

CTCP Công trình Viettel (HSX: CTR)

Động lực mới từ hoạt động bên ngoài tập đoàn

- LN ròng Q1/26 tăng 23% svck, hỗ trợ bởi hoạt động xây lắp dân dụng và lắp đặt ĐMT mái nhà, bù đắp cho tốc độ mở trạm BTS mới chậm lại.
- Điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng 2026/27 lần lượt 1%/2% do giảm tăng trưởng các mảng vận hành và hạ tầng cho thuê. Các mũi nhọn bên ngoài tập đoàn sẽ dẫn dắt tăng trưởng LN ròng 2026-27 đạt 17%/18% svck.
- Duy trì khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu 113,600đ/cp.

KQKD Q1/26: Ghi nhận sự bứt phá nhóm xây dựng dân dụng và năng lượng

Doanh thu Q1/26 phục hồi rõ nét 39% svck, trong đó, hoạt động xây dựng dân dụng và lắp đặt ĐMT áp mái có sự bứt phá, trong khi mảng cho thuê hạ tầng giảm tốc khi không triển khai thêm trạm mới 3 tháng đầu năm. LN gộp nhờ đó tăng 30% svck, nhưng biên LN gộp giảm do tỉ trọng đóng góp lớn hơn từ các hoạt động xây dựng có biên thấp. Doanh thu tài chính tăng 82% svck nhờ lượng tiền gửi tăng bền vững trong khi các khoản vay vốn lưu động ngắn hạn khiến chi phí tài chính tăng 70% svck. Theo đó, LN ròng Q1/26 tăng 23% svck, hoàn thành 21% dự phóng MBS.

KQKD 2026-27: Các nguồn việc ngoài tập đoàn sẽ dẫn dắt tăng trưởng

Trong 2026, hoạt động xây dựng kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhưng phần nào chậm lại trong Q2 do những khó khăn của thị trường BDS. Biên LN cũng sẽ không có nhiều dự địa cải thiện trong bối cảnh giá VLXD đầu vào tăng cao. Mặc khác, mảng Giải pháp tích hợp, nổi bật với hoạt động lắp đặt ĐMT sẽ được thúc đẩy nhờ nhu cầu lớn và CTR đang chiếm lĩnh vị thế dẫn đầu trong phân khúc này. Chúng tôi cho rằng hai mảng trên sẽ bù đắp cho tăng trưởng chậm lại của mảng cho thuê hạ tầng, với kế hoạch phát triển chỉ ~1,000 trạm BTS (-50% sv 2025) và 500 trạm/năm từ 2027-30. Tuy nhiên, tốc độ đầu tư Capex chậm lại là cơ hội cải thiện biên LN của mảng, khi tỷ lệ thuê chung tăng lên, hiện tại đã có những sự cải thiện rõ rệt ghi nhận trong Q1/26 đạt 1.04x từ mức 1.03x cuối 2025. Theo đó, chúng tôi ước tính LN ròng 2026/27 tăng trưởng 17%/18% svck. Mức dự phóng mới điều chỉnh giảm 1%/2% sv báo cáo tháng 12/2025, phản ánh ước tính thận trọng hơn đối với mảng vận hành, và điều chỉnh giảm dự phóng mảng TowerCo.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 113,600đ/cp

Điều chỉnh giảm giá mục tiêu 4% sv dự phóng trước đó, chủ yếu do điều chỉnh tăng trưởng LN trung hạn 2027-30 giảm từ 19% CAGR về ~17% CAGR, phản ánh quan điểm thận trọng hơn về tăng trưởng của mảng TowerCo, trong khi các mảng xây dựng có tính chu kỳ cao và khó duy trì được tăng trưởng bền vững. Hiện tại, CTR đang giao dịch quanh vùng đáy P/E (16.4x) 2 năm, thấp hơn nhiều mức trung bình cho thấy mức định giá khá hấp dẫn cùng rủi ro giảm giá thấp.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	12,610	13,940	17,024	20,121
Lợi nhuận ròng	538	600	701	824
Tăng trưởng doanh thu thuần	10.9%	10.5%	22.1%	18.2%
Tăng trưởng LN ròng	2.6%	11.4%	16.8%	17.6%
Biên LN gộp	7.0%	7.0%	6.9%	6.8%
Biên EBITDA	8.2%	7.8%	7.5%	7.1%
ROAE	29.0%	33.9%	34.9%	33.2%
ROAA	7.6%	7.8%	7.8%	7.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,705	5,244	6,126	7,204
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,253	15,721	19,348	24,051

Nguồn: CTR, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

113,600VND

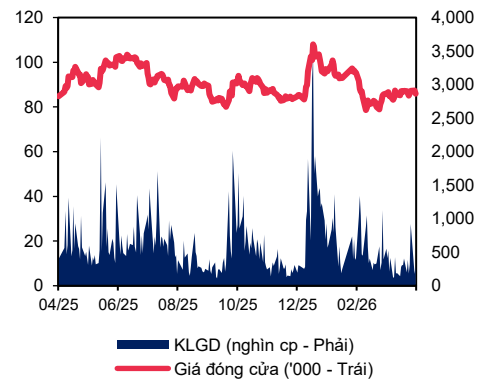
Tiềm năng tăng giá

30%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2026/27 lần lượt 1%/2%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	86,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	108,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	78,600
Vốn hóa (tỷ VND)	9,974
P/E (TTM)	16.4
P/B	4.4
Thị suất cổ tức (%)	2.4%
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

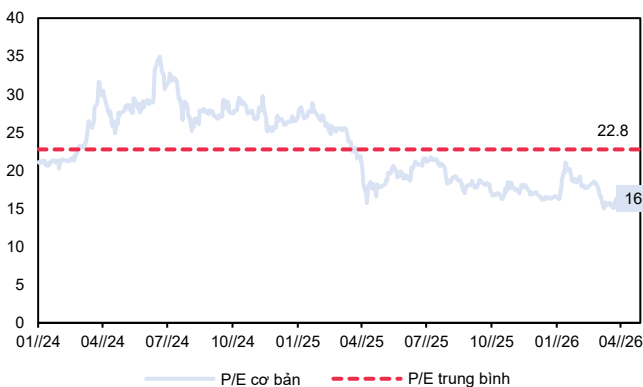
CTCP Công trình Viettel (HSX: CTR)

Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

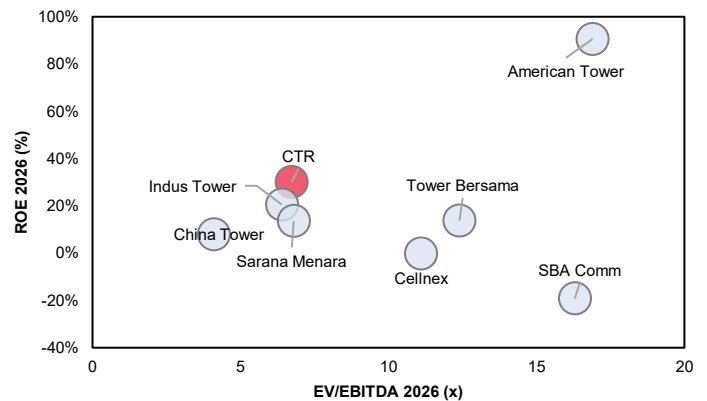
- Vị thế TowerCo số 1 thị trường với 12,000 trạm BTS cùng hệ thống cáp quang, DAS, và ĐMT áp mái. CTR hưởng lợi từ xu hướng phủ sóng 5G, được giao các nguồn việc bền vững từ tập đoàn mẹ Viettel. Hiện tại cao điểm phát triển trạm về cơ bản đã qua, doanh nghiệp ước tính phát triển thêm khoảng 1,000 trạm BTS mới trong 2026, và trung bình tối thiểu ~500 trạm/năm từ 2027-30 tùy theo nhu cầu phát sinh. Chúng tôi cho rằng giai đoạn tới sẽ tập trung nhiều hơn vào cải thiện biên LN nhờ nâng cao quản trị, vận hành, và thúc đẩy cho thuê chung trạm khi các nhà mạng khác tăng cường mở rộng vùng phủ. Có thể thấy rõ, tỷ lệ thuê chung đã cải thiện ngay trong Q1/26 đạt 1.04x từ mức 1.03x khi CTR dừng phát triển trạm mới. Chúng tôi ước tính con số này sẽ đạt 1.043x trong 2026 và tăng lên 1.087x trong 2030.
- Trong bối cảnh nguồn việc từ công ty mẹ giảm dần, doanh nghiệp chuyển dịch hoạt động kinh doanh ra ngoài tập đoàn, từ một doanh nghiệp gốc viễn thông trở thành một nhà thầu xây dựng – năng lượng, đánh mạnh vào hoạt động xây nhà trọn gói, bao gồm (xây dựng, cơ điện, lắp đặt ĐMT áp mái, các giải pháp IoT nhà thông minh). Chỉ trong thời gian ngắn, CTR đã chứng minh được năng lực khi chiếm lĩnh vị thế lớn trong phân khúc xây dựng nhà dân dụng (B2C) và lắp đặt ĐMT áp mái, ghi nhận sự bùng nổ về nguồn việc từ nửa sau 2025 đến nay. Thời gian tới, doanh nghiệp tiếp tục toàn diện hệ sinh thái dịch vụ nhà thầu, và tham gia sâu hơn vào xây dựng B2B với các dự án đầu tư công. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực tăng trưởng mới của CTR, ước tính tăng trưởng kép doanh thu ~30% CAGR GD 2026-28.
- Chiết khấu mạnh từ đỉnh khiến EV/EBITDA (~7.3x) và P/E (16.4x) của CTR giao dịch quanh vùng đáy 2 năm và thấp hơn trung bình ngành trong khi các chỉ tiêu về ROE bền vững. Chúng tôi cho rằng CTR là lựa chọn phù hợp với rủi ro giảm giá thấp, trong khi tăng trưởng có sự cải thiện nhờ các động lực mới từ mảng nhà thầu xây dựng.

Hình 1: Định giá P/E hiện tại của CTR đang cơ bản thấp hơn nhiều mức trung bình 2 năm và đang có dấu hiệu tạo đáy



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Hình 2: CTR ghi nhận ROE (%) vượt trội so với các TowerCo trong khu vực trong khi định giá EV/EBITDA khá rẻ sau đợt chiết khấu



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 113,600đ/cp

Điều chỉnh giảm giá mục tiêu 4% sv dự phóng trước đó, chủ yếu do điều chỉnh tăng trưởng LN trung hạn 2027-30 giảm từ 19% CAGR về ~17% CAGR, phản ánh quan điểm thận trọng hơn về tăng trưởng của mảng TowerCo, trong khi các mảng xây dựng có tính chu kỳ cao và khó duy trì được tăng trưởng bền vững. Hiện tại, CTR đang giao dịch quanh P/E 16.4x đây là vùng đáy P/E 2 năm, cho thấy mức định giá khá hấp dẫn và rủi ro giảm giá thấp. 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 10.0x, mức trung bình ngành hợp lý giai đoạn 2026 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 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 3: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	//	2036
EBIT	871	998	1,158	1,349		2,913
(-) Thuế	(174)	(204)	(242)	(291)		(711)
Thuế (%)	20%	20%	20%	20%		20%
EBIAT	697	794	916	1,058		2,202
(+) Chi phí khấu hao	407	431	406	402		180
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	520	(164)	(102)	47		(40)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(236)	(212)	(212)	(212)		(212)
FCFF	1,387	849	1,008	1,296		2,130
Giá trị dòng tiền năm cuối						15,821

Nguồn: MBS Research

Hình 4: 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 5: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	11,796
Nợ	(2,452)
Chi phí nợ	6.4%
Thuế (%)	20.0%
WACC	13.5%
Tăng trưởng dài hạn	0.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 6: 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 2026-27	10x	113,726	50%	56,863
DCF 10 năm		113,409	50%	56,705
Giá hợp lý				113,568
Giá mục tiêu (làm tròn)				113,600

Nguồn: MBS Research

Hình 7: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Company	Ticker	Mkt Cap	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA		ROE (%)		ROA(%)		D/E (%)
			US\$m	TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	2025	2026	2025	2026
Viễn thông													
American Tower Corp	AMT US	83,484	33.2	27.6	22.8	14.0	16.6	17.6	71.9	88.5	4.0	4.7	434.2
Indus Towers	INDUSTOW IN	11,191	8.9	na	2.7	na	5.1	na	33.2	na	16.6	na	65.0
INWIT	INW IM	7,995	18.5	17.5	1.9	1.9	11.0	10.0	9.5	11.2	3.7	4.6	153.0
China Tower Corp Ltd	788 HK	25,067	13.4	11.1	0.9	0.8	3.7	3.9	5.7	7.4	3.7	4.5	44.3
Sarana Menara	TOWR IJ	1,674	7.2	6.9	1.1	0.9	7.4	6.5	15.9	13.7	4.7	4.9	166.9
Tower Bersama	TBIG IJ	2,459	29.3	28.5	3.5	3.6	12.3	11.1	13.0	13.2	3.0	3.2	239.7
Equinix Inc	EQIX US	109,582	77.0	67.7	7.7	7.6	20.0	15.0	9.7	12.0	3.6	4.1	160.3
Tower Bersama	TBIG IJ	2,458	29.3	28.5	3.5	3.6	13.5	12.2	13.0	13.1	3.0	3.1	239.7
Tata Communications Ltd	TCOM IN	4,610	54.7	na	4.1	na	27.7	na	7.5	na	3.9	na	51.8
Digital Telecom	DIF TB	3,195	7.5	8.8	0.6	0.6	9.8	9.8	8.4	7.1	6.6	5.6	21.9
<i>Trung bình</i>			36.2	33.2	4.3	3.6	14.3	12.2	15.4	12.5	4.5	3.5	145.9
<i>Trung vị</i>			29.3	28.5	2.7	2.1	13.3	12.0	9.5	9.3	3.7	3.7	153.0
Xây dựng hạ tầng													
CTCP Xây dựng Coteccons	CTD VN	370	12.4	13.2	1.0	0.9	12.1	10.4	8.6	7.7	2.5	2.3	55.8
Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	VCG VN	562	4.0	na	1.3	na	9.5	na	37.6	na	12.0	na	59.4
FECOR CORPORATION	FCN VN	80	66.3	12.3	0.8	0.7	12.0	na	1.2	4.7	0.3	2.2	123.4
CTCP Hưng Thịnh Incons	HTN VN	27	38.7	na	0.5	na	na	na	1.2	na	0.3	na	148.7
CTCP Lizen	LCG VN	79	13.7	na	0.8	na	7.3	na	5.7	na	2.2	na	40.1
<i>Trung bình</i>			27.0	12.8	0.9	0.8	10.2	10.4	10.9	6.2	3.5	2.3	85.5
<i>Trung vị</i>			13.7	12.8	0.8	0.8	10.8	10.4	5.7	6.2	2.2	2.3	59.4
Viettel Construction JSC	CTR VN	423	16.4	13.6	4.8	4.4	7.3	6.7	33.9	35.4	7.8	7.8	24.3

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.
- Biên LN gộp mảng xây dựng và giải pháp tích hợp tốt hơn dự kiến.
- Đang nghiên cứu thêm một số mảng mới như dự án điện gió tại Quảng Trị (50MW), và bắt đầu chuyển sang đầu tư NOXH (kế hoạch 50 nghìn căn đến 2030).

Rủi ro giảm giá:

- Tỷ lệ cho thuê chung mảng TowerCo tăng chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến tăng trưởng LN của mảng cho thuê hạ tầng.
- Thị trường BDS trầm lắng sau các động thái siết tín dụng của Chính phủ có thể kéo theo tăng trưởng nguồn việc chậm hơn dự kiến.

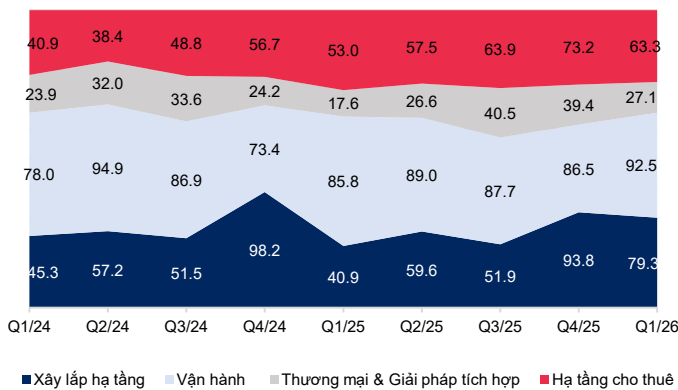
KQKD Q1/26: Ghi nhận sự bứt phá nhóm xây dựng dân dụng và ĐMT áp mái

Hình 8: Tổng hợp KQKD Q1/26

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q1/25	Q1/26	svck (%)	%sv dự phóng 2026	Nhận xét
Doanh thu	2,738	3,805	39%	24%	Tăng trưởng doanh thu phục hồi nền thấp năm ngoái. Trong đó, hoạt động xây lắp và giải pháp tích hợp ghi nhận KQKD tích cực, bù đắp tăng trưởng chậm lại mảng hạ tầng cho thuê.
Vận hành khai thác	1,393	1,515	9%	22%	
Xây lắp	783	1,533	96%	28%	Tăng trưởng mạnh với nguồn việc khá lớn từ cuối 2025. Trong Q1, ghi nhận bàn giao các sản phẩm nhà lẻ (B2C&SME) tăng hơn 200% svck. Doanh nghiệp cũng triển khai một số hợp đồng lớn như các dự án trường học tại Huế, Lạng Sơn, Thanh Hóa; Dự án NOXH 334 căn tại Hưng Yên (220 tỷ đồng); tổ hợp nghỉ dưỡng Onsen Fuji Quảng Trị 206 tỷ đồng).
Giải pháp & DVKT	364	527	45%	24%	Mảng lắp đặt ĐMT bùng nổ với doanh thu tăng 131% svck, hợp đồng ký mới tăng 104% svck. Mảng cơ điện cũng ghi nhận một số hợp đồng lớn như cơ điện NOXH Đà Nẵng (16.2 tỷ đồng), Trung tâm thương mại Mê Linh Plaza Thanh Hóa (18 tỷ đồng).
Hạ tầng cho thuê	198	230	16%	20%	Tăng trưởng chậm lại do không phát triển thêm trạm mới trong Q1/26. Trong kỳ ghi nhận 35 trạm thuê chung mới, tốc độ ~12 trạm/tháng, cao hơn trung bình 2025 ~10 trạm/tháng.
LN gộp	201	262	30%	23%	LN gộp tăng chậm hơn doanh thu do tỷ trọng đóng góp lớn hơn từ các mảng biên thấp
Vận hành khai thác	86	93	7%	24%	
Xây lắp	41	79	94%	28%	Biên LN gộp giảm nhẹ, duy trì mức thấp, chủ yếu do 1) chi phí VLXD đầu vào tăng; 2) tỷ trọng nguồn việc xây dựng dân dụng ngoài tập đoàn ngày càng lớn, lấn át nguồn việc từ viễn thông.
Giải pháp & DVKT	19	27	46%	18%	Hoạt động thầu ĐMT áp mái và cơ điện cũng không có dư địa tăng biên do nguồn đầu vào như Pin mặt trời, thiết bị điện tăng. CTR đang triển khai kế hoạch dành thêm thị phần. Nhờ nguồn việc nhiều, doanh nghiệp có khả năng nhập pin số lượng lớn, giá ưu đãi, và là một lợi thế để ép giá nhằm đánh bật các đối thủ nhỏ trong ngành.
Hạ tầng cho thuê	53	63	19%	20%	Biên LN gộp cải thiện đáng kể khi dừng đầu tư Capex mới, giúp giảm áp lực chi phí khấu hao. Tuy nhiên điều này cũng cho thấy dấu hiệu chậm lại về tăng trưởng.
Biên LN gộp (%)	7.3%	6.9%	-0.5 đ%		Biên LN gộp giảm 0.5đ% do tỷ trọng đóng góp lớn hơn từ các hoạt động xây dựng có biên thấp
Chi phí bán hàng & QLDN	46	74	60%	31%	
Doanh thu tài chính	19	34	82%	25%	Lượng tiền mặt tăng mạnh svck, kéo theo doanh thu từ lãi tiền gửi tăng 82% svck
Chi phí tài chính	20	34	70%	25%	Chủ yếu là các khoản vay bổ sung ngắn hạn phục vụ vốn lưu động khi nguồn việc tăng lên.
Thu nhập ròng khác	0.5	0.3	-36%		
Lợi nhuận trước thuế	154	189	23%	21%	
Thuế	32	39	21%	23%	
Lợi nhuận sau thuế	122	150	23%	21%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	na		
LN ròng	122	150	23%	21%	Theo đó, LN ròng tăng 23% svck, tương đương dự phóng MBS. Đáng chú ý mức này cao hơn so với kế hoạch doanh nghiệp thông qua trong đợt ĐHCĐ chỉ 2.7% svck.

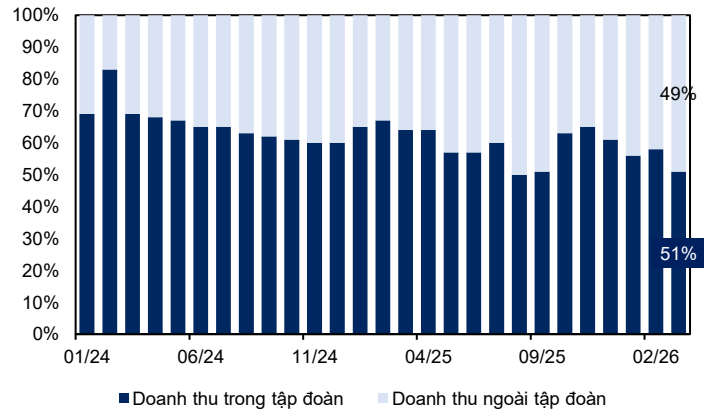
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 9: Tỷ trọng đóng góp LN gộp mảng Hạ tầng cho thuê giảm nhẹ do không triển khai thêm trạm mới, trong khi tăng trưởng mảng xây dựng trong Q1/26 (Đơn vị: tỷ đồng)



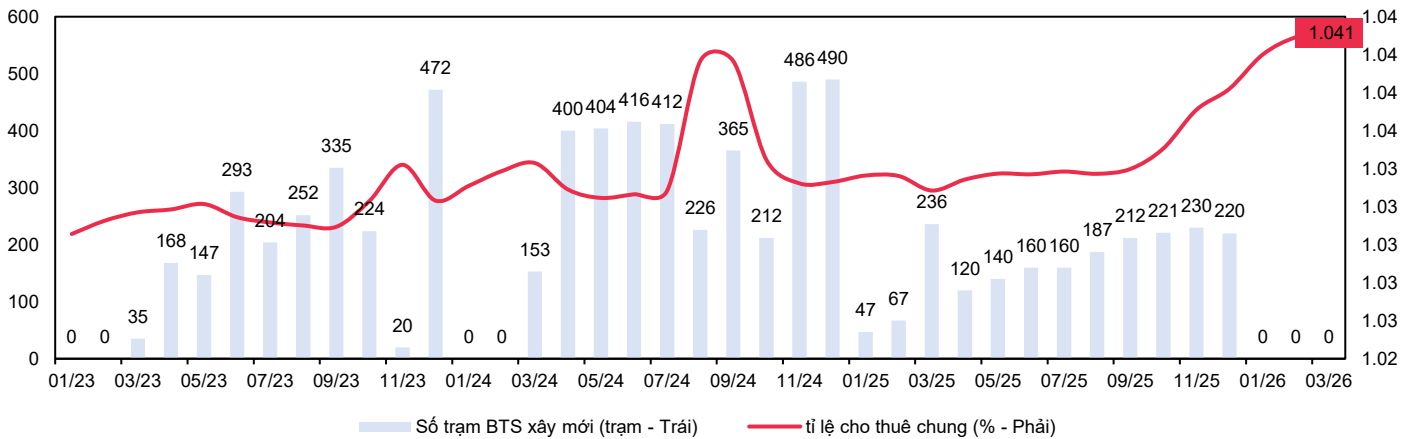
Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 10: Doanh thu ngoài tập đoàn tăng mạnh từ mức ~30% trong 2024 lên mức 49% trong Q1/26, cho thấy nỗ lực tìm kiếm nguồn thu mới từ mảng xây dựng dân dụng và lắp đặt ĐMT



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 11: Tỷ lệ thuê chung đã cải thiện trong Q1/26 đạt 1.04x từ mức 1.03x khi CTR dừng phát triển trạm mới. Doanh nghiệp đặt kế hoạch chỉ phát triển thêm ~1,000 trạm BTS trong 2026, giảm 50% từ mức 2,000 trạm trong 2025



Mảng Vận hành khai thác: Ước tính tăng trưởng doanh thu chỉ đạt ~3% mỗi năm. Mảng về cơ bản đã bước vào pha vận hành ổn định, tiềm năng mở rộng thấp, doanh nghiệp hiện chỉ đang còn dư địa vận hành ở một số thị trường mới của Viettel như Dominica, cũng như mở rộng hơn ở các thị trường hiện hữu như Campuchia, Myanmar.

Mảng xây lắp: Tăng trưởng doanh thu ấn tượng, ước tính tăng lần lượt 42%/30% trong 2026-27. Có thể thấy cơ cấu đóng góp với tỷ trọng lớn dần từ các nguồn việc bên ngoài tập đoàn. Ở mảng xây dựng dân dụng (B2C), doanh nghiệp chiếm thị phần vượt trội, ghi nhận sự bứt phá rõ rệt từ nửa cuối 2025 khi thị trường BDS sôi động trở lại. Tuy nhiên, khó khăn có thể quay trở lại từ Q2/26 khi thị trường lại đang có xu hướng siết chặt sau các động thái kiểm soát từ Chính Phủ. Chúng tôi vẫn kỳ vọng mảng ghi nhận tăng trưởng do nền năm ngoài khá thấp. Ở mảng B2B, doanh nghiệp có kế hoạch tham gia vào các dự án đầu tư công, nổi bật nhất mới đây có kế hoạch tham gia xây dựng đường sắt cao tốc Bắc Nam cùng với liên danh các công ty con của Viettel. Về biên LN gộp, có thể thấy xu hướng giảm dần qua các năm, là đánh đổi của việc mở rộng sang mảng xây dựng dân dụng với mức biên thấp, chỉ ~5-5.5%. Trong bối cảnh chi phí VLXD đầu vào biến động khó lường như 2026, chúng tôi ước tính biên LN có thể tiếp tục giảm nhẹ.

Mảng Giải pháp tích hợp & DVKT: Doanh thu và LN gộp 2026/27 lần lượt tăng trưởng 30%/30% svck và 24%/30% svck. Mảng có sự đồng hành rõ nét với hoạt động nhà thầu xây dựng. Trong đó, lắp đặt ĐMT áp mái dự kiến sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng nhờ nguồn việc lớn sau những chính sách khuyến khích đầu tư vào ĐMT mái nhà của Chính Phủ. Doanh nghiệp hiện đang chiếm thị phần áp đảo phân khúc lắp đặt ĐMT áp mái toàn quốc và dự kiến sẽ dành thêm được thị phần lớn hơn nữa trong 2026. Việc giá tấm pin mặt trời và thiết bị tăng cao thời gian gần đây sẽ vừa là khó khăn nhưng cũng là cơ hội để doanh nghiệp dành thị phần từ các đối thủ nhỏ hơn nhờ năng lực cạnh tranh tốt về giá.

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

Ước tính doanh thu sẽ tăng trưởng chậm lại so với giai đoạn trước chỉ ~15% CAGR GD 2026-28. Trong đó, kế hoạch phát triển trạm mới giảm mạnh đạt ~1,000 trạm trong 2026, và tối thiểu 500 trạm mỗi năm trong 2027-30 từ mức kế hoạch 2,000 trạm các năm trước, điều này được doanh nghiệp giải thích do Viettel hiện tại đã qua giai đoạn cao điểm phát triển trạm với vùng phủ ở mức ổn định. Ở giai đoạn sắp tới, chúng tôi cho rằng nhu cầu thuê chung tăng lên sẽ là yếu tố đóng góp cho tăng trưởng doanh thu khi các nhà mạng đối thủ cũng bước vào giai đoạn tăng tốc phủ sóng 5G để bắt kịp Viettel. Hơn nữa, cải thiện tỷ lệ thuê chung là yếu tố quan trọng thúc đẩy biên LN gộp trong mô hình kinh doanh TowerCo nhờ việc ghi nhận doanh số cho thuê tăng trong khi chi phí vận hành không tăng đáng kể. Chúng tôi ước tính tỷ lệ thuê chung đạt 1.043x trong 2026, và ước tính tăng lên mức 1.087x đến 2030. LN gộp 2026-27 theo đó ước tính tăng trưởng 29% và 12% svck, đến từ biên LN cải thiện khi doanh nghiệp không còn áp lực đầu tư Capex quá lớn.

Hình 13: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng TowerCo giai đoạn 2026-30

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	13,000	13,500	14,000	14,500	15,000
Số trạm BTS (> 2MNO)	Trạm	203	333	459	553	692	886	1,091	1,309
Tỷ lệ dùng chung	x	1.032	1.033	1.038	1.043	1.051	1.063	1.075	1.087
Doanh thu		435	631	857	1,025	1,130	1,207	1,288	1,372
LN gộp		137	182	246	320	357	390	453	739
% biên LN gộp	%	31%	28.8%	28.7%	31.2%	31.6%	32.3%	35.2%	53.9%
EBIT		115	150	203	268	300	329	388	671
Khấu hao		129	199	272	328	352	376	372	149
EBITDA		258	363	486	597	653	705	761	819
% biên EBITDA	%	59%	58%	57%	58%	58%	58%	59%	60%

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026	2027	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	12,610	13,940	17,024	20,121	LN trước thuế	672	745	875	1,028
Giá vốn hàng bán	(11,725)	(12,958)	(15,850)	(18,750)	Khấu hao	319	355	407	431
Lợi nhuận gộp	884	982	1,175	1,371	Thuế đã nộp	(116)	(142)	(174)	(204)
Chi phí quản lý DN	(169)	(248)	(302)	(357)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	-	(1)	(15)	Thay đổi VLB	342	541	(520)	164
LN từ HĐKD	716	734	871	999	LCTT từ HĐKD	1,141	1,457	436	1,254
EBITDA thuần	1,035	1,089	1,278	1,429	Đầu tư TSCĐ	(801)	(370)	(236)	(212)
LN trước thuế & lãi vay	716	734	871	999	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	25	-	-
Thu nhập lãi	49	100	147	169	LCTT từ đầu tư	(600)	(1,033)	(180)	(312)
Chi phí tài chính	(90)	(107)	(153)	(158)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(3)	18	10	19	Tiền vay ròng nhận được	195	(70)	151	(91)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	(24)	94
LN trước thuế	672	745	875	1,028	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(525)	(244)	(286)	(286)
Thuế TNDN	(134)	(146)	(174)	(204)	LCTT từ hoạt động TC	(474)	394	(121)	102
Lợi nhuận sau thuế	538	600	701	824	Tiền & tương đương tiền đầu kì	819	887	1,705	1,839
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	67	819	134	1,044
Lợi nhuận ròng	538	600	701	824	Tiền & tương đương tiền cuối kì	887	1,705	1,839	2,883
Chi trả cổ tức	(525)	(244)	(286)	(286)					
Lợi nhuận giữ lại	13	356	415	538					
Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026	2027	Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	887	1,705	1,839	2,883	Tăng trưởng doanh thu thuần	10.9%	10.5%	22.1%	18.2%
Đầu tư ngắn hạn	854	1,618	1,789	2,124	Tăng trưởng EBITDA	13.4%	5.2%	17.4%	11.9%
Phải thu khách hàng	2,937	2,714	3,851	4,455	Tăng trưởng LN từ HĐKD	9.4%	2.6%	18.7%	14.6%
Hàng tồn kho	610	425	790	842	Tăng trưởng LN trước thuế	2.5%	10.9%	17.4%	17.5%
Tài sản ngắn hạn khác	134	164	168	216	Tăng trưởng LN ròng	2.6%	11.4%	16.8%	17.6%
Tổng tài sản ngắn hạn	5,421	6,625	8,437	10,520	Tăng trưởng EPS	2.6%	11.4%	16.8%	17.6%
Tài sản cố định	174	128	109	91					
Tài sản vô hình	17	6	6	6	Biên LN gộp	7.0%	7.0%	6.9%	6.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	252	80	66	42	Biên EBITDA	8.2%	7.8%	7.5%	7.1%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	4.3%	4.3%	4.1%	4.1%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROAE	29.0%	33.9%	34.9%	33.2%
Đầu tư dài hạn khác	1,223	1,335	1,117	875	ROAA	7.6%	7.8%	7.8%	7.7%
Tài sản dài hạn khác	20	10	20	19	ROIC	16.0%	14.8%	15.0%	15.0%
Tổng tài sản dài hạn	1,685	1,560	1,319	1,033					
Tổng tài sản	7,106	8,185	9,756	11,554	Vòng quay tài sản	1.79	1.82	1.90	1.89
					Cổ tức chi trả/LN ròng	97.6%	40.6%	40.8%	34.7%
Vay & nợ ngắn hạn	1,052	1,760	1,798	2,183	Tổng nợ vay/VCSH	30.7%	24.3%	26.6%	18.2%
Phải trả người bán	608	435	721	803	Nợ vay ròng/VCSH	42.3%	31.0%	27.7%	-5.0%
Phải trả ngắn hạn khác	2,993	3,403	4,104	4,890	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10.4%	6.8%	6.3%	-1.2%
Tổng nợ ngắn hạn	4,653	5,598	6,622	7,876	Khả năng thanh toán lãi vay	11.8	7.9	5.7	6.3
Vay & nợ dài hạn	573	503	654	563					
Các khoản phải trả khác	15	16	20	23	Số ngày phải thu	86	74	83	81
Tổng nợ dài hạn	588	518	674	586	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	22	15	18	16
Tổng nợ	5,241	6,117	7,296	8,462	Số ngày phải trả tiền bán	19	19	15	17
Vốn điều lệ	1,144	1,144	1,144	1,144	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.2	1.2	1.3	1.3
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán nhanh	1.0	1.1	1.2	1.2
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.6	0.5	0.6
LN giữ lại	601	654	1,069	1,607					
Các quỹ thuộc VCSH	120	270	246	341	Định giá				
Chênh lệch tỷ giá	3	4	5	6	EPS (đồng/cp)	4,705	5,244	6,126	7,204
Vốn chủ sở hữu	1,745	1,798	2,213	2,751	BVPS (đồng/cp)	15,253	15,721	19,348	24,051
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	P/E (lần)	18.3	16.4	14.1	12.0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,865	2,069	2,459	3,092	P/B (lần)	5.7	5.5	4.5	3.6
Tổng nợ và VCSH	7,106	8,185	9,756	11,554					

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

Nghiêm Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Võ Đức Anh

Mai Duy Anh

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Vũ Lê Giang