



## Company Report: Viettel Construction Joint Stock Corporation (CTR)

Research Department

14/06/2024

### Vững bước cùng hạ tầng viễn thông Việt Nam

#### LUẬN ĐIỂM CHÍNH

**Mảng xây dựng hạ tầng viễn thông & vận hành khai thác hưởng lợi từ kế hoạch phát triển hạ tầng viễn thông Việt Nam.** Với lộ trình phát triển hạ tầng 5G, Tập đoàn Viettel mục tiêu sở hữu 30,000-50,000 trạm BTS 5G trên cả nước vào năm 2030, cho thấy lượng công việc lớn và triển vọng tăng trưởng cho CTR trong khoảng 5-10 năm tới.

**Triển vọng mảng kinh doanh TowerCo.** Với số lượng BTS tăng không ngừng, hiện CTR đang sở hữu số trạm BTS lớn nhất trong số các Towerco hoạt động ở Việt Nam. Tuy nhiên, tỷ lệ dùng chung của CTR còn rất thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước cũng như quốc tế (khoảng 1.4-1.5). Biên lợi nhuận cùng doanh số Towerco của CTR sẽ tăng mạnh nếu doanh nghiệp có thể nâng tỷ lệ dùng chung lên ngang hàng với các towerco khác.

**Triển vọng trong mảng cung ứng giải pháp tích hợp** đi cùng xu hướng xã hội xanh và phát triển thành phố thông minh.

#### KHUYẾN NGHỊ

Thông qua kết quả đánh giá triển vọng hoạt động kinh doanh và quả định giá cổ phiếu ở mức **144,800VND/cp**, tương ứng thấp hơn 4.9% giá đóng cửa ngày 14/6/2024, chúng tôi khuyến nghị "**NĂM GIỮ**" cổ phiếu CTR.

Khuyến nghị:

**Năm giữ**  
(Initial)

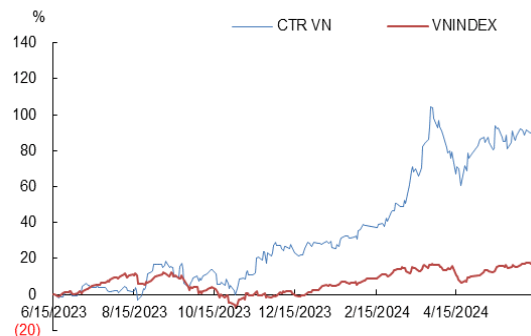
6-18m TP:

144,800

Giá cp hiện tại:

VND152,300

#### Diễn biến giá cp



Thay đổi giá cp	1 M	3 M	1Y
Thay đổi giá %	13.0%	20.3%	99.9%
SS với VN index	18.0%	23.2%	116.5%
Giá tb (VND)	133,222 129,420		94,928

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

12/31	Rev (VND b)	Net Profit (VND b)	EPS (VND)	EPS (Δ%)	BPS (VND)	DPS (VND)	Yield (%)	NPM (%)	ROE (%)	ROA (%)
2020A	6,359	274	2,950	9.91%	14,779	1,000	1.22%	4.31%	28.44%	8.67%
2021A	7,447	375	4,038	36.88%	14,116	1,000	1.86%	5.04%	31.63%	9.57%
2022F	9,370	443	3,872	-4.11%	14,204	1,000	3.15%	4.73%	30.17%	8.85%
2023A	11,299	516	4,510	16.48%	17,380	1,900	2.12%	4.57%	28.56%	7.96%
2024F	13,122	577	5,061	12.22%	17,879	2,000	1.37%	4.40%	28.00%	7.90%

SL cp lưu hành (triệu)	114.39	Cổ đông lớn (%)	Viettel Corp.	65.7%
Vốn hóa TT. (VND b)	17,420.97	Free float (%)		34.3%
Giá trung bình KL 3 tháng ('000)	492.78	Debt/Assets (%)		25
Giá cao/thấp nhất 52w (VND)	152400 / 67900	NPM (%)		4.57

Nguồn: the Company, Guotai Junan (VN).

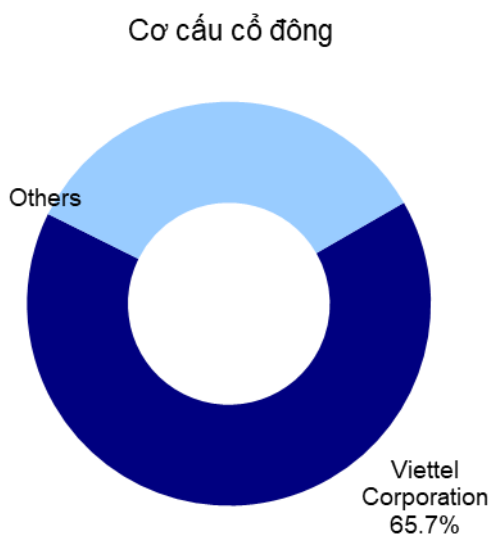
## I. SƠ LƯỢC VỀ DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty Cổ phần Công trình Viettel, tiền thân là Xí nghiệp Khảo sát thiết kế và Xí nghiệp Xây lắp Công trình được thành lập năm 1995, là một đơn vị thuộc hệ sinh thái của Tập đoàn Công nghiệp - Viễn thông Quân đội (Viettel). Các mảng hoạt động kinh doanh của CTR bao gồm:

- Xây dựng: bao gồm xây dựng hạ tầng viễn thông, xây dựng dân dụng B2C và B2B.
- Vận hành Khai thác: chủ yếu vận hành khai thác hạ tầng viễn thông họ Viettel
- Đầu tư Hạ tầng: đầu tư xây dựng hệ thống trạm BTS và cho thuê (mô hình TowerCo)
- Giải pháp & Dịch vụ Kỹ thuật: xây dựng, lắp đặt hệ thống điện mặt trời áp mái; lắp đặt M&E cho các công trình và các giải pháp tích hợp khác cho các công trình công, doanh nghiệp và hộ gia đình.

Tổng Công ty đã xây dựng được hệ thống hạ tầng mạng lưới viễn thông trong nước với hơn 50,000 trạm phát sóng, 320,000 km cáp quang, bao phủ 100% lãnh thổ Việt Nam bao gồm vùng biển hải đảo, vùng sâu vùng xa. Công ty cũng tham gia xây dựng hạ tầng viễn thông (theo các công trình của Viettel) tại 10 quốc gia ở châu Á, châu Phi và châu Mỹ.

Figure-1: Cơ cấu cổ đông

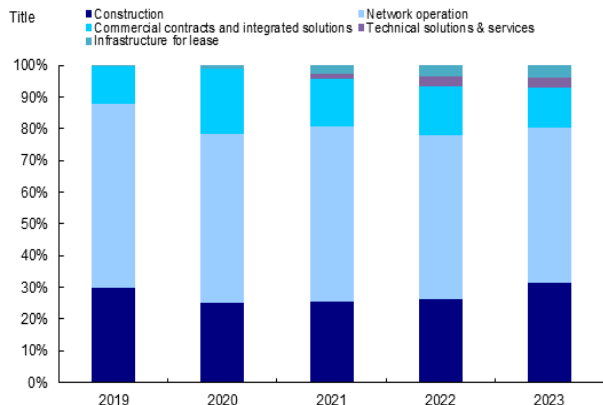


Source: CTR, Guotai Junan (VN)

### Khoảng 70% doanh thu liên quan đến hệ sinh thái Viettel

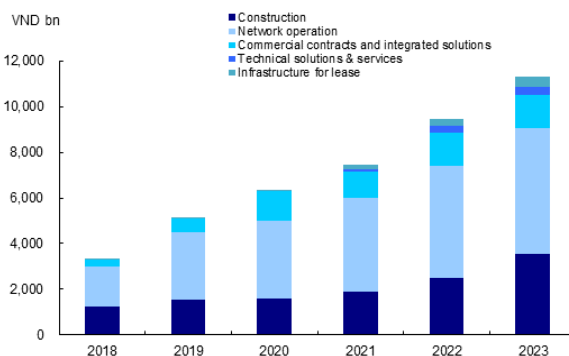
Là thành viên của Viettel, CTR được tham gia vào các dự án đầu tư hạ tầng viễn thông của tập đoàn mẹ cả trong và ngoài nước. Hoạt động kinh doanh trong nước đóng góp 85% tổng doanh thu.

Figure-2: Cơ cấu doanh thu theo HĐKD



Source: CTR, Guotai Junan (VN).

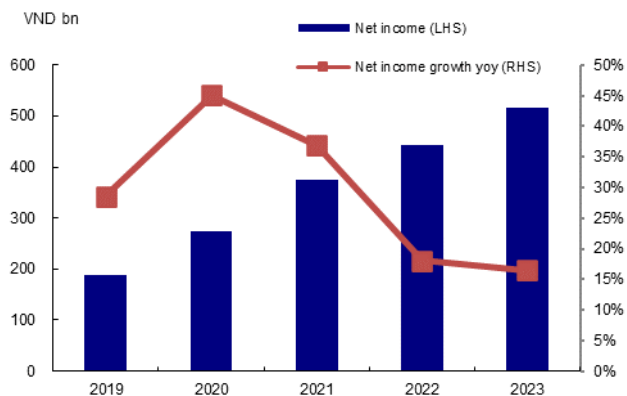
Figure-3: Doanh thu các mảng HĐKD



Source: CTR, Guotai Junan (VN).

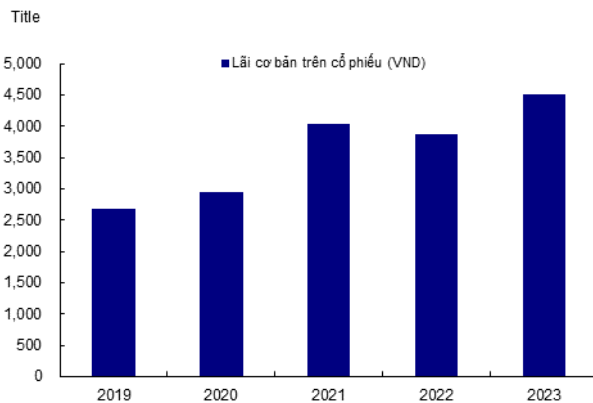
Trong năm 2023, mảng xây dựng hạ tầng đóng góp 31% vào cơ cấu doanh thu, mảng khai thác vận hành đóng góp 49%, theo sau là mảng dịch vụ kỹ thuật đóng góp 13%. Tỷ trọng hoạt động cho thuê trạm BTS chiếm 4% doanh thu.

**Figure-4: Lợi nhuận sau thuế**



Source: CTR, Guotai Junan (VN).

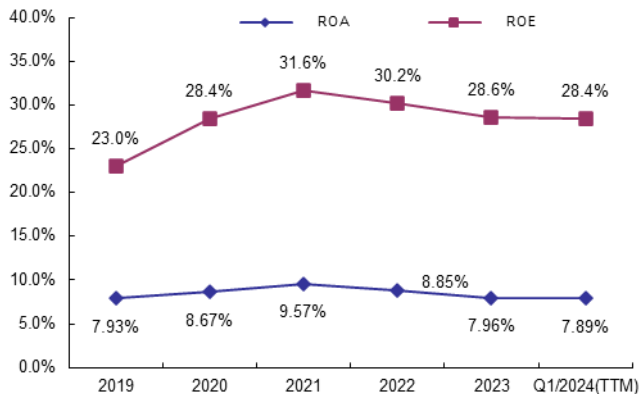
**Figure-5: Lãi cơ bản/cổ phiếu**



Source: CTR, Guotai Junan (VN).

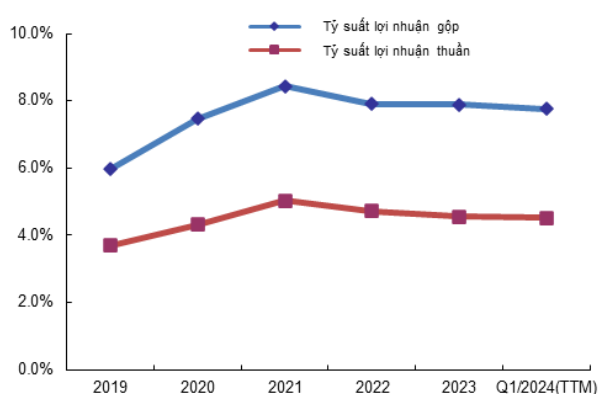
Lợi nhuận 5 năm gần nhất tăng trưởng trung bình 29%/năm.

**Figure-6: Khả năng sinh lời**



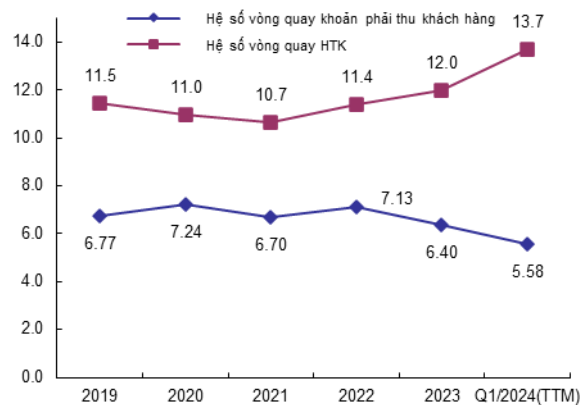
Source: CTR, Guotai Junan (VN).

**Figure-7: Biên lợi nhuận**



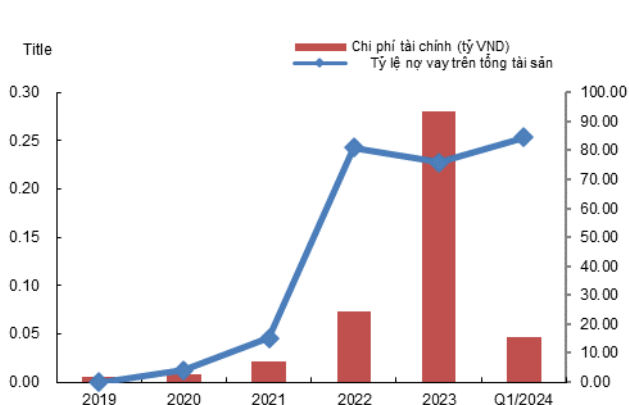
Source: CTR, Guotai Junan (VN).

**Figure-8: Vòng quay tài sản tốt**



Source: CTR, Guotai Junan (VN).

**Figure-9: DN tăng vay nợ tài trợ dự án**



Source: CTR, Guotai Junan (VN).

## II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

### 2.1) Mạng xây dựng hạ tầng viễn thông & vận hành khai thác hưởng lợi từ kế hoạch phát triển hạ tầng viễn thông Việt Nam

Là một thành viên của tập đoàn Viettel và hoạt động kinh doanh gắn liền với hệ sinh thái tập đoàn mẹ, triển vọng kinh doanh của CTR đi cùng vị thế của Viettel và kế hoạch phát triển hạ tầng viễn thông Việt Nam.

#### 2.1.1. Định hướng chuyển đổi hạ tầng viễn thông Việt Nam thành hạ tầng số theo định hướng của Bộ Thông tin và Truyền thông đến năm 2025

Định hướng phát triển hạ tầng viễn thông của Bộ TT &TT đặt ra các mục tiêu đến năm 2025 bao gồm: hạ tầng mạng băng rộng cáp quang phủ tới 100% xã, trên 80% hộ gia đình, 100% số thuê bao di động là băng rộng, tỷ lệ người sử dụng internet đạt trên 80%, tỷ lệ dân số có tài khoản thanh toán điện tử đạt trên 50%; tốc độ tăng trưởng doanh thu lĩnh vực viễn thông trung bình là 8% - 10%/năm.

Hiện nay, số người dùng Internet tại Việt Nam tăng mạnh, tạo điều kiện thuận lợi cho việc thực hiện chuyển đổi số sâu rộng và toàn diện. Điều này mang lại nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp viễn thông trong việc phát triển các dịch vụ mới và nâng cao chất lượng dịch vụ hiện có.

#### Số liệu sử dụng Internet tại Việt Nam

	Đơn vị tính	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Tỷ lệ người sử dụng Internet</b>	%	70	68.7	70.23	74.21	78.6
<b>Tỷ lệ hộ gia đình có truy cập Internet</b>	%	47	71.3	74.8	80.99	87.8
<b>Tổng băng thông kết nối Internet quốc tế</b>	Mbit/s	7,796,531	13,632,829	13,920,829	14,013,695	13,745,111
<b>Tổng băng thông kết nối Internet quốc tế/người sử dụng internet</b>	bit/s/người sử dụng	122,458	215,671	224,746	201,026	184,338

#### Tỷ lệ dân số được phủ sóng di động

	Đơn vị tính	2018	2019	2020	2021	2022
<b>2G, 3G, 4G</b>	%	99.7	99.8	99.8	99.8	99.9
<b>3G, 4G</b>	%	99.7	99.8	99.8	99.8	99.85
<b>4G</b>	%	95.3	97	99.5	99.7	99.8

#### Chuyển đổi số tại Việt Nam

	Đơn vị tính	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Tỷ lệ hộ gia đình có máy tính cá nhân</b>	%		24.6	24.74	27.1	25.4
<b>Số máy tính cá nhân trên 100 hộ gia đình</b>	Chiếc	22.3	29	25.74	28.6	35.5

Nguồn: Bộ Thông tin và Truyền thông

Tính đến thời điểm cuối năm 2023, tỷ lệ hộ gia đình sử dụng cáp quang ước đạt 79.4% tăng 4.9% so với cùng kỳ năm 2022 và đạt 94.2% kế hoạch năm 2023; Tỷ lệ người sử dụng Internet ước đạt 78.59%, tăng 4.09% so với năm 2022; Số thuê bao sử dụng smartphone ước đạt 100.1 triệu, tăng 5.7% so với năm 2022.

#### Tầm nhìn đến năm 2030, độ phủ mạng 5G sẽ đạt 99%

Ngày 11/1/2024, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quy hoạch hạ tầng TT&TT thời kỳ 2021 - 2030, tầm nhìn đến năm 2050 của Việt Nam. Quy hoạch đặt mục tiêu đến năm 2025, tốc độ tải xuống trung bình tối thiểu 100 Mb/s cho mạng 5G và đến năm 2030, mạng băng rộng di động 5G phủ sóng 99% dân số.

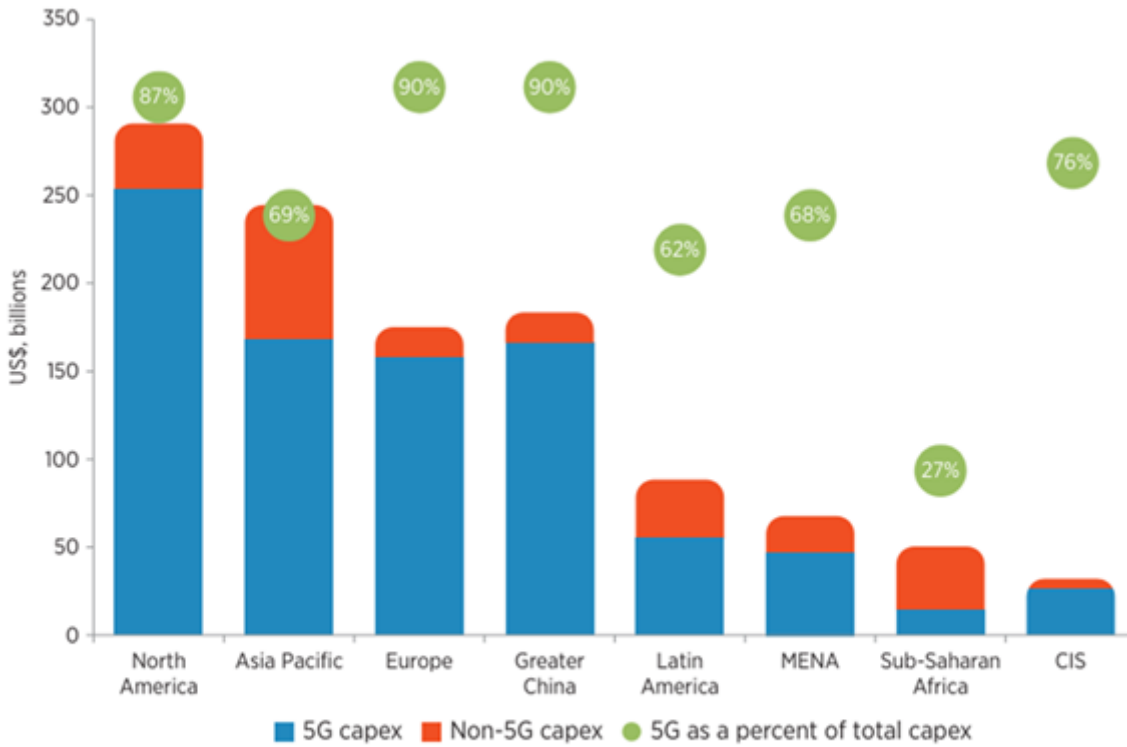
Theo kế hoạch thương mại hóa mạng 5G của Bộ Thông tin và Truyền thông, các nhà mạng di động sẽ cung cấp dịch vụ 5G đến người dân, doanh nghiệp từ cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024. Hiện tại, 3 nhà mạng lớn nhất tại Việt Nam đã triển khai kiểm thử 5G và sẵn sàng cho việc chuyển đổi.

Tháng 3-2024, Viettel, VNPT đã trở thành 2 nhà mạng di động đầu tiên của Việt Nam đấu thầu thành công quyền sử dụng băng tần 5G trong 15 năm; được Bộ Thông tin và Truyền thông cấp giấy phép thiết lập mạng di động 5G và cung cấp dịch vụ thông tin di động mặt đất sử dụng công nghệ 5G.

**Dù còn nhiều trở ngại trong bước đầu triển khai hạ tầng 5G, 5G vẫn là xu hướng tất yếu và cần lộ trình đưa vào ứng dụng.**

Khai thác và vận hành 5G tốn nhiều chi phí do phải triển khai mạng lưới các trạm phát sóng, khiến các nhà khai thác mạng lo ngại về chi phí đầu tư tài sản cố định trong giai đoạn đầu.

### Xu hướng đầu tư hạ tầng 5G trên thế giới- Chi phí đầu tư hạ tầng 5G, 2020-2025 (tỷ USD)



Source: GSM Association 2020.

Note: capex = capital expenditures; CIS = Commonwealth of Independent States; MENA = Middle East and North Africa.

Trong ngắn hạn, theo định hướng của Bộ Thông tin và Truyền thông, Việt Nam đặt mục tiêu là các nhà mạng sau khi được cấp phép sẽ sớm phủ sóng 5G tới các khu vực có nhu cầu cao như các khu công nghệ cao, trung tâm nghiên cứu, khu công nghiệp có nhu cầu ứng dụng; đến năm 2025, cơ bản phủ sóng 5G tại các tỉnh, thành với 5% dân số được phủ sóng; và đến năm 2030, 100% dân số được phủ sóng 5G.

Về lâu dài, các ứng dụng 5G trên thị trường đại chúng và việc giảm giá thiết bị cũng như chi phí dữ liệu cho người dùng cuối sẽ thúc đẩy việc mở rộng vùng phủ sóng 5G. Sự thiếu hụt trong phạm vi phủ sóng có thể làm trì hoãn đáng kể việc các ứng dụng như vậy ở các quốc gia mới nổi, đồng thời ngăn cản các doanh nghiệp ở các quốc gia này tận dụng các cơ hội khai thác 5G. Một số phương án giảm thiểu chi phí khai thác 5G bao gồm nâng cấp mạng lưới backhaul, giảm chi phí cấp phép phổ điện từ (spectrum) và **chia sẻ hạ tầng là một trong những phương án khả dĩ nhất**. Theo Global Data, các công ty viễn thông trên thế giới đã nhận ra những lợi ích của việc giảm sự sở hữu đối với các hạ tầng viễn thông thụ động như các cột ăng-ten phát sóng di động hay đường truyền cáp quang internet. Thay vào đó, một nhóm nhà mạng có thể chia sẻ cơ sở hạ tầng với nhau, tránh tình trạng mỗi nhà mạng phải xây dựng một trạm phát sóng BTS riêng, đặc biệt là ở những khu vực có lưu lượng thấp. Công nghệ mạng 5G có lợi thế có thể chia sẻ hạ tầng BTS.

#### 2.1.2. Vị thế của Viettel tại Việt Nam và triển vọng cho CTR

**Tập đoàn Công nghiệp - Viễn thông Quân đội (Viettel)** là doanh nghiệp nhà nước, hoạt động trong lĩnh vực viễn thông. Sản phẩm nổi bật nhất của Viettel hiện nay là mạng di động Viettel Mobile. Công ty thành viên Viettel Telecom của Viettel hiện đang là nhà mạng giữ thị phần lớn nhất trên thị trường dịch vụ viễn thông Việt Nam. Hiện nay, Viettel đã đầu tư tại 11 thị trường nước ngoài ở 3 châu lục gồm Châu Á, Châu

Mỹ và Châu Phi. Viettel được đánh giá là một trong những công ty viễn thông có tốc độ phát triển nhanh nhất thế giới. Hiện Viettel là thương hiệu viễn thông có giá trị nhất Đông Nam Á với định giá thương hiệu trị giá 8.9 tỷ USD. Năm 2023, tập đoàn Viettel ghi nhận doanh thu 172.5 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận 45.2 nghìn tỷ đồng. Hiện Viettel sở hữu hơn 100,000 trạm BTS (tại 11 quốc gia), trong đó, có khoảng 40,000 BTS tại Việt Nam (theo số liệu từ TowerExchange).

Figure-10: Thị phần Thuê bao điện thoại cố định mặt đất

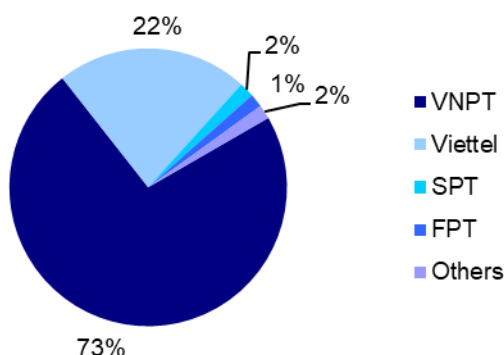
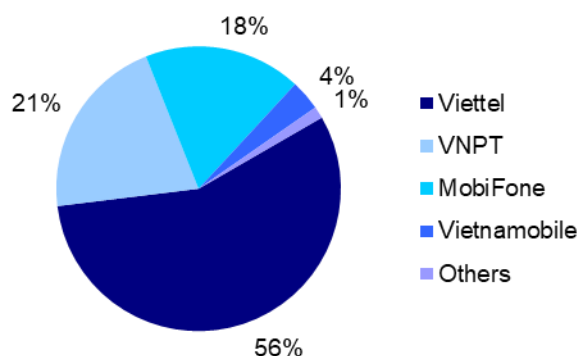


Figure-11: Thị phần thuê bao di động mặt đất



Source: Bộ TT và Truyền thông, Guotai Junan (VN).

Source: Bộ TT và Truyền thông, Guotai Junan (VN).

Figure-12: Thị phần băng rộng cố định mặt đất

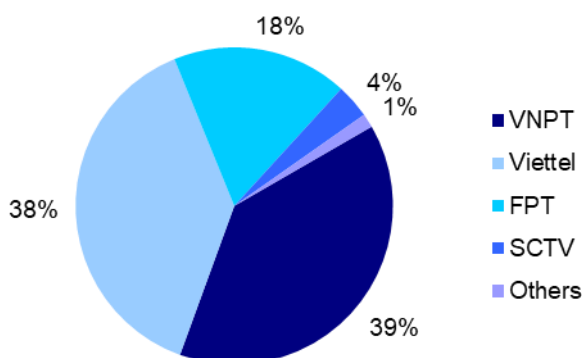
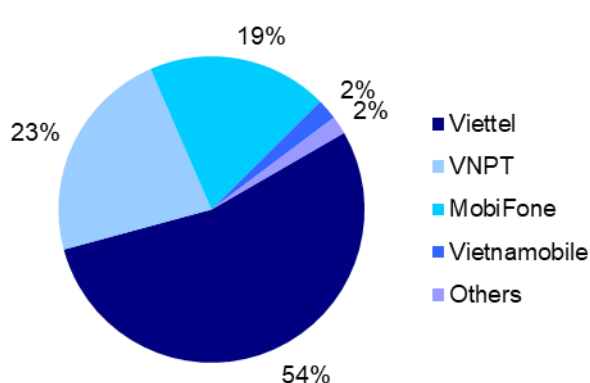


Figure-13: Thị phần băng rộng di động mặt đất



Source: Bộ TT và Truyền thông, Guotai Junan (VN).

Source: Bộ TT và Truyền thông, Guotai Junan (VN).

Liên quan đến việc tham gia hạ tầng 5G, trong đợt đấu giá hồi tháng 3, Viettel đã đấu giá thành công quyền sử dụng gói băng tần khối B1 (2500 - 2600 MHz) trong vòng 15 năm tới với mức giá trên 7,000 tỷ đồng. Theo đại diện từ Viettel, về giá trị lớn nhất của băng tần 2500 - 2600 MHz với Viettel, băng tần này sử dụng được cho cả mạng 4G và 5G. Cách đây 5 năm, Bộ TT&TT đã thay đổi phân hoạch cho mạng 4G theo kiểu mới, cho phép tần số 2600 MHz dùng được cho cả 4G và 5G. Đây cũng là băng tần tối ưu được vùng phủ với bán kính gấp 1.3 lần so với băng tần band C (3500 MHz). Nhìn vào việc triển khai thử nghiệm 5G trên quy mô nhiều tỉnh/thành của Viettel, có thể thấy chi phí trên mỗi trạm thu phát sóng 5G và cho mỗi người dùng 5G sẽ ở mức thấp. Cùng với việc có được “băng tần vàng”, chi phí này lại càng thấp hơn nữa, giúp gia tăng hiệu quả kinh doanh cho Tập đoàn.

Với lộ trình phát triển hạ tầng 5G, Tập đoàn Viettel mục tiêu sở hữu 30,000-50,000 trạm BTS 5G trên cả nước vào năm 2030, cho thấy lượng công việc lớn và triển vọng tăng trưởng cho CTR trong khoảng 5-10 năm tới.

## 2.2) Triển vọng mảng kinh doanh TowerCo: còn nhiều dư địa để khai phá

Đôi nét về TowerCo: mô hình TowerCo (các công ty cho thuê trạm tower) là mô hình các công ty tập trung vào việc xây dựng hoặc mua lại trạm viễn thông, sau đó cho các nhà khai thác mạng di động (MNOs) thuê theo hợp đồng. Các TowerCo phụ trách vận hành và bảo trì hệ thống các trạm viễn thông và hạ tầng liên quan. Ngoài trạm, các towerco còn đầu tư và cho thuê các tài sản liên quan đến hạ tầng viễn thông khác như hệ thốngăng ten phân tán, cáp quang...

### Tại sao triển vọng mảng towerco lại sáng?

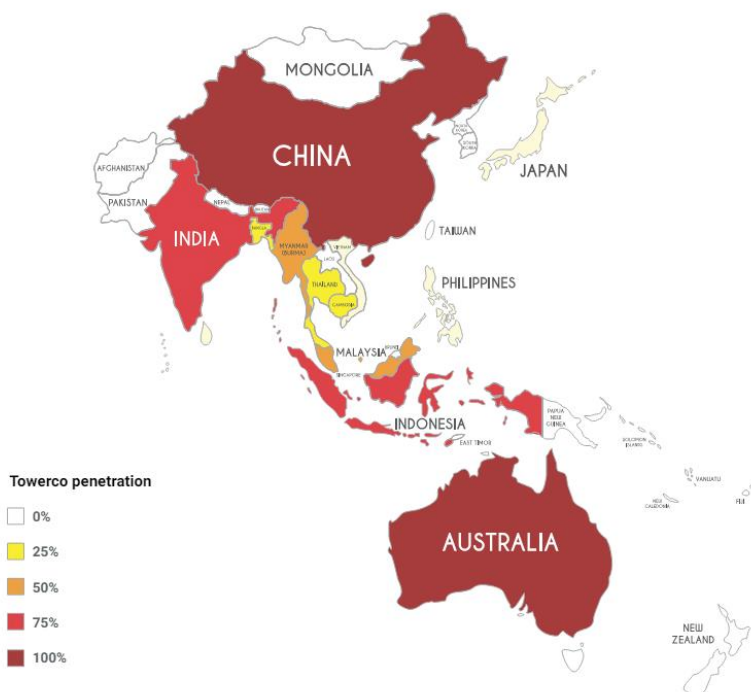
Hiện tại, việc khai thác hạ tầng viễn thông tại Việt Nam chủ yếu hoạt động theo mô hình các nhà khai thác mạng di động tự sở hữu và vận hành trạm viễn thông của mình. Tuy nhiên, thị trường phát triển và nhu cầu mở rộng nhanh số lượng các trạm viễn thông khiến hiệu quả của mô hình cũ giảm xuống và không tối ưu hóa chi phí. Thay vào đó, xu hướng thay thế sẽ là các MNO sẽ dùng chung trạm viễn thông (bằng cách đi



thuê) để tối ưu hóa chi phí trong khi vẫn mở rộng được mạng lưới phủ sóng.

Theo TowerExchange, các TowerCo trên thế giới sở hữu tới 84% trạm BTS trên thế giới với biên lợi nhuận EBITDA bình quân từ 50 - 70%, cao hơn từ 2 - 3 lần biên lợi nhuận EBITDA của các nhà mạng viễn thông (20 - 30%).

### Tỷ lệ thâm nhập Towerco tại các thị trường châu Á



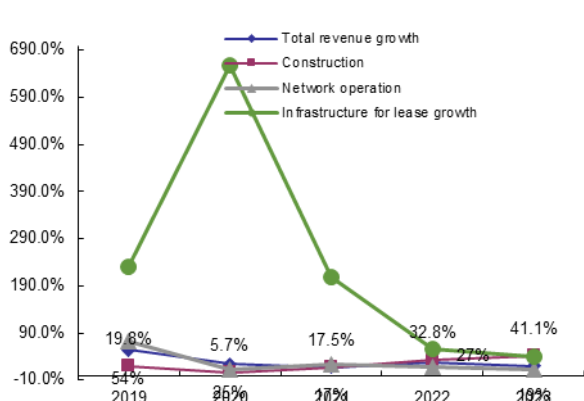
Tại Việt Nam, thị trường TowerCo được đánh giá là giàu tiềm năng do mật độ thâm nhập của TowerCo thấp. Chỉ 12% số trạm BTS tại Việt Nam do các TowerCo sở hữu đồng thời thị trường cũng phân mảnh, không có công ty nào chi phối thị trường (tỷ lệ này tại Myanmar là 57%, Malaysia là 64%, Indonesia là 99%, Cambodia là 33%).

*Nguồn: TowerExchange*

Theo Cục Viễn thông, trên cả nước hiện có 260,000 trạm BTS với mức chi phí đầu tư từ 300 triệu đến 1 tỷ đồng mỗi trạm gây nên sự chông chéo và lãng phí trong đầu tư. Trước vấn đề này, Bộ Thông tin & Truyền thông (TTTT) đã đưa ra nhiều chính sách thúc đẩy chia sẻ hạ tầng giữa các nhà mạng như 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; giàn xếp cho các nhà mạng Viettel, VNPT, MobiFone, Gtel ký thỏa thuận dùng chung lẫn nhau 1,200 trạm (số trạm dùng chung sau đó tăng lên 2,000 trạm).

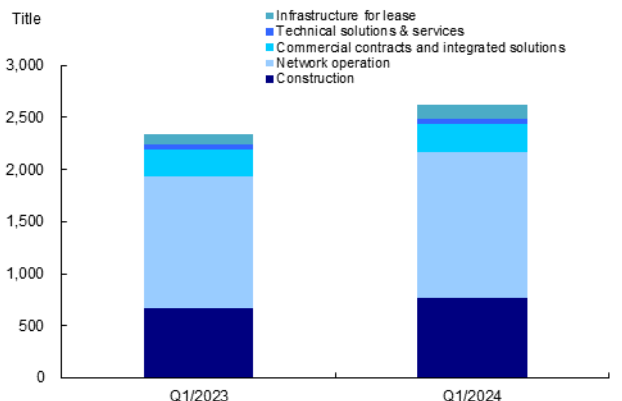
**Hiện tỷ trọng mảng TowerCo trong cơ cấu doanh thu của CTR mới chỉ chiếm 5%, tuy nhiên, có thể thấy doanh thu mang lại từ mảng kinh doanh này đang tăng mạnh những năm gần đây.**

**Figure-14: Tăng trưởng doanh thu các mảng viễn thông**



Source: CTR, Guotai Junan (VN).

**Figure-15: Doanh thu TowerCo Q1.24 tăng 40%yoy**



Source: CTR, Guotai Junan (VN).

Nhờ đẩy mạnh hoạt động đầu tư hệ thống trạm BTS mới cùng triển vọng thị trường, doanh thu cho thuê và số lượng trạm BTS CTR sở hữu tăng trưởng nhanh. Cụ thể, đến cuối năm 2023, CTR sở hữu khoảng 6,400 trạm BTS, tuy nhiên năm 2024, doanh nghiệp dự kiến đưa 4,000 trạm mới vào vận hành (+60%). Tính đến cuối tháng 5, CTR đã đưa khoảng 1,000 BTS mới vào vận hành, nâng tổng số trạm BTS sở hữu lên gần 7,400.

Các dự án đầu tư mới hệ thống DAS và BTS cập nhật đến năm 2023

Tên dự án	Địa điểm xây dựng	Mục đích xây dựng	Thời gian thực hiện	Tình trạng dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)
Đầu tư mới hệ thống DAS tòa nhà năm 2019	HN, HCM, Thái Nguyên, Quảng Ninh	Đầu tư 1.5 triệu m2 hệ thống DAS cho thuê	2019-2024	Đang triển khai	54
Dự án đầu tư xây dựng hạ tầng trạm BTS cho thuê năm 2021-Dự án 1	63 tỉnh/thành phố	Xây dựng hạ tầng BTS cho thuê (728 trạm và hệ thống nguồn)	2021-2023	Đã hoàn thành	243.2
Dự án đầu tư xây dựng hạ tầng trạm BTS cho thuê năm 2021-giai đoạn 2	63 tỉnh/thành phố	Xây dựng hạ tầng BTS cho thuê (1,320 trạm và hệ thống nguồn)	2021-2023	Đã hoàn thành	472.4
Đầu tư xây dựng hạ tầng trạm BTS cho thuê năm 2022	63 tỉnh/thành phố	Xây dựng hạ tầng BTS cho thuê (2,500 trạm và hệ thống nguồn)	Q1.2022-2-2024	Đang triển khai	734.5
Đầu tư xây dựng hạ tầng trạm BTS cho thuê năm 2023	63 tỉnh/thành phố	Xây dựng hạ tầng BTS cho thuê (2,500 trạm và hệ thống nguồn)	Q2/2023-2025	Đang triển khai	536.3

Source: CTR, Guotai Junan (VN).

Dự kiến trong giai đoạn 2025-2030, mỗi năm tổng công ty sẽ xây dựng thêm 2.000 trạm BTS.

**Ưu thế xác lập vị thế dẫn đầu thị trường khi thị trường TowerCo Việt Nam còn phân mảnh.** Tỷ lệ thuê BTS của cả nước được ước tính là 1.5 lần và không có quy định ngăn cản các MNO xây dựng tháp ở cùng một vị trí, điều này đã gây ra sự chông chéo đáng kể. Với yêu cầu vận hành mạng 5G một cách có lợi nhuận, các nhà khai thác Việt Nam có thể cân nhắc nghiêm túc hơn việc sử dụng towercos trong tương lai gần.

Với số lượng BTS tăng không ngừng, hiện CTR đang sở hữu số trạm BTS lớn nhất trong số các Towerco hoạt động ở Việt Nam. Tuy nhiên, tỷ lệ dùng chung của CTR còn rất thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước cũng như quốc tế (khoảng 1.4-1.5). Biên lợi nhuận cùng doanh số Towerco của CTR sẽ tăng mạnh nếu doanh nghiệp có thể nâng tỷ lệ dùng chung lên ngang hàng với các towerco khác.

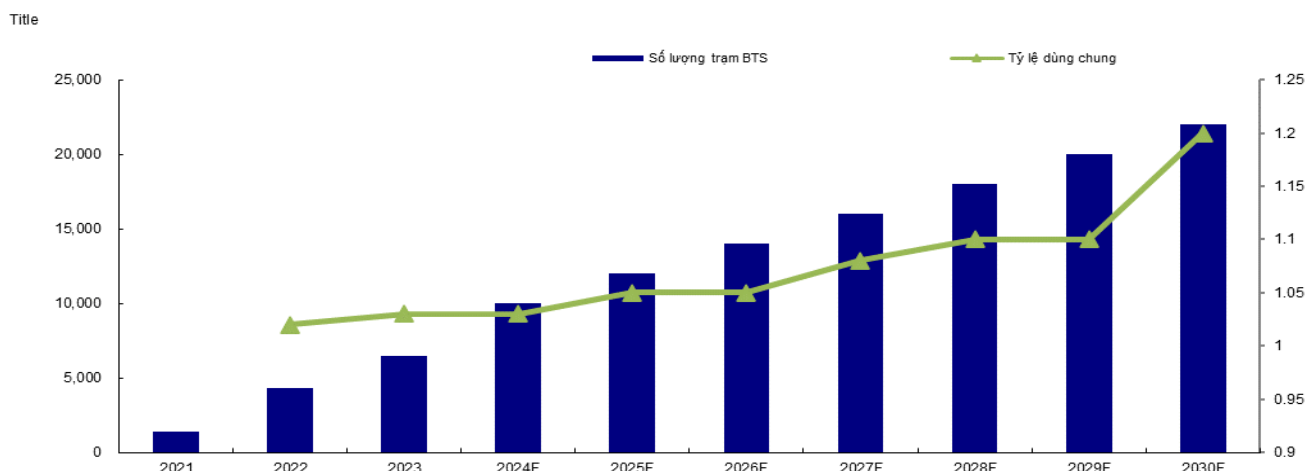
Các Towerco lớn tại Việt Nam

TowerCo	Định giá PE	Số lượng BTS	Tỷ lệ dùng chung	Số lượng BTS dự kiến tăng lên giai đoạn 2024-2025
CTR	33.14	7500	1.03	4000
OCKgroup	16.39	3650	1.4	700
GLT	43.59	200	-	-

Nguồn: CTR, OCK, GLT, Guotai Junan (VN)

Triển vọng doanh thu đi cùng số lượng trạm tăng nhanh và tỷ lệ dùng chung cải thiện.

Figure-16: Ước tính số lượng trạm BTS và tỷ lệ dùng chung



Source: CTR, Guotai Junan (VN)



### 2.3) Triển vọng trong mảng cung ứng giải pháp tích hợp

Mảng hoạt động cung ứng giải pháp kỹ thuật và tích hợp tòa nhà của CTR hoạt động tương đối ổn định với các dự án liên tục gối đầu. Đặc biệt, là một thành viên của Tập đoàn Viettel, CTR được thừa hưởng lợi thế trong việc tiếp cận các dự án công. Đặc biệt, Mạng lưới các kỹ thuật viên phủ khắp 63 tỉnh thành giúp CTR tối ưu hóa chi phí, nhận được lượng dự án lớn và dòng tiền ổn định (khách hàng hộ gia đình đặt cọc và thanh toán hợp đồng đúng hạn), qua đó, cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Một triển vọng khác cho Viettel Construction là việc Chính phủ thúc đẩy chuyển đổi số quốc gia, xây dựng Chính phủ số, nền kinh tế số và xã hội số; tập trung nâng cao chất lượng đô thị trong kế hoạch phát triển kinh tế xã hội 5 năm giai đoạn 2021 – 2025. Điều này tạo cơ hội cho công ty mở rộng kinh doanh các dịch vụ về các giải pháp năng lượng thông minh, cơ điện cho doanh nghiệp và hộ gia đình.

### III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

#### Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá cổ phiếu CTR:

- 1) Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền
- 2) Phương pháp định giá so sánh P/E

#### 3.1. Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền

##### Các giả định chính:

- WACC: 11.7%
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn: 4%/năm

Chúng tôi dự phóng CTR sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu 16% trong năm 2024 với giả định doanh nghiệp sẽ tiếp tục tham gia các dự án của Tập đoàn Viettel với mức tăng trưởng 18% cho mảng xây dựng và vận hành khai thác. Trong khi đó, với giả định CTR sẽ đưa vào vận hành thêm 3,500 trạm BTS trong năm 2024, tỷ lệ dùng chung 1.03, doanh thu mảng towerco sẽ tăng trưởng 45% trong năm 2024. Doanh nghiệp đang trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư, do vậy lãi từ hoạt động tài chính sẽ có xu hướng giảm. Điều này khiến biên lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh giảm nhẹ (giai đoạn 2021-nay). Chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận thuần ở mức 4.4% trong năm nay, tương ứng với lợi nhuận thuần đạt 577 tỷ đồng, tăng trưởng 12% so với năm 2023.

Trong dài hạn, với kỳ vọng biên lợi nhuận của CTR sẽ dần mở rộng nhờ tỷ trọng mảng Towerco tăng dần trong cơ cấu doanh thu trong khi tỷ lệ dùng chung được cải thiện, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ đạt mức trung bình 20%/năm cho giai đoạn 2025-2030.

		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC Discount	10.7%	131,464	140,707	151,331	163,668	178,169
	11.2%	121,033	129,004	138,083	148,516	160,633
	11.7%	111,840	118,769	<b>126,599</b>	135,516	145,764
	12.2%	103,682	109,749	116,556	124,247	133,006
	12.7%	96,397	101,743	107,703	114,390	121,945

**Kết quả định giá:**  
Mô hình có kết quả định giá đầu ra cho cổ phiếu CTR tương ứng **126,599VND/cổ phiếu.**

### 3.2. Phương pháp định giá so sánh P/E

	Name	Ticker	Mkt Cap (trn VND)	P/E
Việt Nam và khu vực	Viettel Construction Joint Stock	CTR VN	17.43	29.9344
	Global Electrical Technology	GLT VN	0.21	43.59
	OCK Group Bhd	OCK MK	3.43	11.4423
	Tata Communications Ltd	TCOM IN	162.72	31.6701
	China Tower Corp Ltd	788 HK	590.66	13.7811
	Hangzhou Freely Communication	603602 CH	9.10	45.6884
	Hillcon Tbk PT	HILL IJ	13.19	16.3561
	<b>Trung bình</b>			<b>27.49</b>
US	American Tower Corp	AMT US	2,336.34	30.0061
	Crown Castle Inc	CCI US	1,102.90	37.084
	Equinix Inc	EQIX US	1,849.79	65.8534
	Prologis Inc	PLD US	2,645.37	34.0752
	AvalonBay Communities Inc	AVB US	722.69	38.2603
	Digital Realty Trust Inc	DLR US	1,260.67	95.8157
	Realty Income Corp	O US	1,178.26	35.1519
	<b>Trung bình</b>			<b>37.08</b>

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

Mức P/E trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực và tại Mỹ (nơi có thị trường TowerCo phát triển bậc nhất) là 32.28. Với EPS năm 2024fw là 5,061VND/cp, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho CTR là **163,000VND/cp**.

#### KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Kết quả định giá cuối cùng cổ phiếu CTR trung bình trọng số kết quả định giá của 2 phương pháp trên:

	Tỷ trọng	Kết quả định giá
Phương pháp chiết khấu dòng tiền	50%	126,599
Phương pháp định giá so sánh P/E	50%	163,000
<b>Trung bình</b>		<b>144,800</b>

Thông qua kết quả đánh giá triển vọng hoạt động kinh doanh và quả định giá cổ phiếu ở mức **144,800VND/cp**, tương ứng thấp hơn 4.9% giá đóng cửa ngày 14/6, chúng tôi khuyến nghị **"NẮM GIỮ"** cổ phiếu CTR.

**XẾP HẠNG CỔ PHIẾU**Chỉ số tham chiếu: **VN - Index.**Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
<b>Mua</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq$ 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
<b>Tích lũy</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
<b>Trung lập</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
<b>Giảm tỷ trọng</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% đến -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
<b>Bán</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

**XẾP HẠNG NGÀNH**Chỉ số tham chiếu: **VN - Index**Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

<b>Xếp loại</b>	<b>Định nghĩa</b>
<b>Vượt trội</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
<b>Trung lập</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
<b>Kém hiệu quả</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

**KHUYẾN CÁO**

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



## GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

**Trần Thị Hồng Nhung**

Deputy Director

[nhungth@gtjas.com.vn](mailto:nhungth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:703

14 June 2024



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)  
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	R9-10, 1 <sup>st</sup> Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	3 <sup>rd</sup> Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: <a href="mailto:info@gtjas.com.vn">info@gtjas.com.vn</a> Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a>	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696

Viettel Construction (CTR)

Company Report