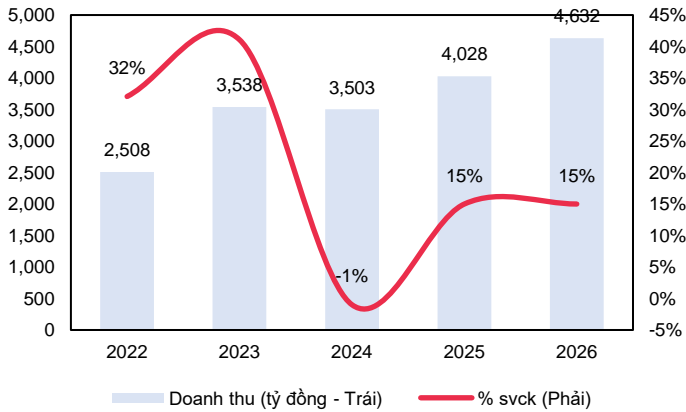
Nguồn: MBS Research

### Triển vọng mảng xây lắp đến từ sự phục hồi của thị trường BDS

Mặc dù mảng xây dựng viễn thông là một trong những mảng kinh doanh truyền thống của CTR, những năm gần đây doanh nghiệp đang tích cực đa dạng nguồn doanh thu ra ngoài tập đoàn, đến từ hoạt động xây dựng dân dụng cho các khách hàng BĐS ở cả phân khúc B2B và B2C. Theo đó, tỉ trọng doanh thu từ mảng xây dựng viễn thông giảm dần qua các năm và hiện tại chỉ chiếm khoảng 30-40% cơ cấu doanh thu 2022-23. Về nguồn việc, trong khi hoạt động xây lắp viễn thông có triển vọng nguồn việc gắn liền với nhu cầu phát triển trạm của tập đoàn mẹ, nguồn việc mảng xây dựng dân dụng cũng là động lực tăng trưởng chính và dự kiến sẽ được đảm bảo trong bối cảnh thị trường BDS đang dần ấm lại. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, hoạt động xây dựng dân dụng có tính chất cạnh tranh rất cao, biên LN gộp sẽ khó cải thiện, tuy nhiên, CTR có thể cung cấp cho khách hàng trọn bộ các dịch vụ bao gồm, xây dựng, cơ điện, cung cấp các giải pháp thiết bị về nhà thông minh và đây là lợi thế chính để doanh nghiệp tiếp tục duy trì nguồn việc trong tương lai.

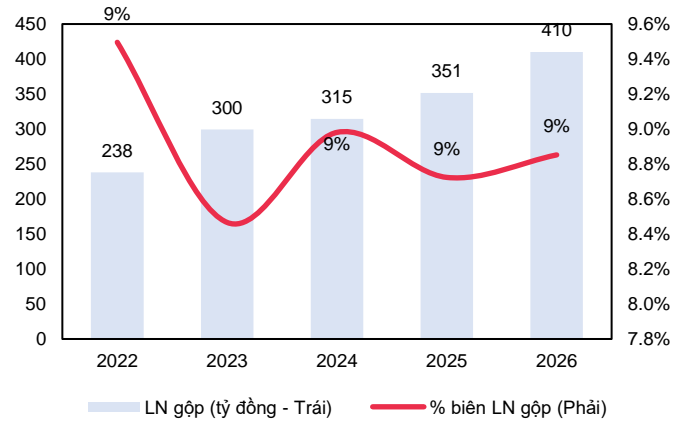
Chúng tôi dự phóng doanh thu trong giai đoạn này tăng trưởng ổn định ở mức 15% CAGR. Tăng trưởng LN gộp tương ứng đạt 15% CAGR trong 2024-26, với biên LN gộp duy trì ở mức 9% svck.

**Hình 29: Mạng xây lắp dự kiến tăng trưởng ~20% CAGR trong 2024-26, với động lực phân nhiều đến từ phân khúc xây dựng dân dụng**



Nguồn: MBS Research

**Hình 30: Biên LN gộp cũng duy trì quanh mức trung bình ~9%, do không có nhiều động lực cải thiện biên**

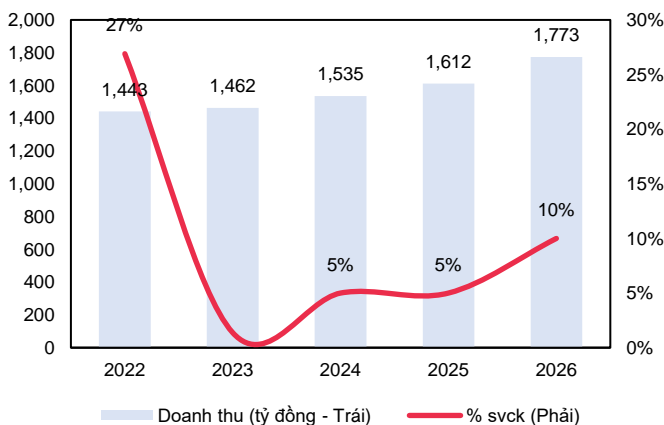


Nguồn: MBS Research

### Mạng Giải pháp tích hợp và dịch vụ kĩ thuật: Thị trường tiềm năng

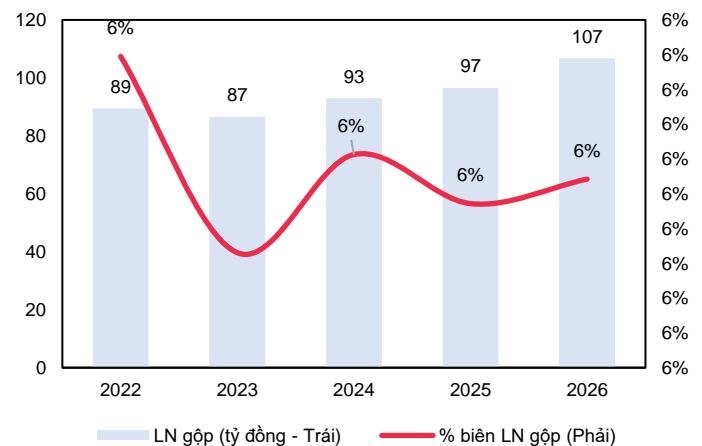
Đối với mạng giải pháp tích hợp và dịch vụ kĩ thuật, hiện tại CTR đang tham gia vào nhiều các hoạt động kinh doanh bao gồm lắp đặt điện mặt trời mái nhà, xây lắp cơ điện (Điện dân dụng, điện tử), kinh doanh các thiết bị và giải pháp thông minh, ICT (Camera, wifi), doanh nghiệp định hướng dần hoàn thiện toàn chuỗi giá trị phát triển nhà thông minh (smart home). Mặc dù đã đạt được những thành công nhất định và ghi nhận tăng trưởng doanh thu tốt từ 2019-23, hiện tại đây chủ yếu đây là mảng kinh doanh tận dụng những lợi thế sẵn có để đa dạng hóa nguồn doanh thu và mở rộng sang các thị trường tiềm năng trong hệ sinh thái. Chúng tôi cho rằng thời điểm nhu cầu cho các dịch vụ smarthome được phổ biến hơn khi Việt Nam phủ sóng rộng rãi 5G sẽ là điểm thúc đẩy cho hoạt động kinh doanh này khởi sắc, và CTR với năng lực triển khai hầu hết các bước trong quá trình hình thành một ngôi nhà thông minh sẽ có lợi thế lớn trong giai đoạn này. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2024-26 tăng trưởng ở mức 7% CAGR, và LN gộp cũng sẽ tăng trưởng tương ứng với biên LN gộp ổn định ở mức ~6%.

**Hình 31: Dự kiến doanh thu của mảng sẽ chỉ tăng nhẹ 7% CAGR trong 2025-26**



Nguồn: MBS Research

**Hình 32: LN gộp và biên LN gộp cũng duy trì ổn định ở mức 5%**



Nguồn: MBS Research

## Tổng hợp dự phóng KQKD 2024-26

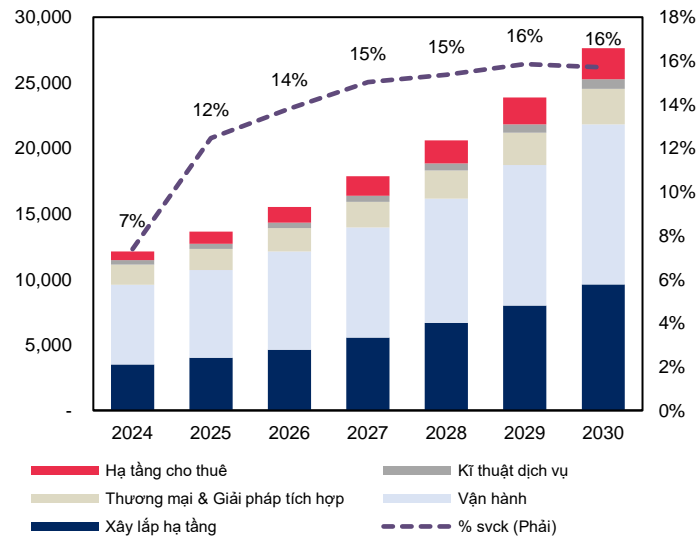
Hình 33: Tổng hợp dự phóng KQKD 2024-2026

Tỷ đồng	2023	2024	% svck	2025	% svck	2026	% svck
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>11,299</b>	<b>12,134</b>	<b>7%</b>	<b>13,646</b>	<b>12%</b>	<b>15,531</b>	<b>14%</b>
Xây lắp hạ tầng	3,538	3,503	-1%	4,028	15%	4,632	15%
Vận hành khai thác	5,532	6,085	10%	6,693	10%	7,497	12%
Thương mại & Giải pháp tích hợp	1,462	1,535	5%	1,612	5%	1,773	10%
Kỹ thuật dịch vụ	332	357	8%	384	8%	430	12%
TowerCo	435	654	50%	928	42%	1,199	29%
<b>LN gộp</b>	<b>890</b>	<b>992</b>	<b>11%</b>	<b>1,169</b>	<b>18%</b>	<b>1,367</b>	<b>17%</b>
Biên LN gộp (%)	7.9%	8.2%		8.6%		8.8%	
Xây lắp hạ tầng	300	315	5%	351	12%	410	17%
Vận hành khai thác	305	342	12%	379	11%	420	11%
Thương mại & Giải pháp tích hợp	87	93	8%	97	4%	107	11%
Kỹ thuật dịch vụ	65	62	-5%	71	15%	77	8%
TowerCo	134	180	34%	271	50%	353	30%
Chi phí QLDN	249	258	4%	295	15%	336	14%
EBIT	643	734	14%	874	19%	1,031	18%
<b>EBITDA</b>	<b>902</b>	<b>1,085</b>	<b>20%</b>	<b>1,315</b>	<b>21%</b>	<b>1,574</b>	<b>20%</b>
Doanh thu tài chính	97	60	-38%	66	9%	80	22%
Chi phí tài chính	93	108	16%	130	19%	150	16%
<b>LNTT</b>	<b>645</b>	<b>685</b>	<b>6%</b>	<b>808</b>	<b>18%</b>	<b>959</b>	<b>19%</b>
Chi phí thuế	129	138	7%	162	17%	193	19%
<b>LN ròng</b>	<b>516</b>	<b>546</b>	<b>6%</b>	<b>646</b>	<b>18%</b>	<b>766</b>	<b>19%</b>
EPS (đ/cp)	4,510	4,777	6%	5,648	18%	6,696	19%

Nguồn: CTR, MBS Research

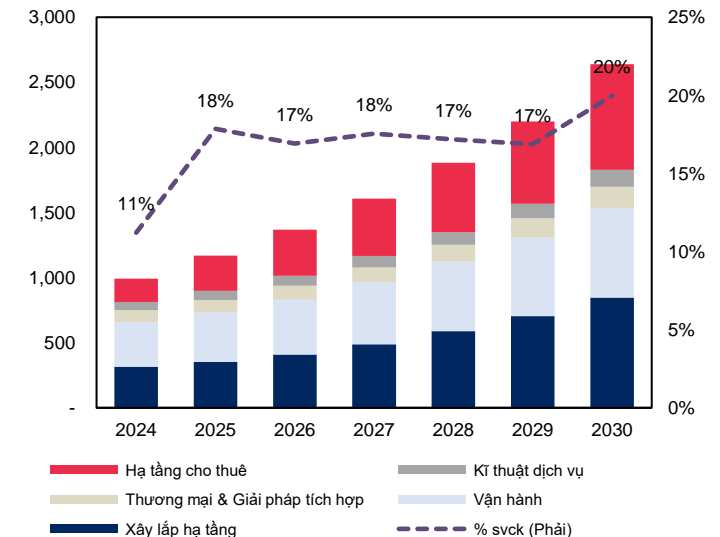
## Tổng hợp dự phóng KQKD dài hạn 2024-30

Hình 34: Doanh thu hai mảng vận hành và xây lắp dự kiến vẫn chiếm chủ đạo trong hoạt động kinh doanh từ nay đến 2030



Nguồn: MBS Research

Hình 35: Tuy nhiên, tỉ trọng LN gộp từ mảng TowerCo dự kiến sẽ tăng mạnh mẽ trong 2024-30 theo đánh giá của MBS (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: MBS Research



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024F	2025F	2026F		2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	11,299	12,134	13,646	15,531	LN trước thuế	645	685	808	959
Giá vốn hàng bán	(10,407)	(11,142)	(12,477)	(14,164)	Khấu hao	76	-	-	-
Lợi nhuận gộp	892	992	1,169	1,367	Thuế đã nộp	(58)	(138)	(162)	(193)
Chi phí quản lý DN	(249)	(258)	(289)	(334)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	-	(7)	(3)	Thay đổi VLB	(251)	201	3	(94)
LN từ HĐKD	643	734	874	1,031	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>573</b>	<b>1,045</b>	<b>1,018</b>	<b>1,136</b>
EBITDA thuần	902	1,085	1,315	1,574	Đầu tư TSCĐ	(483)	(809)	(904)	(904)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>643</b>	<b>734</b>	<b>874</b>	<b>1,031</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	-
Thu nhập lãi	97	60	66	80	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(159)</b>	<b>(607)</b>	<b>(861)</b>	<b>(965)</b>
Chi phí tài chính	(93)	(108)	(130)	(150)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(2)	(1)	(2)	(2)	Tiền vay ròng nhận được	109	223	90	30
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	(12)	10	(0)
<b>LN trước thuế</b>	<b>645</b>	<b>685</b>	<b>808</b>	<b>959</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(117)	(486)	(194)	(230)
Thuế TNDN	(129)	(138)	(162)	(193)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(9)</b>	<b>(65)</b>	<b>176</b>	<b>130</b>
Lợi nhuận sau thuế	516	546	646	766	Tiền & tương đương tiền đầu kì	414	819	1,192	1,525
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	404	373	333	300
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>516</b>	<b>546</b>	<b>646</b>	<b>766</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>819</b>	<b>1,192</b>	<b>1,525</b>	<b>1,825</b>
Chi trả cổ tức	(117)	(486)	(194)	(230)					
Lợi nhuận giữ lại	398	60	452	536					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2023	2024F	2025F	2026F		2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	819	1,192	1,525	1,825	Tăng trưởng doanh thu thuần	20.6%	7.4%	12.5%	13.8%
Đầu tư ngắn hạn	1,000	1,011	1,189	1,484	Tăng trưởng EBITDA	18.6%	20.4%	21.1%	19.8%
Phải thu khách hàng	2,924	2,742	3,058	3,542	Tăng trưởng LN từ HĐKD	16.5%	14.2%	19.0%	17.9%
Hàng tồn kho	790	956	1,051	1,188	Tăng trưởng LN trước thuế	16.2%	6.2%	18.0%	18.6%
Tài sản ngắn hạn khác	81	103	112	123	Tăng trưởng LN ròng	16.5%	5.9%	18.2%	18.6%
Tổng tài sản ngắn hạn	5,614	6,004	6,934	8,161	Tăng trưởng EPS	16.5%	5.9%	18.2%	18.6%
Tài sản cố định	262	187	112	38					
Tài sản vô hình	23	23	23	23	Biên LN gộp	7.9%	8.2%	8.6%	8.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	153	155	154	154	Biên EBITDA	8.0%	8.9%	9.6%	10.1%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	4.6%	4.5%	4.7%	4.9%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROAE	28.8%	27.5%	28.8%	28.0%
Đầu tư dài hạn khác	829	1,207	1,591	1,872	ROAA	8.0%	7.5%	7.9%	8.0%
Tài sản dài hạn khác	36	31	39	42	ROIC	14.6%	13.6%	13.4%	13.4%
Tổng tài sản dài hạn	1,302	1,602	1,919	2,128					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6,916</b>	<b>7,606</b>	<b>8,853</b>	<b>10,290</b>	Vòng quay tài sản	1.74	1.67	1.66	1.62
					Cổ tức chi trả/LN ròng	22.8%	89.0%	30.0%	30.0%
Vay & nợ ngắn hạn	1,196	1,406	1,676	2,006	Tổng nợ vay/VCSH	19.0%	29.5%	27.6%	23.7%
Phải trả người bán	581	593	662	753	Nợ vay ròng/VCSH	38.6%	40.4%	34.1%	30.0%
Phải trả ngắn hạn khác	2,758	2,953	3,307	3,754	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10.9%	10.7%	9.5%	8.8%
Tổng nợ ngắn hạn	4,535	4,952	5,645	6,513	Khả năng thanh toán lãi vay	7.6	6.8	6.7	6.9
Vay & nợ dài hạn	378	601	691	721					
Các khoản phải trả khác	15	17	18	21	Số ngày phải thu	85	82	82	83
Tổng nợ dài hạn	392	618	709	742	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	30	31	31	31
<b>Tổng nợ</b>	<b>4,928</b>	<b>5,570</b>	<b>6,354</b>	<b>7,255</b>	Số ngày phải trả tiền bán	20	19	19	19
Vốn điều lệ	1,144	1,144	1,144	1,144	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.2	1.2	1.2	1.3
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.0	1.0	1.1
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.4	0.5	0.5
LN giữ lại	813	873	1,325	1,862					
Các quỹ thuộc VCSH	31	20	30	29	<b>Định giá</b>				
Chênh lệch tỷ giá	2	3	4	5	EPS (đồng/cp)	4,510	4,777	5,648	6,696
Vốn chủ sở hữu	1,957	2,017	2,469	3,005	BVPS (đồng/cp)	17,108	17,633	21,587	26,274
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	P/E (lần)	29.3	27.6	23.4	19.7
Tổng vốn chủ sở hữu	1,988	2,037	2,499	3,035	P/B (lần)	7.7	7.5	6.1	5.0
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>6,916</b>	<b>7,606</b>	<b>8,853</b>	<b>10,290</b>					

Nguồn: CTR, MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) 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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Đinh Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

*Nghiêm Phú Cường*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Nguyễn Đức Hào*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*