

CTCP Công trình Viettel (HSX: CTR)

Vùng định giá hấp dẫn để tích lũy

- LN ròng Q1/25 tăng 5% svck, thấp hơn kỳ vọng và hoàn thành 19% dự phóng của chúng tôi; Mảng cho thuê hạ tầng là đầu tàu tăng trưởng bù đắp KQKD ảm đạm các mảng xây lắp và vận hành.
- Điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng 2025/26/27 lần lượt 12%/19%/23% do quan điểm thận trọng hơn về triển vọng tăng trưởng mảng vận hành, xây lắp và hạ tầng cho thuê, LN ròng sau điều chỉnh tăng trưởng 5%/10%/14% svck.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 119,900đ/cp.

KQKD Q1/25: Kinh doanh chậm lại ở hầu hết các mảng

Trong Q1/25, doanh thu tăng 4% svck với đóng góp chủ yếu từ mảng dịch vụ & GPKT và cho thuê hạ tầng, bù đắp cho các mảng kinh doanh chính như vận hành khai thác và xây lắp. LN gộp tăng 7% svck với biên LN gộp cải thiện 0.2 đ%, chủ yếu do đóng góp lớn hơn của mảng biên cao như cho thuê hạ tầng. Mặt khác, biên LN gộp mảng xây lắp giảm do đóng góp từ phân khúc biên thấp như xây dựng B2C tăng mạnh. Doanh thu tài chính tăng 63% svck do tiền gửi tăng, và chi phí tài chính cũng ghi nhận tăng 28% svck đến từ các khoản vay mới cho triển khai phát triển trạm BTS. Theo đó, LN ròng Q1/25 đạt 122 tỷ đồng (+5% svck), hoàn thành 21% kế hoạch cả năm của doanh nghiệp và 19% dự phóng MBS.

KQKD 2025-27: Điều chỉnh giảm biên LN gộp mảng xây lắp và hạ tầng

Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ doanh thu 2025-27, tăng trưởng sau điều chỉnh đạt 11%/12%/12% svck do 1) Tăng doanh thu xây lắp phản ánh kế hoạch đẩy mạnh phân khúc xây dựng dân dụng và kỳ vọng về sự phục hồi thị trường BDS từ 2025; 2) Giảm doanh thu vận hành và hạ tầng cho thuê do quan điểm thận trọng hơn về tiến độ xây mới và phủ sóng 5G của Viettel, cũng như giảm tỷ trọng cho thuê chung sv dự phóng trước. LN gộp 2025-27 điều chỉnh giảm 12%/11%/18%, tương đương tăng trưởng 16%/11%/15% svck do 1) Tăng chi phí khấu hao trạm BTS trong những năm đầu vận hành, 2) Giảm LN gộp xây lắp do mảng xây dựng dân dụng có biên LN thấp hơn. Điều chỉnh giảm chi phí tài chính 8%/11%/12% do giả định lãi suất thấp hơn. Tổng hợp lại, LN ròng 2025/26/27 điều chỉnh giảm 12%/19%/23% sv dự phóng trước, LN ròng sau điều chỉnh có thể tăng trưởng 5%/10%/14% svck.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 119,900đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 22% so với báo cáo trước chủ yếu do điều chỉnh EPS 2025/26/27 lần lượt 12%/19%/23% do quan điểm thận trọng hơn về triển vọng tăng trưởng các mảng như vận hành và xây lắp. Đợt giảm giá theo thị trường gần đây đã đưa giá cổ phiếu về vùng hấp dẫn để tích lũy trong khi CTR vẫn là đại diện nổi bật trong xu thế đầu tư doanh nghiệp nền kinh tế mới cùng tăng trưởng LN bền vững hạn với sức khỏe tài chính tốt.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	12,610	13,977	15,626	17,572
Lợi nhuận ròng	538	566	620	708
Tăng trưởng doanh thu thuần	11.6%	10.8%	11.8%	12.5%
Tăng trưởng LN ròng	4.3%	5.1%	9.5%	14.2%
Biên LN gộp	7.0%	7.3%	7.3%	7.5%
Biên EBITDA	8.2%	8.5%	8.7%	8.9%
ROAE	29.1%	29.7%	27.7%	27.1%
ROAA	7.7%	7.3%	6.9%	6.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,705	4,947	5,419	6,187
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,253	18,100	21,019	24,706

Nguồn: CTR, MBS Research

Khả quan

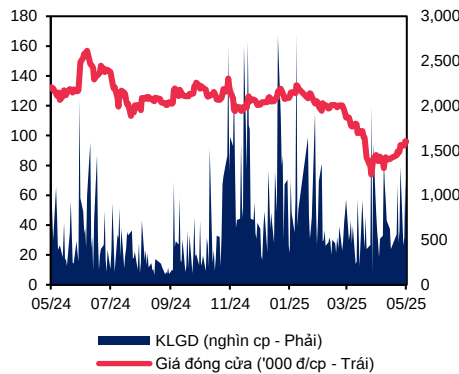
Giá mục tiêu VND119,900

Tiềm năng tăng giá 25%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2025/26/27 lần lượt 12%/19%/23%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	96,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	156,880
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,900
Vốn hóa (tỷ VND)	11,004
P/E (TTM)	20.2
P/B	5.5
Thị suất cổ tức (%)	2.8%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	8.5%

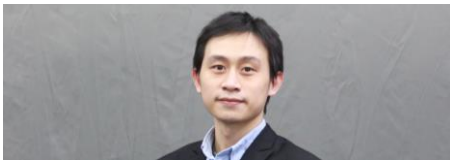
Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

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

- Quy hoạch Hạ tầng thông tin và Truyền thông phê duyệt ngày 11/01/2024 đặt mục tiêu phủ sóng 5G đạt 99% dân số từ nay đến 2030, cùng với Nghị định 57 của Chính phủ ngày 22/12/2024 về phát triển khoa học công nghệ và chuyển số là mục tiêu chiến lược của Việt Nam trong thời gian tới. Viettel, với vai trò là tập đoàn viễn thông, công nghệ hàng đầu sẽ tham gia trực tiếp vào công cuộc chuyển đổi số, trí tuệ nhân tạo (AI), Big data của quốc gia. Trong khi CTR, với vai trò là công ty con và là nhà phát triển hạ tầng hàng đầu kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng phát triển hạ tầng số - được cho là nhiệm vụ quan trọng để phục vụ các mục tiêu trên.
- Với hệ sinh thái các ngành nghề kinh doanh gắn liền với sự phát triển của ngành viễn thông nói riêng và Viettel nói chung, CTR dự kiến duy trì tăng trưởng LN ròng bền vững 14% CAGR từ nay đến 2030, với trọng tâm tăng trưởng đến từ hoạt động cho thuê hạ tầng. Mặt khác, doanh nghiệp cũng đang nỗ lực đa dạng hóa nguồn doanh thu ra bên ngoài tập đoàn từ đẩy mạnh xây lắp dân dụng, và kiện toàn chuỗi giá trị phát triển nhà thông minh từ phân phối thiết bị smarthome, thầu lắp đặt điện mặt trời áp mái và các dịch vụ cơ điện.
- Giai đoạn chiết khấu mạnh từ giữa 2024 phản ánh kết quả kinh doanh không được như kỳ vọng khi hoạt động xây lắp chậm lại cũng như tỷ lệ cho thuê chung không như dự kiến, đưa CTR về vùng giá hấp dẫn để tích lũy. Cụ thể, CTR đang giao dịch ở mức EV/EBITDA 10.7x thấp hơn nhiều so với trung bình 2 năm là ~15.0x, đồng thời thấp hơn trung bình ngành 15.6x trong khi các chỉ tiêu về ROE khá bền vững. Chúng tôi nhận thấy xu hướng phát triển 5G sẽ khó bị đảo ngược, trong đó, CTR – với vai trò là doanh nghiệp nổi bật trong xu thế ngành kinh tế mới là lựa chọn phù hợp để tích lũy cho dài hạn.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 119,900đ/cp

Giảm giá mục tiêu 22% so với báo cáo trước do điều chỉnh giảm EPS 2025/26/27 lần lượt 12%/19%/23% phản ánh quan điểm thận trọng về triển vọng tăng trưởng mảng vận hành và giảm biên LN gộp mảng xây lắp + cho thuê hạ tầng. Định giá dựa trên hai phương pháp DCF và EV/EBITDA với tỉ trọng tương đương:

- Phương pháp định giá DCF-10 năm (WACC: 13.5%; CoE: 14.7%; Tăng trưởng dài hạn: 0%). Chúng tôi cho rằng đây là phương pháp phù hợp khi mô hình kinh doanh của CTR có mối tương quan chặt chẽ với nhau và dòng tiền khá ổn định.
- EV/EBITDA mục tiêu 11.0x, mức trung bình ngành hợp lý giai đoạn 2025-26 của các doanh nghiệp trong khu vực. Chúng tôi cho rằng phương pháp EV/EBITDA phù hợp với ngành viễn thông, do 1) các doanh nghiệp có tính chất thâm dụng vốn cao, chi phí đầu tư vào tài sản

cổ 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	2025	2026	2027	2028 //	2035
EBIT	777	855	972	1,166	3,785
(-) Thuế	(141)	(156)	(178)	(216)	(792)
Thuế (%)	20%	20%	20%	20%	20%
EBIAT	636	699	794	950	2,992
(+) Chi phí khấu hao	409	499	591	609	620
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	82	55	45	10	119
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(509)	(760)	(760)	(760)	(760)
FCFF	617	493	671	810	2,971
Giá trị dòng tiền năm cuối					22,081

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	13,171
Nợ	(2,161)
Chi phí nợ	6.4%
Thuế (%)	20.0%
WACC	13.5%
Tăng trưởng dài hạn	0.0%

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 2025-26	11x	120,660	50%	60,330
DCF 10 năm		119,168	50%	59,584
Giá hợp lý				119,914
Giá mục tiêu (làm tròn)				119,900

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(%)	
	Bloomberg	tr USD	TTM	2025	Hiện tại	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025
Doanh nghiệp nước ngoài												
American Tower Corp	AMT US	95,734	33.1	33.0	27.0	27.7	18.6	19.7	48.1	82.8	2.8	4.7
Indus Towers	INDUSTOW IN	12,201	10.5	11.4	3.2	3.3	7.7	6.1	33.3	30.8	16.6	16.9
Crown Castle	CCI US	42,775	33.8	114.8	na	na	14.0	23.9	na	na	-13.3	0.8
CELLNEX	CLNX SM	25,758	26.0	na	1.5	1.7	15.3	12.9	-0.3	-0.3	-0.1	-0.3
INWIT	INW IM	10,883	26.8	24.1	2.3	2.6	14.8	14.3	8.3	11.1	3.8	5.5
China Tower Corp Ltd	788 HK	26,144	10.6	15.3	1.0	0.9	4.2	4.1	5.3	6.2	3.4	3.8
Sarana Menara	TOWR IJ	1,883	9.1	8.7	1.6	1.4	8.4	7.5	18.7	17.1	4.6	4.3
Tower Bersama	TBIG IJ	2,784	33.4	30.3	4.6	4.1	14.7	13.0	12.6	13.5	2.9	2.9
Tata Communications Ltd	TCOM IN	5,355	28.1	41.6	15.1	18.5	12.3	12.1	76.3	54.3	7.1	5.1
Digital Telecom	DIF TB	2,536	119.7	7.3	0.5	0.5	17.0	8.4	0.4	6.7	0.3	4.9
Trung bình			96.8	100.7	5.6	5.9	15.6	15.2	18.3	19.8	3.8	5.3
Trung vị			30.6	30.3	2.6	2.6	14.8	13.0	8.5	11.1	3.6	4.8
CTCP Công trình Viettel	CTR VN	423	20.1	17.4	5.4	4.9	10.7	9.1	27.8	27.7	7.6	6.9

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:

- Tỉ lệ cho thuê chung không tăng như dự kiến, ảnh hưởng đến tăng trưởng LN của mảng cho thuê hạ tầng.
- Các rủi ro cạnh tranh từ đối thủ mới như Starlink có thể ảnh hưởng lên tập đoàn Viettel trong dài hạn, tuy nhiên trong giai đoạn đầu, doanh nghiệp đánh giá Starlink chưa thể cạnh tranh cả về giá cũng như chất lượng đường truyền. CTR với vai trò là nhà phát triển hạ tầng hiện gặp ít rủi ro về triển vọng kinh doanh.

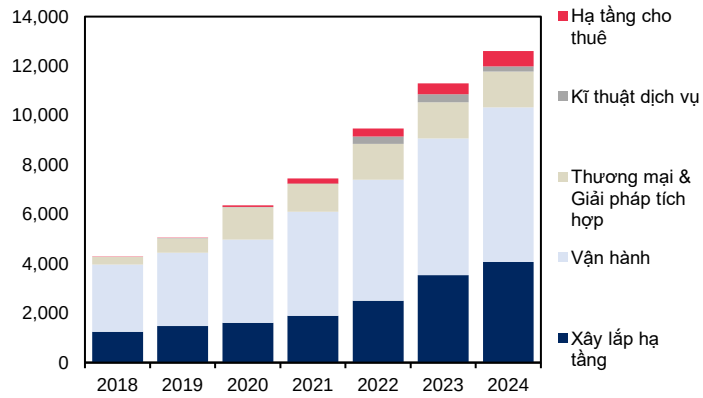
KQKD Q1/25: Mảng cho thuê hạ tầng dẫn dắt tăng trưởng

Hình 6: Tổng hợp KQKD Q1/25

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q1/24	Q1/25	svck (%)	%sv dự phóng	Nhận xét
Doanh thu	2,623	2,738	4%	20%	
Vận hành khai thác	1,392	1,393	0%	20%	Doanh thu mảng vận hành khai thác đi ngang svck với tỷ trọng doanh thu từ trong nước và nước ngoài giữ ở mức ổn định lần lượt đạt 86% và 14%
Xây lắp	770	783	2%	20%	Tăng trưởng doanh thu chậm lại do lượng backlog B2B ký mới chỉ tăng 1% svck. Bù đắp bởi doanh thu xây dựng cho B2C&SME với backlog ký mới tăng 33% svck.
Giải pháp & DVKT	327	364	12%	18%	Hoạt động EPC điện áp mái và cơ điện tiếp tục đóng góp chính, chiếm ~80% doanh thu.
Hạ tầng cho thuê	135	198	47%	22%	Doanh thu tăng mạnh 47% svck chủ yếu do số trạm xây mới tăng 57% svck. Tính đến hết T3/25, CTR sở hữu 10.350 trạm BTS, tăng thêm 350 trạm so với đầu năm và hoàn thành 17% kế hoạch phát triển trạm trong 2025 là 2.000 trạm. Tỷ lệ cho thuê chung ổn định ở mức 1.033 do từ đầu năm số trạm thuê chung chỉ tăng 7 trạm lên 340.
LN gộp	188	201	7%	18%	LN gộp tăng nhanh hơn doanh thu do đóng góp tăng trưởng lớn hơn từ mảng hạ tầng cho thuê
Vận hành khai thác	78	86	10%	23%	LN gộp mảng vận hành tăng 10% chủ yếu do biên LN gộp cải thiện 1 đ°.
Xây lắp	45	41	-10%	12%	LN gộp xây lắp giảm 10% svck, chủ yếu do tỷ trọng hợp đồng từ xây dựng cho B2C biên thấp hơn tăng trưởng trong khi hợp đồng xây lắp cho B2B chỉ đi ngang svck. Chúng tôi nhận thấy xu hướng biên LN gộp giảm khi doanh nghiệp mở rộng sang xây dựng dân dụng B2C vốn có biên LN thấp hơn hoạt động xây trạm viễn thông truyền thống.
Giải pháp & DVKT	24	19	-22%	19%	Mảng giải pháp và DVKT một phần đi cùng các hoạt động xây dựng dân dụng, hiện cũng đang được doanh nghiệp đẩy mạnh. Trong giai đoạn này, doanh nghiệp tập trung giữ mức giá cạnh tranh để tăng trưởng doanh thu, kéo biên LN giảm.
Hạ tầng cho thuê	41	53	30%	21%	LN gộp Hạ tầng cho thuê tăng 30% svck, thấp hơn tăng trưởng doanh thu chủ yếu do chi phí khấu hao tăng trong bối cảnh CTR đang đẩy mạnh đầu tư trạm mới.
Biên LN gộp (%)	7.2%	7.3%	0.2 đ°		
Chi phí bán hàng & QLDN	40	46	16%	18%	
Doanh thu tài chính	12	19	63%	27%	Doanh thu tài chính tăng 63% svck do lãi tiền gửi tăng mạnh
Chi phí tài chính	16	20	28%	17%	Chi phí tài chính tăng 28% svck chủ yếu do chi phí lãi vay tăng lên do khoản vay dài hạn bổ sung cho các dự án đầu tư trạm BTS
Thu nhập ròng khác	0.0	0.5	987%		
Lợi nhuận trước thuế	144	154	7%	19%	
Thuế	28	32	13%	20%	
Lợi nhuận sau thuế	116	122	5%	19%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	na	0%	
LN ròng	116	122	5%	19%	Theo đó, LN ròng Q1/25 chỉ tăng 5% svck, tương đương 21% kế hoạch 2025 của doanh nghiệp và thấp hơn, chỉ hoàn thành 19% dự phóng MBS.

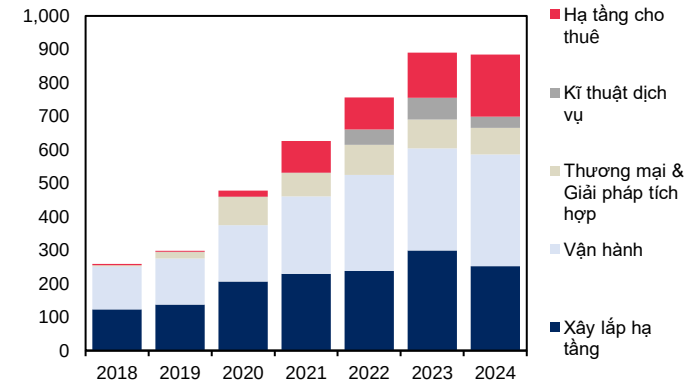
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 7: Trong 2018-24 doanh thu xây lắp + vận hành vẫn chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của CTR...



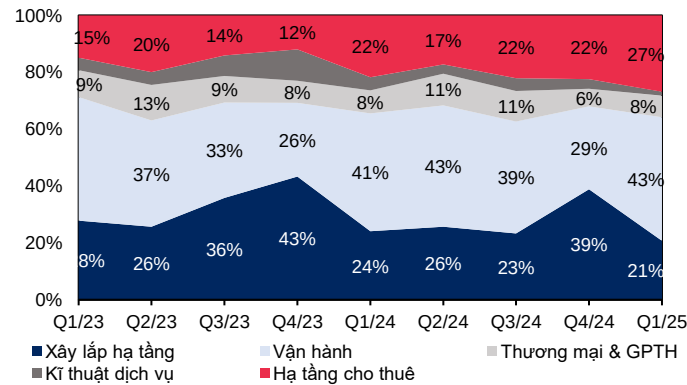
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 8: ...Trong khi LN gộp có đóng góp tăng dần từ cho thuê hạ tầng nhờ tăng trưởng và biên LN gộp cao (Đơn vị: Tỷ đồng)



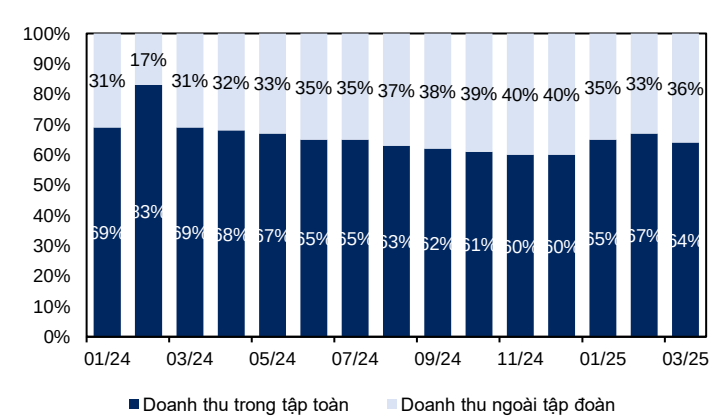
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 9: Tỉ trọng LN gộp mảng cho thuê hạ tầng tăng mạnh, bù đắp cho mức giảm mảng xây lắp hạ tầng trong Q1/25



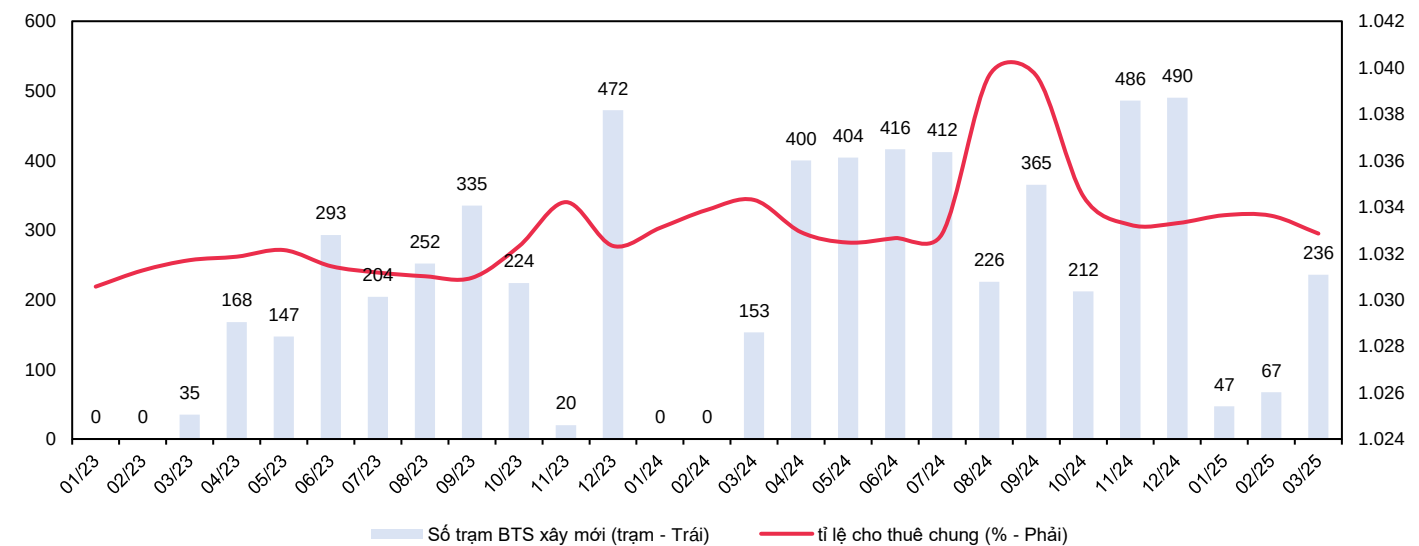
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 10: Cơ cấu doanh thu ngoài tập đoàn có xu hướng nhỉnh dần đến từ hoạt động xây dựng dân dụng và giải pháp & DVKT



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 11: Tốc độ tăng trạm 3 tháng đầu năm khá chậm, chỉ đạt 17% kế hoạch cả năm. Tỷ lệ cho thuê chung cũng duy trì ổn định ở mức 1.03 với số trạm cho thuê mới chỉ là 7 trạm tính từ đầu năm



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Tổng hợp dự phóng KQKD 2025-27

Kế hoạch kinh doanh CTR 2025 và định hướng 2025-30:

CTR đặt kế hoạch doanh thu 2025 đạt 13,968 tỷ đồng (+10% svck), LN ròng đạt 562 tỷ đồng (+4.6% svck). Giai đoạn 2025-30 dự kiến duy trì tăng trưởng doanh thu vào khoảng 10-15%/năm, phần đầu trở thành doanh nghiệp có quy mô LN trên 1.000 tỷ vào 2030. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của các mảng truyền thống như vận hành trạm và xây lắp cột viễn thông đã bước qua giai đoạn tăng tốc và sẽ chỉ duy trì ở mức ổn định. Trong 2025-30, để kích thích tăng trưởng, bên cạnh việc chuyển dịch từ nhà thầu dịch vụ, thương mại thành công ty sở hữu tài sản, hạ tầng cho thuê, doanh nghiệp đang toàn diện chuỗi giá trị xây dựng khép kín từ thiết kế - triển khai – vận hành – tối ưu hạ tầng kết nối thông minh để đẩy mạnh nguồn doanh thu bên ngoài tập đoàn với hoạt động xây dựng dân dụng và cung cấp dịch vụ đi kèm như cơ điện, lắp đặt điện mặt trời áp mái và các thiết bị smarthome.

Hình 12: Tổng hợp dự phóng KQKD 2025-2027

Tỷ đồng	2025	% svck	%Δ	2026	% svck	%Δ	2027	% svck	%Δ	Đánh giá
Tổng doanh thu	13,977	11%	2%	15,626	12%	1%	17,572	12%	-2%	
Xây lắp hạ tầng	4,682	15%	16%	5,431	16%	17%	6,327	17%	14%	Điều chỉnh tăng doanh thu xây lắp phải ánh kế hoạch đẩy mạnh hoạt động xây lắp dân dụng, kỳ vọng cao hơn về thị trường BDS phục hồi.
Vận hành khai thác	6,506	4%	-3%	6,831	5%	-9%	7,172	5%	-15%	Điều chỉnh giảm doanh thu mảng vận hành do quan điểm thận trọng hơn về tốc độ mở mới trạm của Viettel.
Thương mại & GPTH	1,674	15%	4%	1,975	18%	11%	2,370	20%	21%	Điều chỉnh tăng doanh thu giải pháp và kỹ thuật dịch vụ, tương ứng với kế hoạch của doanh nghiệp, kỳ vọng tăng trưởng mảng ~20% từ nay đến 2030.
Kỹ thuật dịch vụ	229	15%	-40%	270	18%	-37%	325	20%	-33%	
Hạ tầng cho thuê	887	41%	-4%	1,119	26%	-7%	1,378	23%	-7%	Điều chỉnh giảm nhẹ doanh thu cho thuê hạ tầng do giảm tỷ lệ cho thuê chung từ 1.045 xuống 1.040 và số trạm phát triển từ 3.000 trạm xuống 2.500 trạm/năm.
LN gộp	1,024	16%	-12%	1,141	11%	-17%	1,314	15%	-18%	
Biên LN gộp (%)	7.3%	0.3đ%		7.3%	0.0đ%		7.5%	0.2đ%		
Xây lắp hạ tầng	257	2%	-27%	291	13%	-29%	331	14%	-32%	Điều chỉnh giảm LN gộp xây lắp phản ánh tỷ trọng ngày càng cao hơn của xây lắp dân dụng, mảng thường có biên thấp, đặc biệt là xây dựng B2C.
Vận hành khai thác	390	17%	3%	397	2%	-5%	410	3%	-13%	Điều chỉnh tương ứng theo doanh thu
Thương mại & GPTH	95	20%	-1%	110	16%	3%	134	21%	14%	Điều chỉnh tương ứng theo doanh thu
Kỹ thuật dịch vụ	34	0%	-52%	41	18%	-47%	49	20%	-45%	
Hạ tầng cho thuê	247	34%	-9%	303	23%	-14%	391	29%	-11%	Điều chỉnh giảm LN gộp hạ tầng cho thuê chủ yếu do thay đổi phương pháp dự phóng từ khấu hao đường thẳng sang khấu hao giảm dần theo doanh nghiệp chia sẻ.
Chi phí QLDN	247	47%	5%	286	16%	4%	342	20%	-3%	
EBIT	777	9%	-11%	855	10%	-17%	972	14%	-21%	
EBITDA	1,186	15%	-10%	1,354	14%	-14%	1,563	15%	-12%	
Doanh thu tài chính	52	6%	-21%	58	11%	-28%	71	22%	-31%	Điều chỉnh giảm doanh thu tài chính phản ánh lượng tiền gửi 2025 giảm 25% svck dự phóng trước.
Chi phí tài chính	119	32%	-8%	134	13%	-11%	153	15%	-12%	
LNTT	707	5%	-12%	776	10%	-19%	885	14%	-23%	
Chi phí thuế	141	6%	-13%	156	10%	-19%	178	14%	-23%	
LN ròng	566	5%	-12%	620	10%	-19%	708	14%	-23%	Theo đó, điều chỉnh giảm LN ròng 2025/26/27 lần lượt 12%/19%/23%.
EPS (đ/cp)	4,947	5%	-12%	5,419	10%	-19%	6,187	14%	-23%	

Nguồn: CTR, MBS Research

Mảng Vận hành khai thác: Doanh thu và LN gộp 2025/26/27 lần lượt tăng trưởng 4%/5%/5% svck và 17%/2%/3% svck. Trong ngắn hạn, mảng không có nhiều dư địa để tăng trưởng khi một phần áp lực đầu tư trạm của Viettel được đẩy sang CTR và thuê lại, theo đó, nhìn chung phần tăng trưởng của mảng vận hành được bù đắp từ cho thuê hạ tầng trạm. Mặt khác, ở giai đoạn đầu, Viettel ưu tiên phủ sóng 5G ở các thành phố lớn (5 thành phố trực thuộc trung ương), theo đó, mảng vận hành của CTR không được hưởng lợi nhiều khi doanh nghiệp không vận hành các trạm tại TP.HCM.

Mảng xây lắp: Doanh thu và LN gộp 2025/26/27 lần lượt tăng trưởng 15%/16%/17% svck và 2%/13%/14% svck. Trong ngắn hạn, xây lắp trạm viễn thông không có nhiều động lực tăng trưởng do giai đoạn này Viettel ưu tiên lắp đặt thiết bị 5G trên các thiết bị có sẵn chứ không xây mới. Theo đó, CTR kỳ vọng chỉ hưởng lợi nhỏ từ hoạt động lắp đặt thiết bị. Mảng xây dựng dân dụng doanh nghiệp có lợi thế cung cấp toàn diện dịch vụ đi kèm từ cơ điện, điện áp mái, dịch vụ nhà thông minh. Trong 2025, doanh nghiệp có kế hoạch mở rộng sang thầu các dự án FDI, kho xưởng KCN. Theo đó, trong giai đoạn đầu, để tạo tiếng vang và tìm nguồn việc, có thể doanh nghiệp sẽ không ưu tiên tối ưu LN. Mặc dù xây dựng dân dụng dự kiến là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu, biên LN gộp sẽ giảm dần do hoạt động này có mức biên thấp, đặc biệt xây dựng B2C.

Mảng Giải pháp tích hợp & DVKT: Doanh thu và LN gộp 2025/26/27 lần lượt tăng trưởng 15%/18%/20% svck và 20%/16%/21% svck. Mảng có sự đồng hành rõ nét với hoạt động xây dựng nhà ở dân dụng, trong đó hoạt động EPC điện áp mái và cơ điện chiếm tỉ trọng doanh thu cao nhất (~80%) trong khi các hoạt động bán lẻ thiết bị gia dụng cho nhà thông minh, cũng như cung cấp các giải pháp IoT hiện đang chưa chiếm tỉ trọng lớn.

Hạ tầng cho thuê: Kỳ vọng vào sự cải thiện tỷ lệ thuê chung

Doanh thu của mảng lần lượt tăng 41%/26%/23% svck trong 2025-27. Cụ thể, trong 2025, CTR dự kiến xây dựng thêm 2,000 trạm BTS (giảm 50% sv mức 4,000 trạm trọng 2024), một phần do trong giai đoạn này, Viettel phần lớn lắp đặt thiết bị 5G trên các trạm sẵn có. Từ 2026-30, theo doanh nghiệp chia sẻ, để phủ sóng 5G hiệu quả, Viettel cần ít nhất triển khai thêm 45.000 trạm, với giả định khoảng 50% sẽ là CTR triển khai và cho thuê lại, doanh nghiệp kỳ vọng sẽ phát triển thêm 10.000-20.000 trạm từ nay đến 2030. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi đặt giả định CTR sẽ triển khai 2.500 trạm mỗi năm từ 2026, tương đương khoảng 14.500 trạm tăng thêm từ nay đến 2030. LN gộp 2025/26/27 lần lượt tăng trưởng 34%/23%/29% svck. Tốc độ tăng trưởng LN gộp thấp hơn doanh thu trong 2025-26 phản ánh áp lực chi phí trong giai đoạn mở rộng phát triển trạm. Theo chia sẻ, CTR thường phân bổ khấu hao trạm cao hơn cho các năm đầu và giảm dần từ các năm tiếp theo.

Về tỷ lệ thuê chung, chúng tôi kỳ vọng trong 2025 sẽ tiếp tục cho thuê thêm 300 trạm, nâng tỷ lệ thuê chung lên 1.04x, thấp hơn so với mức 1.045x của doanh nghiệp, sau đó sẽ tăng dần và đạt 1.15x trong 2030, chúng tôi lưu ý đây vẫn là mức thận trọng khi so với trung bình khu vực hiện tại là 1.4x hay đối thủ trực tiếp là OCK 1.3x. Chúng tôi cho rằng điều này một phần từ việc trong giai đoạn đầu, các doanh nghiệp viễn thông vẫn đang triển khai trên trạm sẵn có của mình. Mặt khác, việc liên tục đẩy mạnh phát triển trạm trong khi giữ được tỷ lệ cho thuê chung cơ bản cũng là sự thành công trong giai đoạn đầu này. Nhìn dài hạn

hơn, chúng tôi tin tưởng vào sự tăng lên của tỷ lệ này theo xu thế chung của thế giới khi các doanh nghiệp tăng tốc phủ sóng 5G từ nay đến 2030 theo quy hoạch của chính phủ.

Hình 13: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng TowerCo giai đoạn 2025-30

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	10,000	12,000	14,500	17,000	19,500	22,000	24,500
Số trạm BTS (> 2MNO)	Trạm	203	333	477	911	1,459	2,123	2,901	3,794
Tỷ lệ dùng chung	x	1.032	1.033	1.040	1.063	1.086	1.109	1.132	1.155
Doanh thu		435	631	887	1,119	1,378	1,655	1,951	2,266
LN gộp		137	182	247	303	391	506	684	970
% biên LN gộp	%	31%	28.8%	27.9%	27.1%	28.4%	30.5%	35.1%	42.8%
EBIT		115	150	203	247	322	423	587	857
Khấu hao		129	199	325	416	508	589	621	561
EBITDA		258	363	528	663	830	1,011	1,207	1,418
% biên EBITDA	%	59%	58%	60%	59%	60%	61%	62%	63%

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	12,610	13,977	15,626	17,572	LN trước thuế	672	707	776	885
Giá vốn hàng bán	(11,725)	(12,953)	(14,485)	(16,258)	Khấu hao	319	409	499	591
Lợi nhuận gộp	884	1,024	1,141	1,314	Thuế đã nộp	(116)	(141)	(156)	(178)
Chi phí quản lý DN	(169)	(187)	(254)	(252)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	(61)	(32)	(90)	Thay đổi VLĐ	342	(82)	(55)	(45)
LN từ HĐKD	716	777	855	972	LCTT từ HĐKD	1,141	830	1,011	1,178
EBITDA thuần	1,035	1,186	1,354	1,563	Đầu tư TSCĐ	(801)	(509)	(760)	(760)
LN trước thuế & lãi vay	716	777	855	972	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	-	-	-
Thu nhập lãi	49	52	58	71	LCTT từ đầu tư	(600)	(231)	(762)	(823)
Chi phí tài chính	(90)	(119)	(134)	(153)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(3)	(3)	(3)	(3)	Tiền vay ròng nhận được	195	355	170	146
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	(34)	37	0
LN trước thuế	672	707	776	885	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(525)	(240)	(286)	(286)
Thuế TNDN	(134)	(141)	(156)	(178)	LCTT từ hoạt động TC	(474)	261	171	134
Lợi nhuận sau thuế	538	566	620	708	Tiền & tương đương tiền đầu kì	819	887	1,747	2,167
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	67	860	420	490
Lợi nhuận ròng	538	566	620	708	Tiền & tương đương tiền cuối kì	887	1,747	2,167	2,657
Chi trả cổ tức	(525)	(240)	(286)	(286)					
Lợi nhuận giữ lại	13	326	334	422					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	887	1,747	2,167	2,657	Tăng trưởng doanh thu thuần	11.6%	10.8%	11.8%	12.5%
Đầu tư ngắn hạn	854	879	1,044	1,308	Tăng trưởng EBITDA	14.8%	14.6%	14.2%	15.4%
Phải thu khách hàng	2,937	3,162	3,608	4,039	Tăng trưởng LN từ HĐKD	11.3%	8.6%	10.0%	13.7%
Hàng tồn kho	610	915	944	1,104	Tăng trưởng LN trước thuế	4.2%	5.3%	9.7%	14.2%
Tài sản ngắn hạn khác	134	125	139	166	Tăng trưởng LN ròng	4.3%	5.1%	9.5%	14.2%
Tổng tài sản ngắn hạn	5,421	6,828	7,903	9,274	Tăng trưởng EPS	4.3%	5.1%	9.5%	14.2%
Tài sản cố định	174	121	68	15	Biên LN gộp	7.0%	7.3%	7.3%	7.5%
Tài sản vô hình	17	17	17	17	Biên EBITDA	8.2%	8.5%	8.7%	8.9%
Xây dựng cơ bản dở dang	252	106	130	130	Biên LN ròng	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	29.1%	29.7%	27.7%	27.1%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROAA	7.7%	7.3%	6.9%	6.9%
Đầu tư dài hạn khác	1,223	1,269	1,453	1,544	ROIC	16.0%	13.4%	12.4%	12.1%
Tài sản dài hạn khác	20	33	31	38	Vòng quay tài sản	1.80	1.81	1.74	1.70
Tổng tài sản dài hạn	1,685	1,546	1,699	1,745	Cổ tức chi trả/LN ròng	97.6%	42.4%	46.1%	40.4%
Tổng tài sản	7,106	8,375	9,602	11,019	Tổng nợ vay/VCSH	30.7%	43.1%	43.5%	42.2%
Vay & nợ ngắn hạn	1,052	1,232	1,482	1,756	Nợ vay ròng/VCSH	42.3%	20.0%	17.2%	12.2%
Phải trả người bán	608	671	742	837	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10.4%	4.9%	4.3%	3.1%
Phải trả ngắn hạn khác	2,993	3,370	3,733	4,210	Khả năng thanh toán lãi vay	11.8	6.5	6.4	6.3
Tổng nợ ngắn hạn	4,653	5,273	5,957	6,803	Số ngày phải thu	85	83	84	84
Vay & nợ dài hạn	573	928	1,098	1,245	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	22	26	24	25
Các khoản phải trả khác	15	18	19	22	Số ngày phải trả tiền bán	19	19	19	19
Tổng nợ dài hạn	588	946	1,118	1,267	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.2	1.3	1.3	1.4
Tổng nợ	5,241	6,218	7,075	8,070	Khả năng thanh toán nhanh	1.0	1.1	1.2	1.2
Vốn điều lệ	1,144	1,144	1,144	1,144	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.5	0.5	0.6
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	4,705	4,947	5,419	6,187
LN giữ lại	601	927	1,260	1,682	BVPS (đồng/cp)	15,253	18,100	21,019	24,706
Các quỹ thuộc VCSH	120	86	123	123	P/E (lần)	20.4	19.4	17.8	15.5
Chênh lệch tỷ giá	3	4	5	6	P/B (lần)	6.3	5.3	4.6	3.9
Vốn chủ sở hữu	1,745	2,070	2,404	2,826					
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-					
Tổng vốn chủ sở hữu	1,865	2,156	2,527	2,949					
Tổng nợ và VCSH	7,106	8,375	9,602	11,019					

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

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 Luyện

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly