

## TỔNG CTCP CÔNG TRÌNH VIETTEL (UpCOM: CTR)



**(MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200)**

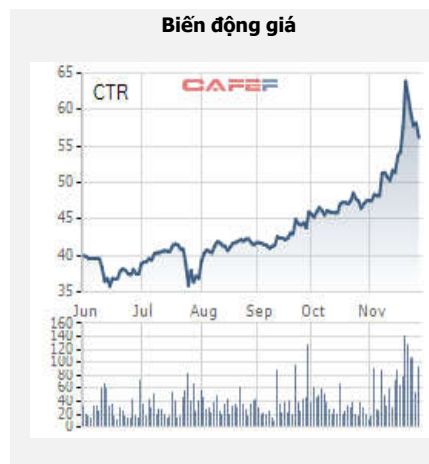
### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTR với **giá mục tiêu 85,200 đồng** trên cơ sở (i) CTR là một trong những trụ cột quan trọng của Tập đoàn Viettel, hưởng lợi độc quyền nhóm của ngành viễn thông Việt Nam, (ii) là DN dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng viễn thông & vận hành hạ tầng viễn thông, (iii) triển vọng khả quan của ngành công nghệ - viễn thông và năng lượng sạch, tạo tiền đề tăng trưởng bền vững hoạt động Xây lắp và Giải pháp tích hợp, và (iv) sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh kết hợp với tính chủ động cao về nguồn vốn.

Tập đoàn Viettel dự kiến sẽ thoái vốn 7.75 triệu cổ phiếu CTR, tương đương với 11% tỷ lệ sở hữu sẽ là yếu tố tác động đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

### Tiêu điểm đầu tư

- **Hưởng lợi độc quyền nhóm của ngành viễn thông VN.** Tập đoàn Viettel dẫn đầu toàn ngành viễn thông với 60% thị phần. Với 85% doanh thu liên quan tới Viettel, CTR là DN được hưởng lợi độc quyền không chỉ từ Viettel mà còn từ các Tập đoàn viễn thông lớn trong nước.
- **Là DN dẫn đầu về khối lượng công trình và vận hành viễn thông.** CTR đã thi công 142,000 km cáp quang, chiếm 45% các tuyến cáp quang của Viettel trên toàn cầu; xây dựng 50,000 trạm phát sóng, đưa Viettel trở thành mạng di động có mạng lưới số 1 tại Việt Nam.  
CTR hiện đang triển khai vận hành khai thác tại 62 tỉnh thành với 34,000 trạm BTS, 3,000 đôi dây thuê bao. DN cũng đẩy mạnh hoạt động vận hành mạng cáp quang cho các đơn vị bên ngoài như Bộ Công An, CMC, Mobifone và tại Cambodia, Myanmar.
- **Triển vọng khả quan ngành công nghệ - viễn thông và năng lượng sạch** trong bối cảnh: (i) tỷ lệ đô thị hóa cao, (ii) nhu cầu cao về chuyển đổi số của các DN, và (iii) công nghệ 5G và các chính sách phát triển các nguồn năng lượng sạch, năng lượng tái tạo được đẩy mạnh trong giai đoạn 2020-2025.
- **Sức khỏe tài chính lành mạnh.** DN có tính chủ động cao về nguồn vốn, nợ vay chiếm tỷ trọng rất thấp. KQKD ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao với CAGR 35% doanh thu và 13% LNTT trong giai đoạn 2015 – 2019. Tỷ suất sinh lời duy trì ở mức cao với ROE >20%.



Ngày báo cáo	03/12/2020
Giá hiện tại	VND 57,600
Giá mục tiêu	VND 85,200
<b>Upside</b>	<b>47.9 %</b>
Lợi tức	1.7 %
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>49.6%</b>
Vốn hóa thị trường	4,199 Tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 22,900
	VND 63,000
KLGD bình quân	394,410 CP
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49.00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	1.02%

Chi tiêu	Đơn vị	FY17	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Doanh thu thuần	Tỷ VND	4,277	5,054	5,786	7,124	8,862
Biên LN gộp	%	6.06%	5.82%	6.76%	9.10%	10.41%
LN trước thuế	Tỷ VND	191	229	299	436	503
Lãi ròng	Tỷ VND	148	180	239	349	402
EPS	VND	2,273	2,834	2,980	3,395	4,957
P/E forward	Lần				17.0x	11.6x
ROE	%	17.44	19.91	23.93	25.40	26.50

(Nguồn: MBS Research)

## TỔNG CTCP CÔNG TRÌNH VIETTEL (UpCOM: CTR)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200)

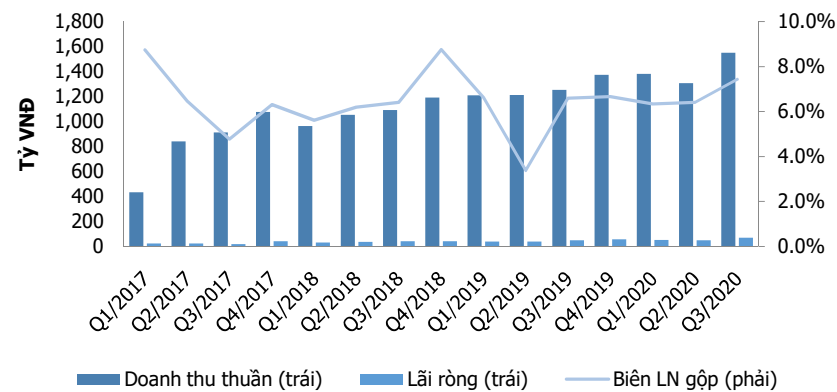
### Thông tin cập nhật

- **Lãi ròng Q3 2020 tăng 46% n/n.** Bất chấp những khó khăn của dịch Covid-19, hoạt động kinh doanh của CTR vẫn vượt trội với mức lãi cao kỷ lục, đạt tương ứng 70 tỷ đồng. Doanh thu trong kỳ đạt 1,550 tỷ đồng, tăng 24% n/n nhờ tăng trưởng khá ở tất cả các mảng kinh doanh của DN. Mảng vận hành khai thác tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu với 55%.
- **Lũy kế 9T2020,** tổng doanh thu đạt 4,235 tỷ đồng, tăng 15% và lợi nhuận sau thuế đạt 168.3 tỷ đồng – tăng 35% so với cùng kỳ năm 2019. Với kế hoạch doanh thu 6,000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 199 tỷ đồng năm 2020, CTR đã hoàn thành 70.6% chỉ tiêu doanh thu và 84.6% chỉ tiêu lợi nhuận.
- **Mảng hạ tầng cho thuê (TowerCo) chứng kiến tăng trưởng vượt bậc** với 22 tỷ đồng doanh thu trong Q3 và 36.7 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm, cao hơn so với mức 1.7 tỷ đồng và ~3.5 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

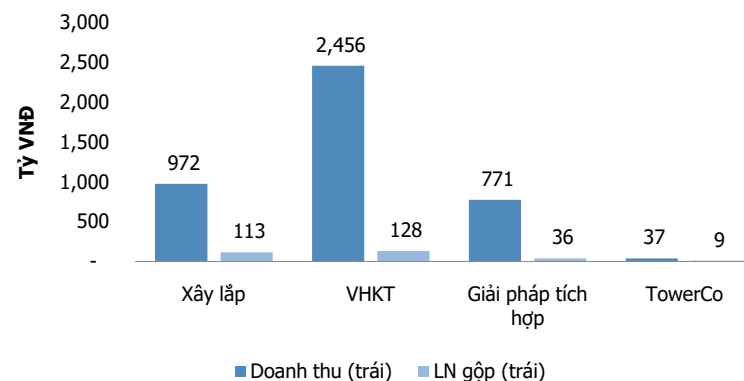
Về chiến lược đến năm 2025 trở thành TowerCo số 1 Việt Nam, CTR cho biết công ty sẽ đầu tư khoảng 10,000 tỷ cho lĩnh vực này. DN cho biết công ty sẽ vừa xây mới trạm phát sóng (BTS), vừa nhận thêm trạm từ Tập đoàn Viettel. Theo kế hoạch, CTR sẽ mua lại 10 nghìn trạm từ Viettel và xây mới (chưa tính 5G) mỗi năm 1,500 đến 3,000 trạm.

- **Mục tiêu đến 2025:** CTR đặt mục tiêu chuyển dịch từ đơn vị xây lắp và vận hành khai thác viễn thông thành nhà đầu tư và cho thuê hạ tầng viễn thông số một Việt Nam vào năm 2025. Doanh thu đến năm 2025 kỳ vọng đạt 2,550 tỷ đồng, chiếm 22% doanh thu, với mức tăng trưởng bình quân cao hơn 50%.

KQKD theo quý



Cơ cấu doanh thu 9T2020



(Nguồn: CTR)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200)

**CTR là một trong những trụ cột quan trọng của Tập đoàn Viettel, và là DN dẫn đầu về khối lượng công trình và vận hành viễn thông...**

- **DN hưởng lợi độc quyền từ nhóm ngành viễn thông.** Ngành viễn thông Việt Nam có sự tham gia của 3 Tập đoàn lớn với thị phần trên 90%, gồm: Viettel, Mobiphone và Vinaphone. Trong đó, Viettel là tập đoàn viễn thông dẫn đầu ngành, chiếm hơn 54% thị phần của toàn ngành viễn thông.

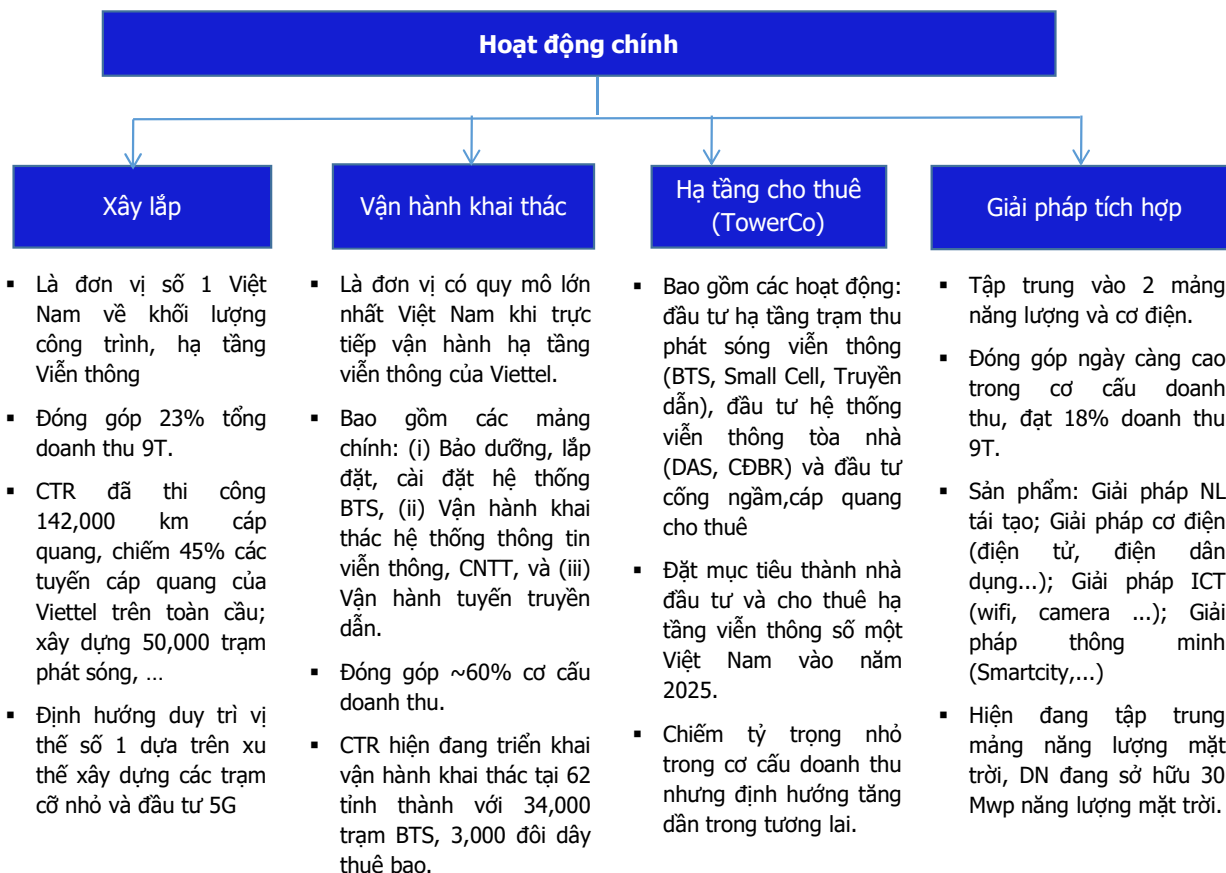
85% doanh thu của CTR liên quan tới Viettel. DN được hưởng lợi độc quyền không chỉ từ Viettel mà còn từ các Tập đoàn viễn thông lớn trong nước khi trực tiếp tham gia thi công các công trình viễn thông và vận hành hạ tầng viễn thông như Mobifone, Bộ Công an, CMC...

- **KQKD ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao với CAGR 39% doanh thu và 13% LNTT trong giai đoạn 2015 – 2019.** Trong năm 2019, CTR ghi nhận doanh thu 5,054 tỷ đồng, tăng 18%; Lợi nhuận sau thuế 181 tỷ đồng, tăng 23% so với năm trước đó.

- **Chiến lược phát triển:** tập trung 4 trụ cột chiến lược gồm: Vận hành khai thác, Xây lắp, Hạ tầng cho thuê và Giải pháp tích hợp. Định hướng duy trì.

- **Biên LN gộp mảng TowerCo cao nhất trong 4 hoạt động chính của CTR** với ~25%. Chúng tôi nhận thấy các công ty lớn hoạt động trong mảng này đều ghi nhận mức biên LN gộp cao với >50%.

- **DN sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh.** Nợ vay chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu nguồn vốn. Hiệu quả hoạt động ổn định và tăng dần qua các năm với ROE duy trì cao, >20%.

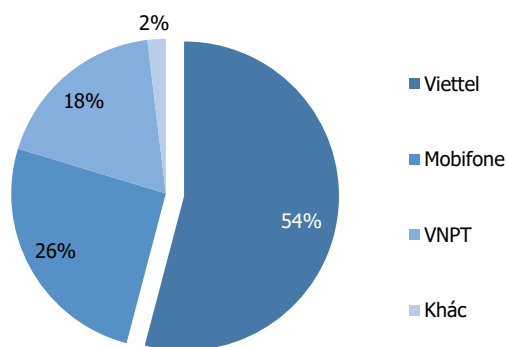


# TỔNG CTCP CÔNG TRÌNH VIETTEL (UpCOM: CTR)

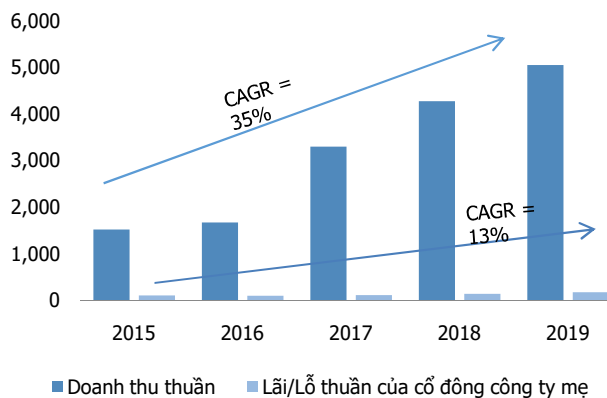


(MUA; Giá mục tiêu: VND 85.200)

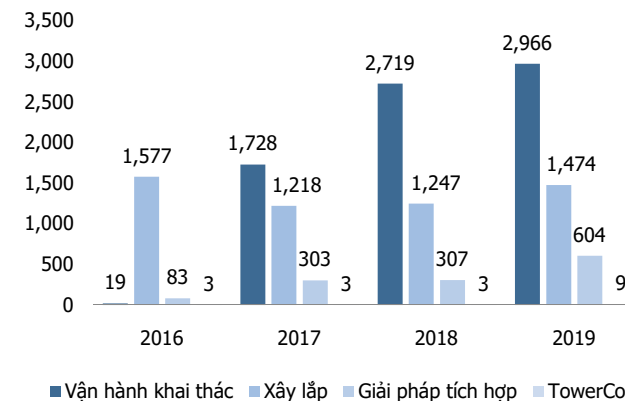
Thị phần dịch vụ viễn thông mặt đất



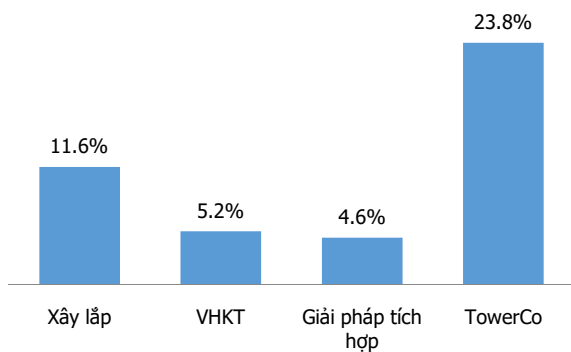
Kết quả kinh doanh theo năm



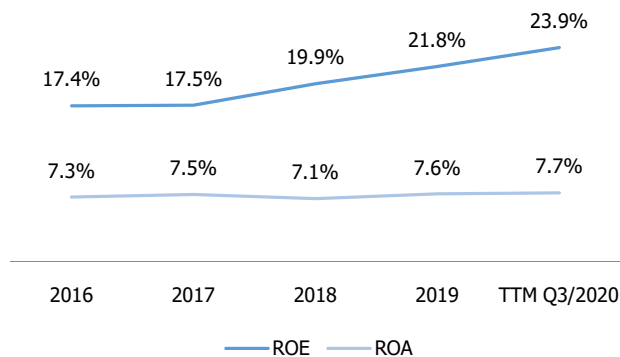
Cơ cấu doanh thu theo năm (tỷ VND)



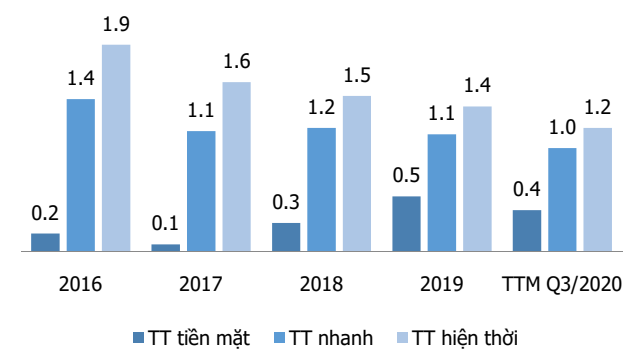
Biên LN gộp 9T2020 theo HĐKD



Hiệu quả sinh lời



Hệ số thanh toán



(Nguồn: CTR)

## TỔNG CTCP CÔNG TRÌNH VIETTEL (UpCOM: CTR)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200)

... với định hướng trở thành nhà đầu tư và cho thuê hạ tầng viễn thông số một Việt Nam vào năm 2025

- **Biên LN gộp mảng TowerCo cao nhất trong 4 hoạt động chính của CTR** với ~25%.

- Chúng tôi nhận thấy các công ty lớn hoạt động trong mảng này đều ghi nhận mức biên LN gộp cao với >50%.

- **Việc phát triển TowerCo hiện được đánh giá là xu thế tất yếu** bởi các nhà mạng đang dần từ bỏ sở hữu các tài sản cố định để tập trung đầu tư vào các hoạt động cốt lõi, giảm chi phí đầu tư, và tăng vùng phủ sóng.

Theo TowerExchange, các TowerCo trên thế giới sở hữu tới 84% trạm BTS trên thế giới với biên lợi nhuận gộp từ 50-70%. Các TowerCo lớn có thể kể đến bao gồm như American Tower Co, SBA Communications...

- **Dư địa tăng trưởng lớn của thị trường TowerCo tại Việt Nam** nhờ (i) thị trường khá phân mảnh, (ii) mật độ thâm nhập của TowerCo thấp, chỉ 12% số trạm BTS do các TowerCo sở hữu, và (iii) Chỉ thị 52/CT-BTTTT ngày 11/11/2019 về việc tăng cường chia sẻ, sử dụng chung cơ sở hạ tầng viễn thông thụ động.

- **Mục tiêu trở thành TowerCo số 1 tại Việt Nam đến năm 2025.** CTR đặt mục tiêu chuyển dịch từ đơn vị xây lắp và vận hành khai thác viễn thông thành nhà đầu tư và cho thuê hạ tầng viễn thông số một Việt Nam vào năm 2025. Doanh thu đến năm 2025 kỳ vọng đạt 2,550 tỷ đồng, chiếm 22% doanh thu, với mức tăng trưởng bình quân cao hơn 50%.

- DN cho biết công ty sẽ vừa xây mới trạm phát sóng (BTS), vừa nhận thêm trạm từ Tập đoàn Viettel. Theo kế hoạch, CTR sẽ mua lại 10 nghìn trạm từ Viettel và xây mới (chưa tính 5G) mỗi năm 1,500 đến 3,000 trạm.

Hệ thống TowerCo trên thế giới Q3 2019

China Tower Corporation <sup>[1]</sup> 1,979,000	Vodafone Towerco <sup>[2]</sup> 44,100	Reliance Jio Infratel 175,000
	Orange towerco <sup>[9]</sup> 40,200	American Tower 170,665
	Crown Castle 40,039	Indus Towers 127,946
	Cellnex 35,560	Bharti Infratel 41,050
	Deutsche Funkturm 33,000	29 towercos with 5,000-19,999 towers 297,443
	SBA Communications 30,768	
	edotco 29,924	
	CK Hutchison Networks <sup>[4]</sup> 28,500	
	GTL Infrastructure 27,707	
	IHS Towers 24,002	258 towercos with <5,000 towers <sup>[5]</sup> 197,786
	INWIT 22,100	
	Guodong 20,000	

Biên LN gộp 1 số TowerCo lớn trên thế giới

	2019	9T2020
Crown Castle International Corp (CCI US)	66,2%	67,8%
Equinix Inc (EQIX US)	50,5%	49,4%
American Tower Corp (AMT US)	70,9%	72,2%
Digital Realty Trust Inc (DLR US)	62,7%	61,3%
SBA Communications Corp (SBAC US)	75,5%	77,5%

(Nguồn: TowerExchange, Bloomberg)

## TỔNG CTCP CÔNG TRÌNH VIETTEL (UpCOM: CTR)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200)

### Mô hình dự phóng

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng phát triển của công ty trong những năm tới dựa trên xu hướng phát triển của thị trường trong lĩnh vực công nghệ thông tin và năng lực, thể mạnh của công ty trong những lĩnh vực này.

Chúng tôi cũng đưa ra các kịch bản phát triển của công ty, đặc biệt là nhu cầu về nguồn vốn tài trợ cho các dự án phát triển trong tương lai. Cụ thể chúng tôi cho rằng với chiến lược phát triển mở rộng sang đầu tư và trở thành một TowerCo dẫn đầu trên thị trường, công ty cần nguồn vốn khoảng 10,600 tỷ đồng cho đầu tư hạ tầng trong giai đoạn 2021-2025, chúng tôi dự phóng ngoài lợi nhuận tích lũy hàng năm, công ty cần bổ sung nguồn vốn phát hành cổ phiếu và đi vay với giá trị lần lượt là 1,042 tỷ đồng và 6,800 tỷ đồng (tương đương tỷ lệ vốn vay là 65%).

### Định giá

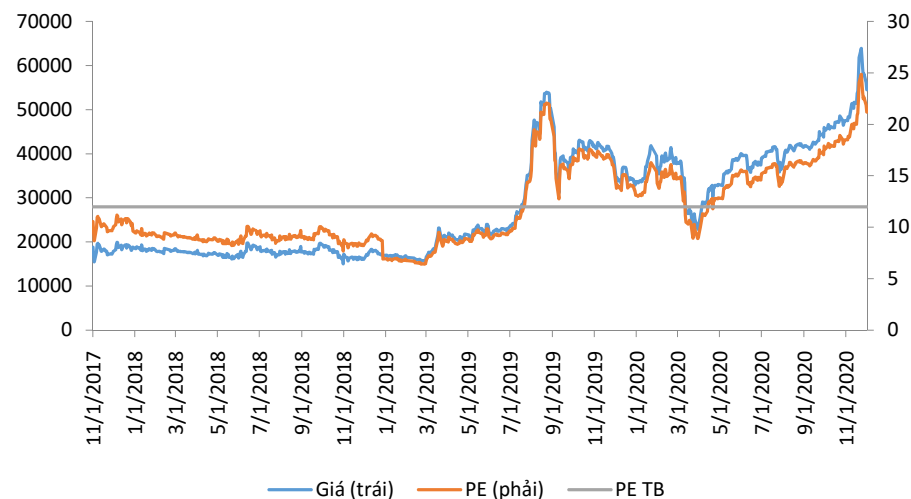
Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu CTR vào khoảng 85,200 đồng/cổ phần** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền với giả định chi phí sử dụng vốn là 13.45% và tăng trưởng hàng năm sau năm 2026 đạt 2.5%.

Chúng tôi đánh giá cao khả năng phát triển mạnh mẽ trong những năm tới của CRT với chiến lược phát triển tập trung vào 4 lĩnh vực dựa trên xu hướng phát triển thị trường viễn thông nói chung và thể mạnh, năng lực hoạt động của CTR nói riêng trong những năm qua và tương lai. **Do đó, có thể thực hiện chiến lược đầu tư dài hạn cổ phiếu CTR trong thời điểm hiện tại.**

### Dự phóng Giá trị đầu tư – Vốn CP và vay nợ

Chi tiêu	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Giá trị đầu tư</b>	<b>157</b>	<b>2,487</b>	<b>3,344</b>	<b>1,544</b>	<b>1,544</b>	<b>1,544</b>
- Vốn chủ sở hữu	55	870	1,170	540	540	540
- Vốn vay	102	1,616	2,174	1,004	1,004	1,004

### P/E lịch sử



(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

## TỔNG CTCP CÔNG TRÌNH VIETTEL (UpCOM: CTR)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200)

### Mô hình dự phóng

Chỉ tiêu	2018A	2019A	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,277</b>	<b>5,054</b>	<b>5,786</b>	<b>7,124</b>	<b>8,862</b>	<b>9,778</b>	<b>10,694</b>	<b>11,646</b>	<b>12,207</b>
<i>Xây lắp công trình viễn thông</i>	1,247	1,474	1,430	1,544	1,668	1,801	1,909	2,024	2,145
<i>Vận hành khai thác ht viễn thông</i>	2,719	2,966	3,203	3,460	3,667	3,887	4,120	4,368	4,630
<i>Giải pháp tích hợp và thương mại</i>	307	593	1,103	1,213	1,335	1,468	1,615	1,776	1,954
<i>Kinh doanh cho thuê hạ tầng viễn thông</i>	-	-	50	907	2,193	2,621	3,050	3,479	3,479
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(4,018)</b>	<b>(4,760)</b>	<b>(5,395)</b>	<b>(6,476)</b>	<b>(7,940)</b>	<b>(8,732)</b>	<b>(9,526)</b>	<b>(10,352)</b>	<b>(10,870)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>259</b>	<b>294</b>	<b>391</b>	<b>648</b>	<b>922</b>	<b>1,046</b>	<b>1,168</b>	<b>1,294</b>	<b>1,337</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>6.06%</b>	<b>5.82%</b>	<b>6.76%</b>	<b>9.10%</b>	<b>10.41%</b>	<b>10.69%</b>	<b>10.93%</b>	<b>11.11%</b>	<b>10.95%</b>
<i>Xây lắp công trình viễn thông</i>	9.9%	9.3%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<i>Vận hành khai thác ht viễn thông</i>	4.7%	4.6%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<i>Giải pháp tích hợp và thương mại</i>	1.3%	3.4%	4.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<i>Kinh doanh cho thuê hạ tầng viễn thông</i>	Na	na	22.0%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Doanh thu tài chính	18	21	10	6	6	5	5	4	4
Chi phí tài chính	0	(2)	(11)	(101)	(273)	(375)	(388)	(380)	(303)
- Chi phí lãi vay	0	0	(10)	(100)	(271)	(374)	(387)	(379)	(302)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(105)	(101)	(116)	(142)	(177)	(196)	(214)	(233)	(244)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	172	212	274	411	478	480	571	685	793
<b>EBIT</b>	<b>191</b>	<b>229</b>	<b>309</b>	<b>536</b>	<b>774</b>	<b>879</b>	<b>983</b>	<b>1,089</b>	<b>1,120</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>191</b>	<b>229</b>	<b>299</b>	<b>436</b>	<b>503</b>	<b>505</b>	<b>596</b>	<b>710</b>	<b>818</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>148</b>	<b>180</b>	<b>239</b>	<b>349</b>	<b>402</b>	<b>404</b>	<b>477</b>	<b>568</b>	<b>655</b>
<b>Cổ tức mỗi cổ phần</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>

(Nguồn: CTR, MBS Research)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ $-15\%$ đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

### **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

### **MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

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

Hotline: **1900 9088**