

## Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR)

MUA +21,7%

Ngành	Hạ tầng viễn thông
Ngày báo cáo	05/08/2024
Giá hiện tại	115.600 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>138.000 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	138.000 VND
TL tăng	+19,4%
Lợi suất cổ tức	2,4%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+21,7%</b>

GT vốn hóa	13,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	5,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	58,7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	65,7%
SL cổ phiếu lưu hành	114,4 tr
Pha loãng	114,4 tr

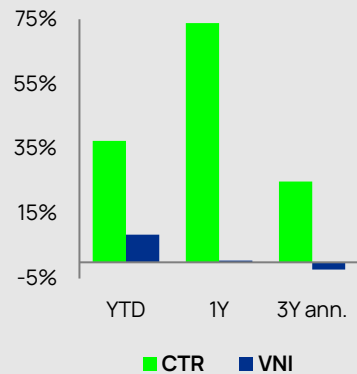
	CTR	Peers	VNI
P/E (trượt)*	33,6x	15,9x	14,5x
EV/EBITDA	13,9x	10,5x	N/A
ROE	28,0%	16,8%	12,6%
ROA	7,8%	3,6%	1,9%

\* Điều chỉnh cho quỹ khen thưởng & phúc lợi

## Tổng quan Công ty

Tổng CTCP Công trình Viettel là công ty con của Tập đoàn Viettel – công ty viễn thông số 1 Việt Nam. CTR cung cấp các dịch vụ xây dựng, vận hành khai thác, tích hợp hệ thống và hạ tầng cho thuê chủ yếu cho các nhà mạng viễn thông. CTR là công ty hạ tầng cho thuê viễn thông lớn nhất Việt Nam từ năm 2022 và hiện vẫn đang duy trì vị thế này.

## Diễn biến giá cổ phiếu



Lý Phúc Thanh Ngân  
Chuyên viên

Hoàng Nam  
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	11.299	12.866	14.668	16.149
% YoY	19%	14%	14%	10%
LNST-CĐTS	517	590	729	896
% YoY	13%	14%	24%	23%
EPS	2%	14%	24%	23%
Biên LN gộp	7,8%	7,1%	7,8%	8,7%
Biên LN từ HĐKD	5,6%	6,0%	6,7%	7,6%
Biên EBITDA	7,9%	8,8%	10,6%	12,2%
Biên LN ròng	4,6%	4,6%	5,0%	5,6%
EV/EBITDA	15,3x	12,0x	8,8x	6,9x
P/E *	34,1x	29,9x	24,2x	19,7x
P/B	6,6x	5,7x	5,2x	4,4x
ROE	25,9%	25,4%	28,6%	29,9%
ROA	7,5%	6,6%	6,9%	7,5%

\* Điều chỉnh theo khen thưởng và phúc lợi

## Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ mảng hạ tầng cho thuê

- Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR) ở mức 138.000 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên MUA vì giá cổ phiếu đã giảm 14% trong 2 tháng qua.
- Chúng tôi giảm 0,3% dự báo tổng EBITDA giai đoạn 2024-2031 (giảm 1% cho mỗi năm 2024/25/26). Chúng tôi giảm dự báo EBITDA năm 2024 cho CTR do chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng doanh thu của mảng vận hành khai thác từ 15% xuống 13% dựa trên KQKD nửa đầu năm thấp hơn nhẹ so với dự kiến.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EBITDA đạt 30% trong giai đoạn 2023-2026, dẫn dắt bởi CAGR đạt 59% của mảng hạ tầng cho thuê. Chúng tôi tin rằng sự chuyển dịch công nghệ viễn thông từ công nghệ 2G và 3G sang công nghệ 4G và 5G, cùng với nhu cầu cao hơn về việc tăng cường vùng phủ sóng 4G, sẽ đòi hỏi cơ sở hạ tầng viễn thông dày đặc hơn. Do đó, chúng tôi dự báo số lượng trạm viễn thông của CTR sẽ tăng gấp 3 lần từ 6.436 vào cuối năm 2023 lên khoảng 20.000 vào cuối năm 2026. Chúng tôi dự báo đóng góp EBITDA của mảng hạ tầng cho thuê sẽ tăng từ 30% vào năm 2023 lên 55% vào năm 2026.
- Giá mục tiêu của chúng tôi cho CTR tương ứng với bội số EV/EBITDA dự phóng năm 2024/25 lần lượt đạt 14,3/10,5 lần, chúng tôi tin rằng các con số này ở mức hợp lý do triển vọng tăng trưởng EBITDA mạnh mẽ của CTR đến từ mảng hạ tầng cho thuê. Một số công ty cùng ngành mà chúng tôi lựa chọn tại các thị trường châu Á mới nổi và các thị trường phát triển hiện ghi nhận EV/EBITDA trượt trung bình 5 năm lần lượt đạt 11,2 lần và 21,9 lần.
- Yếu tố hỗ trợ:** Số lượng trạm viễn thông mới cao hơn.
- Rủi ro:** Số lượng trạm viễn thông mới ít hơn; các công ty viễn thông không sẵn lòng dùng chung trạm viễn thông.

**Mảng hạ tầng cho thuê dự kiến thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của CTR.** Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tăng cường vùng phủ sóng 4G sẽ tăng do kế hoạch tắt sóng mạng 2G vào tháng 9/2024 và tắt sóng mạng 3G vào cuối năm 2028, theo mục tiêu của Bộ Thông tin và Truyền thông (Bộ TT&TT). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng các cuộc đấu giá ba băng tần vào tháng 3 và tháng 7/2024 thành công sẽ đặt nền tảng cho việc triển khai 5G tại Việt Nam bắt đầu từ nửa cuối năm 2024. Do phạm vi phủ sóng của 4G và 5G thấp hơn so với 2G và 3G, sự thay đổi trong công nghệ viễn thông từ 2G và 3G sang 4G và 5G đòi hỏi cơ sở hạ tầng viễn thông dày đặc hơn để duy trì vùng phủ sóng. Chúng tôi cho rằng nhu cầu về trạm viễn thông mạnh mẽ này sẽ tương ứng với CAGR số lượng trạm viễn thông của CTR là 22% trong giai đoạn 2023-2031. Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ lệ dùng chung của CTR sẽ dẫn dắt 1,20 vào cuối năm 2031 từ mức 1,03 vào cuối năm 2023. Chúng tôi dự phóng việc dùng chung trạm sẽ tăng lên vì chúng tôi kỳ vọng ba công ty viễn thông sẽ triển khai mạng 5G vào nửa cuối năm 2024 và việc dùng chung trạm sẽ hỗ trợ khả năng triển khai 5G của các công ty này. Do đó, chúng tôi dự báo CAGR EBITDA của mảng cho thuê trạm viễn thông trong giai đoạn 2023-31 là 27%.

**Mảng xây dựng tiếp tục đà tăng trưởng, dẫn dắt bởi mảng xây dựng dân dụng.** Chúng tôi dự báo CAGR EBITDA là 19% trong giai đoạn 2023-26F cho mảng này do (1) kỳ vọng của chúng tôi về

thị trường bất động sản tích cực hơn từ năm 2024, (2) tăng độ phủ của các công trình xây dựng trong phân khúc B2C và (3) lượng backlog ngày càng tăng trong phân khúc B2B. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng doanh thu mảng xây dựng là 14%/12% YoY trong các năm 2024/25. Xây dựng dân dụng vẫn là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng chính, được hỗ trợ bởi lượng backlog lớn từ năm 2023 và một phần lượng backlog mới đã ký vào năm 2024.

## Nhìn lại KQKD 6 tháng đầu năm 2024: Tăng trưởng doanh thu tích cực từ mảng hạ tầng cho thuê và xây dựng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: KQKD 6T 2024 của CTR

Tỷ đồng	6T 2023	6T 2024	YoY	KQ 6T 2024/ Dự báo 2024 cũ	Nhận định của Vietcap
<b>Doanh thu</b>	<b>5.041</b>	<b>5.635</b>	<b>12%</b>	<b>43%</b>	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng tích cực của các mảng hạ tầng cho thuê và xây dựng.
Vận hành khai thác	2.834	3.111	10%	49%	* Tiếp tục đà tăng trưởng, chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng của thị trường nước ngoài, bên cạnh mức tăng trưởng số lượng thuê bao bằng thông rộng cố định của Việt Nam là 7% YoY trong 5T 2024, theo Bộ TT&TT.
Hạ tầng cho thuê	203	283	39%	40%	* Nhờ số lượng trạm tăng 58% YoY đạt 7.809 trạm vào cuối tháng 6/2024 so với cuối tháng 6/2023. * Tỷ lệ dùng chung nhìn chung không thay đổi ở mức 1,03 vào cuối tháng 6/2024
Xây dựng	1.243	1.551	25%	38%	* Chủ yếu do việc ghi nhận lượng backlog lớn trong phân khúc xây dựng dân dụng từ năm 2023, cùng với một số backlog mới được ký kết trong nửa đầu năm 2024. * 6T 2024 tiếp tục ghi nhận đà tăng trưởng của giá trị backlog được ký với tổng giá trị hợp đồng đã ký đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (+57% YoY).
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	761	690	-9%	36%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi các phân mảng giải pháp năng lượng mặt trời, cơ điện (M&E) và thiết bị công nghệ thông tin (ICT).
<b>EBITDA*</b>	<b>408</b>	<b>496</b>	<b>22%</b>	<b>43%</b>	
Vận hành khai thác	133	158	19%	49%	
Hạ tầng cho thuê	130	173	33%	39%	
Xây dựng	92	110	20%	43%	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	54	55	2%	46%	
<b>LNTT</b>	<b>291</b>	<b>306</b>	<b>5%</b>	<b>40%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>233</b>	<b>241</b>	<b>4%</b>	<b>40%</b>	
<b>Biên EBITDA</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,8%</b>			
Vận hành khai thác	4,7%	5,1%			
Hạ tầng cho thuê	63,9%	61,3%			
Xây dựng	7,4%	7,1%			
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	7,1%	8,0%			
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,3%</b>			

Nguồn: CTR, Vietcap (\* ước tính EBITDA theo mảng của Vietcap)

## Triển vọng năm 2024: Mảng hạ tầng cho thuê dự kiến dẫn dắt tăng trưởng EBITDA

Hình 2: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 cũ	YoY	Nhận định của Vietcap
<b>Doanh thu</b>	<b>11.299</b>	<b>12.866</b>	<b>13.015</b>	<b>14%</b>	
Vận hành khai thác	5.532	6.229	6.362	13%	* Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng so với cùng kỳ sẽ tiếp tục, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mạnh từ việc mở rộng thị trường nước ngoài. * Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tăng trưởng doanh thu từ 15% YoY xuống 13% YoY do KQKD 6T 2024 yếu hơn một chút so với dự kiến.
Hạ tầng cho thuê	435	703	703	61%	* <b>Số lượng trạm:</b> Chúng tôi duy trì dự báo CTR sẽ xây dựng 4.500 trạm viễn thông mới vào năm 2024 do (1) dự kiến triển khai 5G tại Việt Nam từ năm 2024 và (2) nhu cầu tăng cường vùng phủ sóng 4G từ các công ty viễn thông do kế hoạch tắt sóng mạng 2G vào tháng 9/2024 và mạng 3G vào cuối năm 2028, theo Bộ TT&TT. * <b>Tỷ lệ dùng chung:</b> Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ dùng chung sẽ cải thiện lên 1,04 vào năm 2024 từ mức 1,03 vào năm 2023. Chúng tôi cho rằng các công ty viễn thông sẽ dùng chung nhiều trạm viễn thông hơn vì việc dùng chung trạm sẽ hỗ trợ khả năng triển khai 5G của các công ty này.
Xây dựng	3.538	4.050	4.050	14%	* Chúng tôi kỳ vọng mảng xây dựng nhà ở sẽ dẫn dắt tăng trưởng nhờ lượng backlog lớn từ năm 2023 và lượng backlog mới ký kết trong 6T 2024 (+57% YoY).
Tích hợp hệ thống & giải pháp tích hợp	1.794	1.884	1.900	5%	* Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của chi tiêu dùng trong nửa cuối năm 2024 sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm và dịch vụ của các mảng này.
<b>EBITDA*</b>	<b>895</b>	<b>1.135</b>	<b>1.144</b>	<b>27%</b>	* <b>Chủ yếu được thúc đẩy bởi mảng hạ tầng cho thuê.</b>
Vận hành khai thác	282	299	324	6%	
Hạ tầng cho thuê	269	444	443	65%	
Xây dựng	225	257	257	14%	
Tích hợp hệ thống & giải pháp tích hợp	119	135	120	13%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>637</b>	<b>775</b>	<b>784</b>	<b>22%</b>	
<b>LNTT</b>	<b>645</b>	<b>737</b>	<b>756</b>	<b>14%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>517</b>	<b>590</b>	<b>605</b>	<b>14%</b>	
<b>Biên EBITDA</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>0,9 điểm %</b>	
Vận hành khai thác	5,1%	4,8%	5,1%	-0,3 điểm %	
Hạ tầng cho thuê	61,8%	63,1%	62,9%	1,3 điểm %	* Mức tăng 1,3 điểm % trong biên EBITDA là do giả định của chúng tôi cho rằng tỷ lệ dùng chung sẽ tăng lên 1,04 trong năm 2024 từ mức 1,03 trong năm 2023.
Xây dựng	6,4%	6,4%	6,4%	0,0 điểm %	
Tích hợp hệ thống & giải pháp tích hợp	6,6%	7,2%	6,3%	0,5 điểm %	
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>0,0 điểm %</b>	

Nguồn: CTR, dự báo của Vietcap (\* ước tính EBITDA theo mảng của Vietcap)

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục đưa ra giá mục tiêu dựa trên 2 phương pháp định giá bao gồm phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp định giá từng phần (SoTP). Trong phương pháp SoTP, chúng tôi áp dụng phương pháp SoTP theo bội số EV/EBITDA cho từng mảng (mảng hạ tầng cho thuê không bao gồm đóng góp từ tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam) do hoạt động kinh doanh đa dạng, thâm dụng vốn, và đưa đóng góp của tuyến cáp dọc cao tốc Bắc-Nam vào dự báo bằng phương pháp CKDT để phản ánh đóng góp dài hạn của tuyến cáp này. Chúng tôi duy trì tỷ trọng giữa phương pháp CKDT/SoTP là 70%/30%. Chúng tôi cho rằng phương pháp CKDT phản ánh tiềm năng tăng trưởng và tạo ra tiền mặt của CTR trong dài hạn. Trong khi đó, phương pháp SoTP của chúng tôi chủ yếu phản ánh triển vọng tăng trưởng trong 1 năm tới.

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho CTR ở mức 138.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi điều chỉnh giảm 0,3% tổng dự báo EBITDA giai đoạn 2024-2031 của chúng tôi (giảm 1% cho các năm 2024/25/26). Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo EBITDA năm 2024 của chúng tôi do giảm dự báo tăng trưởng doanh thu của mảng vận hành khai thác từ 15% xuống 13% do KQKD 6T 2024 yếu hơn một chút so với dự kiến.

Hình 3: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Đóng góp (đồng/CP)
CKDT	70%	148.570	103.999
SoTP	30%	113.426	34.028
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>138.000</b>
EV/EBITDA dự phóng 2024/25 tại giá mục tiêu			14,3x/10,5x

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Ước tính của Vietcap đối với hệ số beta của CTR

	Đóng góp EBITDA trung bình giai đoạn 2024-31	Hệ số beta không có đòn bẩy	Lưu ý
Vận hành khai thác	17%	0,4	Phù hợp với beta của mảng hạ tầng cho thuê do mối quan hệ chặt chẽ giữa hai mảng kinh doanh và dòng doanh thu của mảng vận hành khai thác có thể dự báo được.
Hạ tầng cho thuê	60%	0,4	Dựa trên beta trung bình 5 năm của trung vị beta của các công ty cùng ngành.
Xây dựng	19%	1,5	Tương đương với beta của nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam, Cotecons (CTD), theo Bloomberg.
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	4%	1,5	
<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>	<b>0,7</b>	
Nợ/vốn mục tiêu		45,5%	Trung bình giai đoạn 2024-31
<b>Hệ số beta có đòn bẩy của CTR</b>		<b>1,1</b>	

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Định giá CKDT cho CTR

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Hệ số beta	1,1	1,1	GTHT của dòng tiền tự do	3.621
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị tới hạn (TT 3,0%)	13.818
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	<b>GTHT của DTTD và GT tới hạn</b>	<b>17.439</b>
Chi phí vốn chủ sở hữu %	14,8	14,8	Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	1.239
Chi phí nợ vay %	6,5	6,5	Trừ: Nợ vay	1.683
Nợ vay %	45,5	45,5		
Vốn chủ sở hữu %	54,5	54,5	<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.995</b>
Thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0	Cổ phiếu pha loãng (triệu)	114,4
<b>WACC %</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)</b>	<b>148.570</b>

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>686</b>	<b>888</b>	<b>1.092</b>	<b>1.302</b>	<b>1.527</b>	<b>1.726</b>	<b>1.922</b>	<b>2.209</b>
- Thuế	-137	-178	-218	-260	-305	-345	-384	-442
+ Khấu hao	360	566	745	899	1.024	1.046	1.059	957
- Vốn XDCB	-1.481	-1.686	-1.495	-1.405	-599	-475	-479	-483
Vốn lưu động	-65	-72	-58	-57	-59	-49	-47	-36
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-636</b>	<b>-481</b>	<b>66</b>	<b>478</b>	<b>1.588</b>	<b>1.902</b>	<b>2.071</b>	<b>2.205</b>
GTHT của DTTD	-606	-414	51	338	1.016	1.102	1.087	1.048
<b>GTHT lũy kế của DTTD</b>	<b>-606</b>	<b>-1.020</b>	<b>-968</b>	<b>-631</b>	<b>385</b>	<b>1.487</b>	<b>2.573</b>	<b>3.621</b>

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Định giá SoTP của Vietcap cho CTR

Tỷ đồng	Phương pháp	EBITDA trung bình giai đoạn 2024-2025	EV/EBITDA mục tiêu	EV mục tiêu	Giá trị vốn chủ sở hữu
Vận hành khai thác	EV/EBITDA	326	7,7x	2.511	
Hạ tầng cho thuê*	EV/EBITDA	560	13,8x	7.733	
Xây dựng	EV/EBITDA	288	6,0x	1.731	
Tích hợp hệ thống & dịch vụ kỹ thuật	EV/EBITDA	133	6,0x	800	
	<b>Tổng cộng</b>			<b>12.775</b>	<b>12.331</b>
Tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam	CKDT				644
<b>Tổng giá trị vốn chủ sở hữu</b>					<b>12.975</b>
Số lượng CP lưu hành (triệu)					114,4
<b>Giá trị/cổ phiếu (đồng)</b>					<b>113.426</b>

Nguồn: Vietcap (\* Không bao gồm đóng góp từ tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam)

Hình 8: Chiết khấu dòng tiền cho dự án tuyến cáp quang dọc cao tốc Bắc-Nam

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
<b>LNST</b>	<b>-5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>28</b>
+ Khấu hao	0	51	116	182	236	236	236	236
+ Thay đổi vốn lưu động	0	0	0	0	0	0	0	0
- Vốn XDCB	277	404	404	404	0	0	0	0
+ Nợ ròng	166	242	242	242	-128	-128	-128	-128
<b>Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu</b>	<b>-116</b>	<b>-108</b>	<b>-42</b>	<b>24</b>	<b>118</b>	<b>124</b>	<b>130</b>	<b>136</b>
GTHT của DTTD VCSH	-108	-182	-188	-148	-66	1	54	95
<b>GTHT lũy kế của DTTD VCSH</b>	<b>-108</b>	<b>-290</b>	<b>-478</b>	<b>-626</b>	<b>-692</b>	<b>-691</b>	<b>-637</b>	<b>-542</b>
Tỷ đồng	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F	
<b>LNST</b>	<b>118</b>	<b>177</b>	<b>235</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	
+ Khấu hao	131	65	0	0	0	0	0	
+ Thay đổi vốn lưu động	0	0	0	0	0	0	0	
- Vốn XDCB	0	0	0	0	0	0	0	
+ Nợ ròng	-128	-128	-128	0	0	0	0	
<b>Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu</b>	<b>122</b>	<b>115</b>	<b>108</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	
GTHT của DTTD VCSH	121	136	144	174	194	206	212	
<b>GTHT lũy kế của DTTD VCSH</b>	<b>-421</b>	<b>-285</b>	<b>-142</b>	<b>32</b>	<b>226</b>	<b>432</b>	<b>644</b>	

Nguồn: Vietcap

Hình 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) của chúng tôi đối với CTR khi WACC và tốc độ tăng trưởng tới hạn thay đổi, các chỉ số còn lại không đổi

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Tốc độ TT tới hạn %	1,0%	133.600	125.700	118.800	112.600	107.000
	2,0%	145.000	135.600	127.300	120.000	113.500
	3,0%	160.000	148.200	138.000	129.200	121.400
	4,0%	180.600	165.100	152.100	141.000	131.500
	5,0%	210.400	188.900	171.400	156.900	144.700

Nguồn: Vietcap

Hình 10: Các công ty viễn thông tại các thị trường Châu Á mới nổi

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	TT doanh thu trượt 12T (%)	TT EPS trượt 12T (%)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ ròng/vốn CSH (%)	Biên EBITDA trượt 12T (%)	P/E trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T (x)
Indus Towers	Ấn Độ	13.796	0,8	195,9	25,1	11,8	75,7	55,6	19,1	6,2
Digital Telecom	Thái Lan	2.375	-1,7	6,3	4,6	3,6	19,7	N/A	10,8	N/A
Sarana Menara	Indonesia	2.570	5,7	-6,0	20,3	4,8	269,5	77,9	12,4	9,3
Tower Bersama	Indonesia	2.771	4,2	-6,0	14,6	3,5	236,3	77,5	28,1	14,0
Centratama	Indonesia	73	5,4	66,0	N/A	-7,1	N/A	70,5	N/A	11,7
<b>Trung bình</b>		<b>4.317</b>	<b>2,9</b>	<b>51,3</b>	<b>16,1</b>	<b>3,3</b>	<b>150,3</b>	<b>70,4</b>	<b>17,6</b>	<b>10,3</b>
<b>Trung vị</b>		<b>2.570</b>	<b>4,2</b>	<b>6,3</b>	<b>17,5</b>	<b>3,6</b>	<b>156,0</b>	<b>74,0</b>	<b>15,8</b>	<b>10,5</b>
<b>CTR</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>519</b>	<b>15,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>28,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>33,6</b>	<b>13,9</b>

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 02/08/2024)

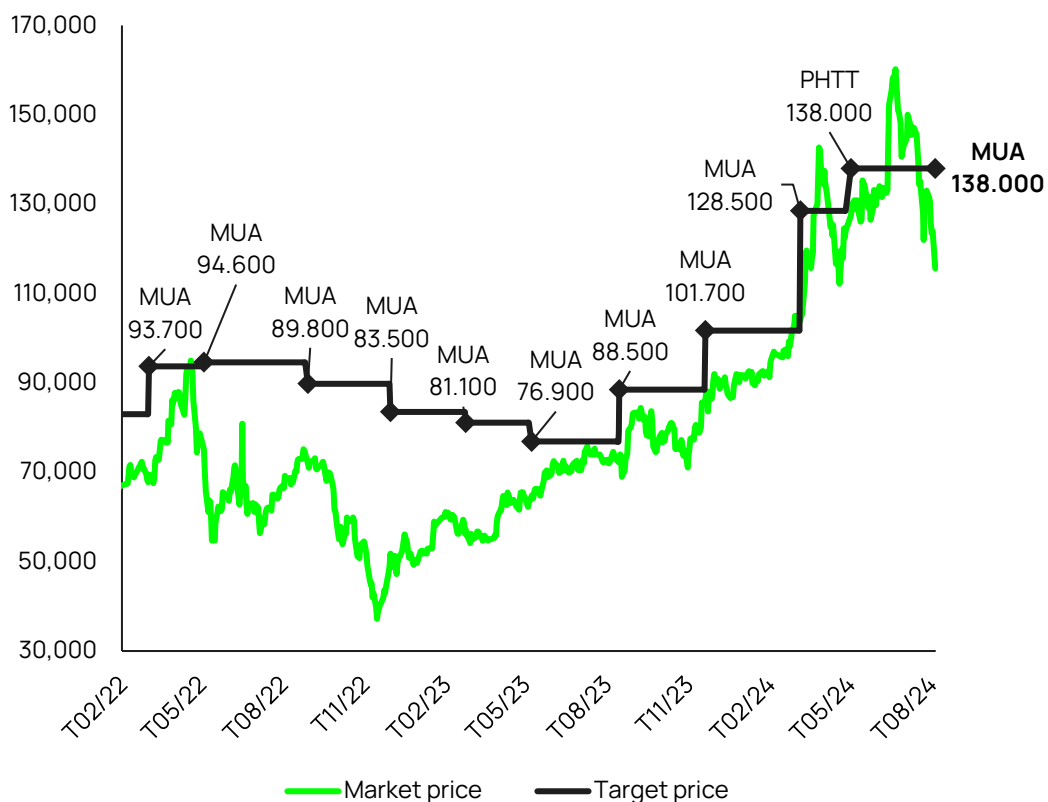
Hình 11: Các công ty viễn thông tại các thị trường phát triển

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	TT doanh thu trượt 12T (%)	TT EPS trượt 12T (%)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ ròng/vốn CSH (%)	Biên EBITDA trượt 12T (%)	P/E trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T (x)
AMERICA TOWER	Mỹ	106.462	3,9	-17,0	55,2	3,8	415,8	68,9	36,9	18,2
CROWN CASTLE	Mỹ	48.798	-7,6	-10,6	18,7	3,1	449,9	58,1	36,3	18,7
UNITI	Mỹ	1.013	1,5	-775,0	N/A	0,3	N/A	87,3	3,9	7,1
SBA	Mỹ	24.407	-1,5	8,7	N/A	5,0	N/A	60,9	36,1	21,6
JTOWER	Nhật Bản	248	120,3	87,6	-0,9	-0,2	97,7	47,5	N/A	32,6
CELLNEX	Tây Ban Nha	25.580	6,4	0,0	-3,8	-1,2	133,6	71,0	N/A	16,1
INWIT	Ý	10.619	10,4	16,0	8,6	3,8	97,0	91,5	27,6	15,3
RAI WAY	Ý	1.451	5,1	18,5	42,2	18,1	2,4	64,3	14,9	7,9
<b>Trung bình</b>		<b>27.322</b>	<b>17,3</b>	<b>-84,0</b>	<b>20,0</b>	<b>4,1</b>	<b>199,4</b>	<b>68,7</b>	<b>26,0</b>	<b>17,2</b>
<b>Trung vị</b>		<b>17.513</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>13,7</b>	<b>3,4</b>	<b>115,6</b>	<b>66,6</b>	<b>31,8</b>	<b>17,2</b>
<b>CTR</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>519</b>	<b>15,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>28,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>33,6</b>	<b>13,9</b>

Nguồn: CTR, dữ liệu các công ty, Vietcap tổng hợp (dữ liệu cập nhật ngày 02/08/2024)

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap (giá mục tiêu điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành)



## Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>11.299</b>	<b>12.866</b>	<b>14.668</b>	<b>16.149</b>
Giá vốn hàng bán	-10.413	-11.949	-13.520	-14.742
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>886</b>	<b>916</b>	<b>1.148</b>	<b>1.407</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-249	-142	-161	-178
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>637</b>	<b>775</b>	<b>987</b>	<b>1.229</b>
Thu nhập tài chính	105	59	84	87
Chi phí tài chính	-94	-97	-159	-196
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-86</i>	<i>-97</i>	<i>-159</i>	<i>-196</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-2	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>645</b>	<b>737</b>	<b>912</b>	<b>1.120</b>
Thuế TNDN	-129	-147	-182	-224
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>517</b>	<b>590</b>	<b>729</b>	<b>896</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>517</b>	<b>590</b>	<b>729</b>	<b>896</b>
EBITDA	895	1.135	1.553	1.974
EPS báo cáo, VND	3.386	3.867	4.782	5.877
DPS báo cáo, VND	1.000	2.720	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	29,5%	70,3%	41,8%	34,0%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	19,4%	13,9%	14,0%	10,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	15,7%	26,8%	36,8%	27,1%
Tăng trưởng LNTT	13,2%	14,2%	23,7%	22,9%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	1,6%	14,2%	23,7%	22,9%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	7,8%	7,1%	7,8%	8,7%
Biên LN từ HĐ %	5,6%	6,0%	6,7%	7,6%
Biên EBITDA %	7,9%	8,8%	10,6%	12,2%
Biên LN ròng-CĐTS điều chỉnh %	4,6%	4,6%	5,0%	5,6%
ROE %	25,9%	25,4%	28,6%	29,9%
ROA %	7,5%	6,6%	6,9%	7,5%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	28,1	25,7	25,9	26,3
Số ngày phải thu	87,5	89,3	89,3	90,8
Số ngày phải trả	19,6	19,3	19,5	19,8
TG luân chuyển tiền	96,0	95,7	95,7	97,2
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x
CS thanh toán nhanh	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	22,7%	30,8%	34,4%	35,1%
Nợ/Vốn	44,1%	54,1%	58,7%	58,5%
Nợ/Vốn CSH	-12,3%	26,5%	61,4%	64,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	7,4x	8,0x	6,2x	6,3x

BẢNG CӨKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	818	577	318	386
Đầu tư TC ngắn hạn	1.000	1.543	1.746	1.904
Các khoản phải thu	2.945	3.353	3.823	4.209
Hàng tồn kho	783	899	1.017	1.109
TS ngắn hạn khác	81	92	105	116
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>5.627</b>	<b>6.465</b>	<b>7.009</b>	<b>7.724</b>
TS dài hạn (gộp)	1.958	3.439	5.124	6.620
- Khấu hao lũy kế	-844	-1.205	-1.770	-2.515
TS dài hạn (ròng)	1.114	2.234	3.354	4.104
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	188	188	188	188
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1.302</b>	<b>2.422</b>	<b>3.542</b>	<b>4.292</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>6.929</b>	<b>8.887</b>	<b>10.551</b>	<b>12.016</b>
Phải trả ngắn hạn	594	682	772	842
Nợ ngắn hạn	1.191	1.715	1.940	2.116
Nợ ngắn hạn khác	2.756	3.138	3.577	3.939
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.541</b>	<b>5.535</b>	<b>6.289</b>	<b>6.896</b>
Nợ dài hạn	383	1.019	1.693	2.108
Nợ dài hạn khác	15	15	15	15
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>4.938</b>	<b>6.568</b>	<b>7.997</b>	<b>9.018</b>
Vốn cổ phần	1.144	1.144	1.144	1.144
Lợi nhuận giữ lại	824	1.152	1.388	1.831
Vốn khác	23	23	23	23
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.991</b>	<b>2.319</b>	<b>2.555</b>	<b>2.998</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>6.929</b>	<b>8.887</b>	<b>10.551</b>	<b>12.016</b>
Số cө lưu hành cuối năm, tr	114,4	114,4	114,4	114,4

LUU CHUYỂN TIẾN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>414</b>	<b>818</b>	<b>577</b>	<b>318</b>
Lợi nhuận sau thuế	517	590	729	896
Khấu hao	258	360	566	745
Thay đổi vốn lưu động	-28	-65	-72	-58
Điều chỉnh khác	-172	-147	-182	-224
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>575</b>	<b>737</b>	<b>1.041</b>	<b>1.360</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-483	-1.481	-1.686	-1.495
Đầu tư	325	-543	-203	-158
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-159</b>	<b>-2.024</b>	<b>-1.888</b>	<b>-1.653</b>
Cổ tức đã trả	-120	-114	-311	-229
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-6	524	225	175
Tăng (giảm) nợ dài hạn	114	636	674	415
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-12</b>	<b>1.045</b>	<b>588</b>	<b>362</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>404</b>	<b>-241</b>	<b>-259</b>	<b>68</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>818</b>	<b>577</b>	<b>318</b>	<b>386</b>

Nguồn: CTR, dự báo của Vietcap

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lý Phúc Thanh Ngân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi đối với các công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**  
Giám đốc điều hành, ext 105  
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

**Trưởng phòng cao cấp, ext 123**  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516  
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Phó Giám đốc, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng,**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

**Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng**  
**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

**Tuan Nhan**  
Giám đốc điều hành  
Khối môi giới và Giao dịch Chứng  
khoán - Khách hàng tổ chức  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
Giám đốc điều hành  
Khối Môi giới trong nước  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

**Nguyễn Quốc Dũng,**  
Giám đốc  
Giao dịch Chứng khoán -  
Khách hàng tổ chức  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.