

CTCP CÔNG TRÌNH VIETTEL (HOSE: CTR)

Viễn thông & xây dựng

KHUYẾN NGHỊ 12T NẮM GIỮ

Giá mục tiêu 12T	93,500 đồng
Tiềm năng tăng giá	10.1%
Giá đóng cửa gần nhất (03/04/2026)	84,900 đồng

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Nắm giữ đối với CTR với tiềm năng tăng giá 10.1%. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu giảm 10.7% xuống còn 93,500 đồng/cổ phiếu từ mức 104,700 đồng/cổ phiếu trước đó.
- Mức điều chỉnh này phản ánh: (1) điều chỉnh giảm giá định xây mới trạm BTS, khiến EBITDA 2026 giảm 14.3% so với dự phóng trước; (2) điều chỉnh giảm mức EV/EBITDA mục tiêu; và (3) cập nhật các giá định hoạt động và định giá.

Xây dựng và NLMT tiếp tục là động lực tăng trưởng; điều chỉnh giảm giá mục tiêu do tốc độ mở rộng trạm chậm hơn kỳ vọng

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây dựng của CTR tăng 16.8% trong năm 2026, nhờ hai động lực chính:

- (1) Môi trường triển khai dự án thuận lợi hơn khi Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh giải ngân đầu tư công năm 2026, qua đó đóng vai trò dẫn dắt đầu tư tư nhân và FDI.
- (2) Nguồn việc mới duy trì tăng trưởng tích cực, với giá trị hợp đồng mới trong 2 tháng đầu năm 2026 đạt 927 tỷ đồng, tăng 35.8% svck, chủ yếu nhờ hai phân khúc SME và B2B.

- Mảng Giải pháp tích hợp được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng 15.7% svck trên nền cao của năm 2025

Chúng tôi cho rằng Nghị định 58/2025/NĐ-CP đã góp phần hỗ trợ đà tăng trưởng của mảng Năng lượng mặt trời (NLMT) khi làm rõ hơn khung pháp lý cho mô hình điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng Giải pháp tích hợp tiếp tục tăng 15.7% svck trong năm 2026.

- Tăng trưởng mảng Hạ tầng cho thuê chậm lại do tiến độ xây mới trạm BTS chưa rõ ràng

Sau 2 tháng đầu năm 2026, CTR chưa ghi nhận sự gia tăng đáng kể về số lượng trạm mới. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giá định số trạm BTS xây mới hàng năm từ 2,000 trạm xuống còn 1,500 trạm, qua đó khiến dự phóng doanh thu năm 2026 của mảng Hạ tầng cho thuê giảm 6.5% so với dự phóng trước.

- Biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhẹ do cơ cấu doanh thu dịch chuyển sang các mảng có biên thấp hơn

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2026 đạt 6.9%, giảm 14 đcb svck. Biên lợi nhuận được dự báo thu hẹp chủ yếu do tỷ trọng doanh thu từ mảng Xây dựng và Giải pháp tích hợp tăng lên, trong khi đây là hai mảng có biên thấp hơn so với Hạ tầng cho thuê. Dù vậy, mức giảm được hạn chế nhờ giá nguyên vật liệu xây dựng nhìn chung ổn định và giá module NLMT duy trì ở vùng thấp do dư cung tại Trung Quốc.

- Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho CTR là 93,500 đồng/cổ phiếu, tương ứng mức tăng giá 10.1%

Với kỳ vọng mảng xây dựng và NLMT tiếp tục duy trì tăng trưởng trong năm 2026, chúng tôi cho rằng mức upside hiện tại phù hợp với khuyến nghị Nắm giữ, trong bối cảnh động lực tăng trưởng từ mảng Hạ tầng cho thuê vẫn cần thêm thời gian để trở nên rõ ràng hơn.

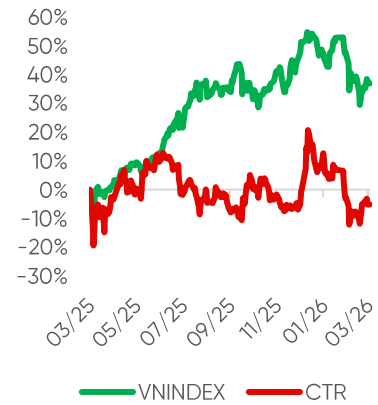
Giá hiện tại	VND 84,900
Cao nhất 52T	VND 108,000
Thấp nhất 52T	VND 72,100
Giá mục tiêu	VND 93,500
Tiềm năng tăng giá	10.1%
Tỷ suất cổ tức	2.5%

Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	9,791
KLGD TB 10 phiên (Nghìn)	423.2
Room NN còn lại (%)	43.7%
Số CP lưu hành (triệu)	114.4

	CTR	VNI
P/E trượt 12T	16.2x	13.6x
P/B hiện tại	4.7x	2.0x
ROAA trượt 12T	7.8%	2.4%
ROAE trượt 12T	30.5%	16.1%

*Dữ liệu ngày 03/04/2026

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá CP (%)	1T	3T	6T
CTR	-5.3	0.4	-5.5
VN-INDEX	0.8	9.5	35.4

Cổ đông lớn

Tập đoàn Viettel	66.0%
Đoàn Hồng Việt	5.0%

Tổng quan doanh nghiệp

CTR thành lập năm 1995, niêm yết trên HOSE từ 02/2022. Doanh nghiệp giữ vai trò chủ lực trong xây dựng hạ tầng viễn thông và vận hành khai thác trong hệ sinh thái Viettel. Từ 2019, CTR mở rộng sang cho thuê hạ tầng (đặc biệt trạm BTS), đồng thời phát triển xây dựng dân dụng và hoàn thiện hệ sinh thái khép kín với giải pháp tích hợp và dịch vụ kỹ thuật cho khách hàng.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Anh Minh

minhna@vpbanks.com.vn

Năm 2025: Hoàn thành kế hoạch xây dựng trạm viễn thông; kinh doanh NLMT tăng trưởng bùng nổ

Hình 1. KQKD 2025 của CTR

Tỷ đồng	Q4/25	Q4/24	%svck	2025	2024	%svck
Doanh thu	4,000	3,502	14.2%	13,940	12,610	10.5%
Vận hành khai thác	1,360	1,725	-21.2%	6,257	6,255	0.0%
Xây dựng	1,822	1,366	33.3%	4,764	4,069	17.1%
Giải pháp & DVKT	593	229	158.9%	2,061	1,655	24.6%
Hạ tầng cho thuê	225	181	23.8%	857	631	36.0%
Lợi nhuận gộp	298	252	18.2%	982	884	11.0%
Vận hành khai thác	87	73	17.8%	349	333	4.7%
Xây dựng	93	98	-4.7%	246	252	-2.5%
Giải pháp & DVKT	40	24	63.1%	124	114	9.2%
Hạ tầng cho thuê	73	57	29.2%	248	185	33.9%
Biên LN gộp	7.5%	7.2%	0.2%	7.0%	7.0%	0.0%
Vận hành khai thác	6.4%	4.3%	2.1%	5.6%	5.3%	0.3%
Xây dựng	5.1%	7.2%	-2.0%	5.2%	6.2%	-1.0%
Giải pháp & DVKT	6.7%	10.6%	-3.9%	6.0%	6.9%	-0.8%
Hạ tầng cho thuê	32.6%	31.2%	1.3%	28.9%	29.3%	-0.4%
CPBH&QLDN	(119)	(59)	102.9%	(248)	(169)	46.9%
Doanh thu tài chính	34	13	151.6%	100	49	103.0%
Chi phí tài chính	(29)	(16)	80.9%	(107)	(90)	18.3%
LNTT	200	188	6.3%	745	672	10.9%
LNST	164	151	8.8%	600	538	11.4%
LNST-CĐTS	164	151	8.8%	600	538	11.4%
Biên LN ròng	4.1%	4.3%	-0.2%	4.3%	4.3%	0.0%

Nguồn: CTR, VPBankS Research

Tăng tốc triển khai trong nửa cuối năm, hoàn thành kế hoạch xây dựng trạm BTS

Tính đến cuối năm 2025, CTR sở hữu và vận hành khoảng 12,000 trạm BTS, tăng 20% svck và hoàn thành 100% kế hoạch năm 2025. Công ty đã tăng tốc triển khai trong hai quý cuối năm để hoàn thành mục tiêu đề ra.

Riêng trong Q4/2025, CTR xây mới khoảng 671 trạm, tương đương 33.6% kế hoạch năm (so với 28.0% trong Q3). Bên cạnh đó, CTR đóng góp tích cực vào kế hoạch triển khai 22,400 trạm 5G của Tập đoàn Viettel trong năm 2025, khi trực tiếp xây dựng 6,452 trạm, hoàn thành 100% kế hoạch được giao.

Nguyên giá BĐS đầu tư trong năm 2025 tăng thêm 393 tỷ đồng, nâng tổng giá trị lên 2,156 tỷ đồng. Chi phí đầu tư bình quân duy trì ở mức khoảng 196 triệu đồng/trạm, cho thấy chi phí xây dựng và duy trì hạ tầng tiếp tục được kiểm soát ổn định.

Kinh doanh năng lượng mặt trời (NLMT) cả năm bùng nổ, công suất lắp đặt ghi nhận tăng trưởng 578% svck

Hoạt động kinh doanh năng lượng mặt trời (NLMT) là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng của mảng Giải pháp & Dịch vụ kỹ thuật. Lũy kế cả năm 2025, CTR ghi nhận 339 MWp công suất lắp đặt, tăng mạnh 578% svck.

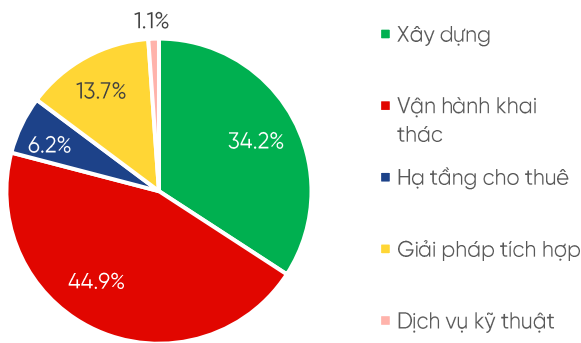
Trong bối cảnh Chính phủ đặt mục tiêu nâng tổng công suất NLMT lên 46,459–73,416 MW vào năm 2030 (tương đương 25.3–31.1% cơ cấu nguồn điện), chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng mạnh của mảng NLMT sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2026.

Mảng xây dựng tăng trưởng doanh thu, song biên lợi nhuận chịu áp lực do thay đổi cơ cấu nguồn việc

Doanh thu mảng xây dựng trong Q4/2025 và cả năm lần lượt đạt 1,822/4,764 tỷ đồng, tăng 33.3%/17.1% svck. Trong năm 2025, tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng B2C & SME, với doanh thu lũy kế đạt 2,703 tỷ đồng, tăng 44.6% svck.

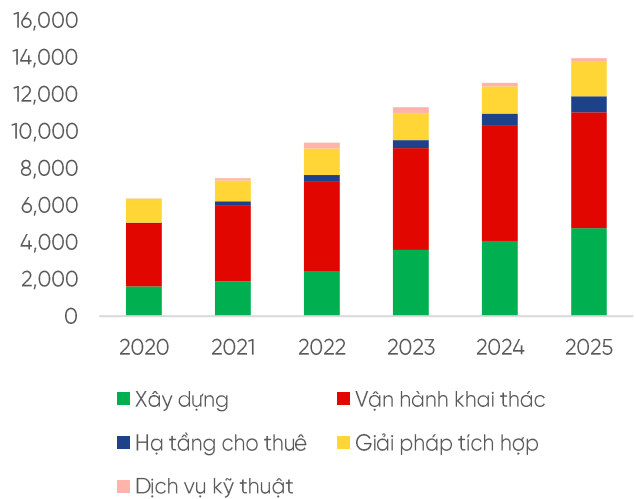
Nguồn doanh thu chính đến từ dịch vụ xây dựng nhà ở trọn gói (giá trị hợp đồng trung bình khoảng 1.1 tỷ đồng), có biên lợi nhuận thấp hơn so với các phân khúc khác. Do đó, biên lợi nhuận mảng xây dựng trong Q4 và cả năm lần lượt đạt 5.1%/5.2%, thu hẹp 2.0/1.0 điểm % svck.

Hình 2. Tỷ trọng doanh thu CTR 2025



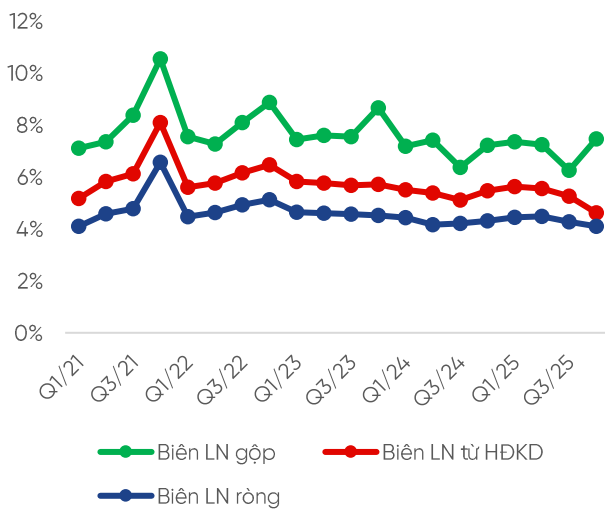
Nguồn: CTR, VPBankS Research

Hình 3. Doanh thu CTR theo mảng kinh doanh (2021–2025) (Đvt: Tỷ đồng)



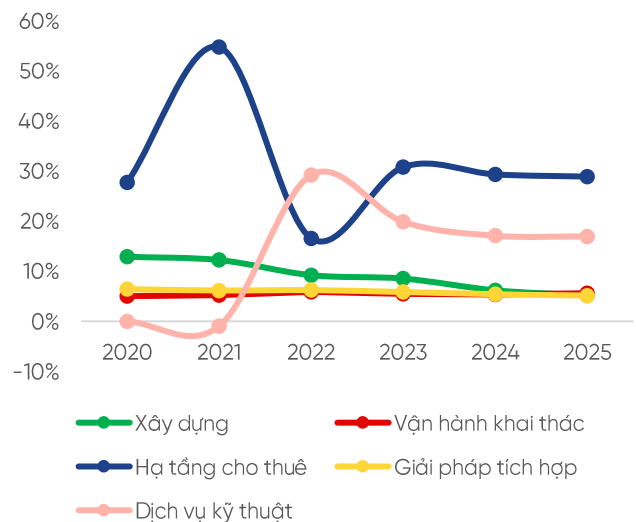
Nguồn: CTR, VPBankS Research

Hình 4. Biên LN quý CTR (2021–2025)



Nguồn: CTR, VPBankS Research

Hình 5. Biên LN gộp CTR theo mảng kinh doanh (2021–2025)



Nguồn: CTR, VPBankS Research

Triển vọng 2026: Động lực tăng trưởng chuyển dịch sang mảng xây dựng và NLMT trong bối cảnh tiến độ xây dựng trạm BTS chậm lại

Hình 6. Điều chỉnh dự phóng 2026-2027

Tỷ đồng	Cũ			Mới			
	2025	2026	2027	2026	%svck	2027	%svck
Doanh thu	13,940	15,096	16,315	15,376	10.3%	16,379	6.5%
Vận hành khai thác	6,257	6,865	7,071	6,445	3.0%	6,542	1.5%
Xây dựng	4,764	5,231	5,926	5,564	16.8%	6,121	10.0%
Giải pháp & DVKT	2,061	1,929	2,073	2,365	14.7%	2,590	9.5%
Hạ tầng cho thuê	857	1,072	1,245	1,002	16.9%	1,127	12.5%
Lợi nhuận gộp	982	1,147	1,265	1,061	8.1%	1,133	6.8%
Vận hành khai thác	349	375	390	354	1.5%	360	1.5%
Xây dựng	246	333	379	278	13.1%	300	7.8%
Giải pháp & DVKT	124	128	138	140	12.5%	149	6.9%
Hạ tầng cho thuê	248	311	357	289	16.7%	324	12.3%
Biên LN gộp	7.0%	7.6%	7.8%	6.9%	-0.1%	6.9%	0.0%
Vận hành khai thác	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	-0.1%	5.5%	0.0%
Xây dựng	5.2%	6.4%	6.4%	5.0%	-0.2%	4.9%	-0.1%
Giải pháp & DVKT	6.0%	6.6%	6.7%	5.9%	-0.1%	5.8%	-0.1%
Hạ tầng cho thuê	28.9%	29.0%	28.7%	28.8%	-0.1%	28.8%	0.0%
CPBH&QLDN	(248)	(272)	(326)	(300)	21.1%	(319)	6.5%
Khấu hao	355	465	493	410	15.7%	443	7.8%
EBITDA	1,089	1,368	1,417	1,172	7.6%	1,256	7.2%
Biên EBITDA	7.8%	9.1%	8.7%	7.6%	-0.2%	7.7%	0.1%
Doanh thu tài chính	100	82	94	140	40.0%	151	8.0%
Chi phí tài chính	(107)	(114)	(111)	(120)	12.3%	(109)	-9.0%
LNTT	745	843	922	781	4.8%	855	9.5%
LNST	600	675	737	625	4.2%	684	9.5%
Biên LN ròng	4.3%	4.5%	4.5%	4.1%	-0.2%	4.2%	0.1%

Nguồn: CTR, VPBankS Research

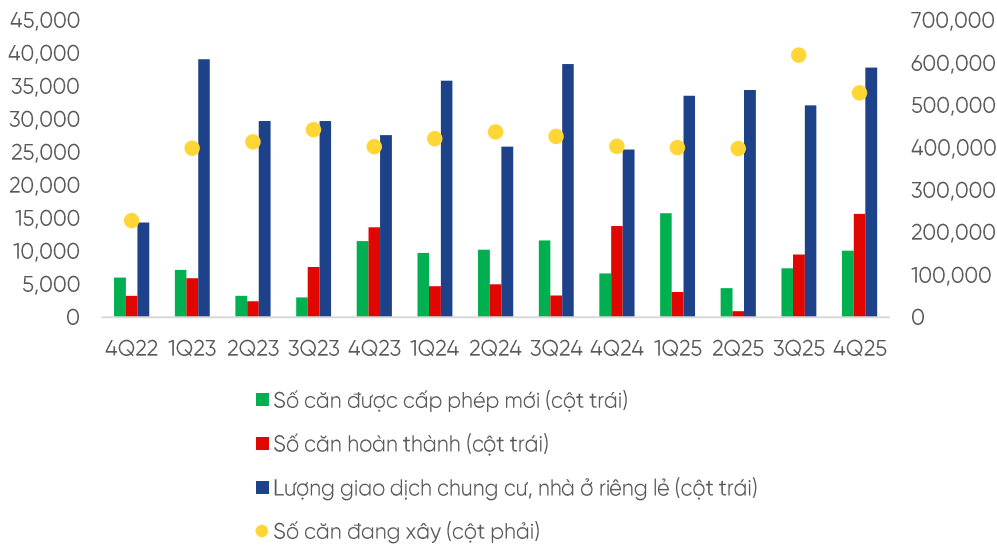
Doanh thu xây dựng tiếp tục tăng trưởng trong bối cảnh đầu tư công được đẩy mạnh

CTR tiếp tục mở rộng hoạt động xây dựng dân dụng ở cả ba phân khúc B2B, B2C và SME, đồng thời duy trì độ phủ tốt tại các phân khúc như khu đô thị, nhà xưởng, trường học và nhà ở trọn gói trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây dựng của CTR sẽ tăng 16.8% svck trong năm 2026. Các động lực tăng trưởng chính bao gồm:

- (1) Môi trường ngành thuận lợi: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với mảng xây dựng của CTR nhờ môi trường triển khai dự án tiếp tục cải thiện. Bước sang đầu năm 2026, Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, qua đó đóng vai trò dẫn dắt và kích hoạt đầu tư tư nhân cũng như FDI. Trong ngắn hạn, mục tiêu là hoàn thành phần vốn còn lại của năm 2025 và đồng thời triển khai kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công năm 2026 với tổng quy mô gần 995.4 nghìn tỷ đồng, tăng 10.4% so với năm trước. Bên cạnh đó, thị trường nhà ở thương mại cũng ghi nhận tín hiệu cải thiện rõ rệt trong Q4/2025, khi số dự án đang xây

dụng và lượng giao dịch chung cư, nhà ở riêng lẻ trong Q4/25 tăng lần lượt 31.2% và 49.0% svck, cho thấy nguồn cung đang từng bước chuyển sang giai đoạn triển khai và hoàn thiện thực tế.

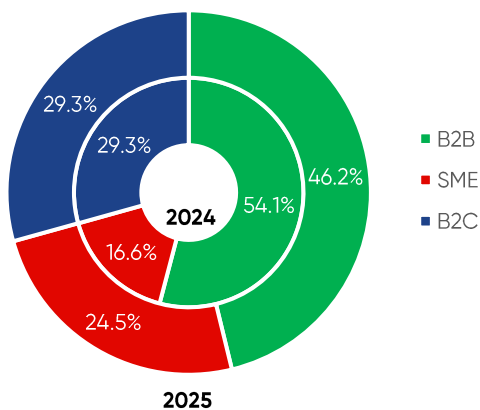
Hình 7. Thị trường BĐS nhà ở thương mại (2022–2025)



Nguồn: Bộ Xây dựng, VPBankS Research

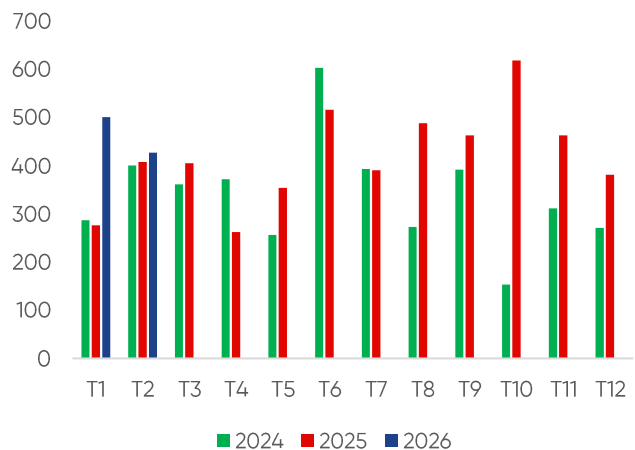
(2) Nguồn việc mới tiếp tục duy trì tăng trưởng: Lũy kế 2 tháng đầu năm 2026, nguồn việc mới của CTR đạt 927 tỷ đồng, tăng 35.8% svck, với động lực tăng trưởng chính đến từ hai phân khúc SME và B2B.

Hình 8. Tỷ trọng nguồn việc xây dựng của CTR theo phân khúc khách hàng (2024–2025)



Nguồn: CTR, VPBankS Research

Hình 9. Nguồn việc xây dựng của CTR theo tháng (2024–2026) (Đvt: Tỷ đồng)



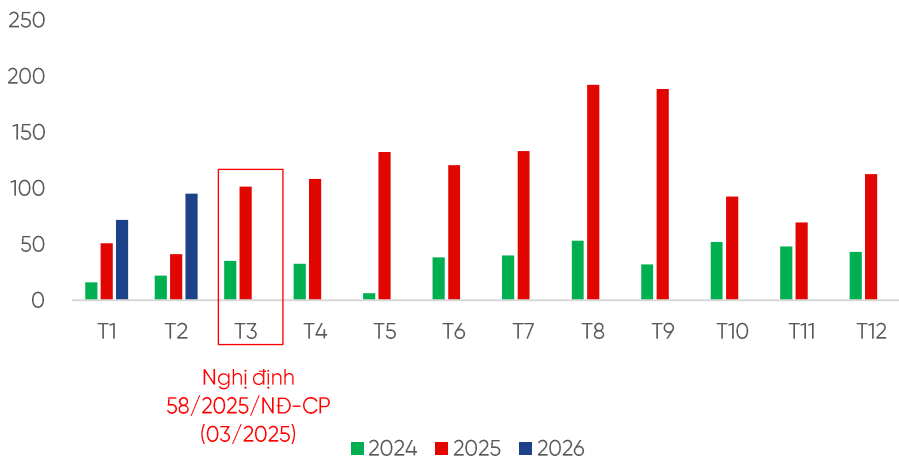
Nguồn: CTR, VPBankS Research

Kinh doanh NLMT được kỳ vọng duy trì tăng trưởng trên nền cao của năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng nguồn việc lắp đặt NLMT mới của CTR trong năm 2026 sẽ tiếp tục tăng trưởng nhẹ trên mức nền cao của năm 2025, qua đó hỗ trợ doanh thu mảng Giải pháp tích hợp tăng 15.7% svck trong năm 2026. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng có thể dần quay về mức bền vững hơn khi thị trường bước sang giai đoạn phát triển thực chất sau khi khung pháp lý mới đã được thiết lập.

Thị trường NLMT tại Việt Nam đã đi qua giai đoạn bùng nổ nhờ cơ chế giá FIT, sau khi các chính sách giá ưu đãi cho điện mặt trời hết hiệu lực vào cuối năm 2020. Sau giai đoạn này, thị trường nhìn chung chững lại do thiếu một khung pháp lý đủ rõ cho mô hình tự sản xuất, tự tiêu thụ. Tuy vậy, doanh thu NLMT của CTR đã tăng mạnh trong năm 2025, và chúng tôi cho rằng Nghị định 58/2025/NĐ-CP, có hiệu lực từ tháng 3/2025, là một trong những yếu tố quan trọng hỗ trợ đà tăng trưởng này. Cụ thể, nghị định đã làm rõ hơn cơ sở pháp lý cho điện mặt trời mái nhà theo hình thức tự sản xuất, tự tiêu thụ, qua đó góp phần giảm bớt rào cản triển khai, đặc biệt đối với nhóm khách hàng doanh nghiệp. Ngoài ra, Điều 13 của nghị định cũng mở rộng phạm vi khuyến khích sang nhóm hộ gia đình, khi cho phép nhà ở riêng lẻ có hệ thống dưới 100 kW và có bán điện dư lên hệ thống điện quốc gia được miễn hoặc không phải điều chỉnh giấy chứng nhận đăng ký hộ kinh doanh. Theo chúng tôi, điều này góp phần mở rộng thêm dư địa cầu cho dịch vụ lắp đặt NLMT của CTR trong năm 2026.

Hình 10. Nguồn việc NLMT của CTR tiếp tục tăng trưởng sau hai tháng đầu năm (Đvt: Tỷ đồng)



Nguồn: CTR, VPBankS Research

Điều chỉnh dự phóng số lượng trạm BTS mới của CTR

Sau 2 tháng đầu năm 2026, CTR chưa ghi nhận sự gia tăng đáng kể về số lượng trạm BTS mới cũng như chưa có kế hoạch rõ ràng cho 2026. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giả định tăng trưởng số trạm mới mỗi năm từ 2,000 trạm xuống còn 1,500 trạm. Theo đó, dự phóng doanh thu năm 2026 của mảng Hạ tầng cho thuê được điều chỉnh giảm 6.5% so với dự phóng trước.

Hình 11. Tốc độ tăng trưởng số trạm mới của CTR (2026–2030)



Nguồn: CTR, VPBankS Research

Biên lợi nhuận gộp thu hẹp do tỷ trọng doanh thu từ mảng xây dựng và giải pháp tích hợp gia tăng

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2026 đạt 6.9%, giảm 14 đcb svck và thấp hơn 60 đcb so với dự phóng trước, chủ yếu do sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu như đã trình bày ở trên.

- Mảng Vận hành khai thác: Biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì ổn định, dự kiến giữ ở mức 5.5%–5.6%.
- Mảng Hạ tầng cho thuê: Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ 5 đcb svck do chi phí khấu hao tiếp tục gia tăng.
- Mảng Xây dựng: Tỷ trọng doanh thu từ xây dựng dân dụng giờ chiếm phần lớn, trong khi tỷ trọng nguồn việc từ phân khúc B2B giảm svck, qua đó kéo biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng về khoảng 5.2% trong 2025. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng sẽ tiếp tục giảm 20 đcb svck, trong bối cảnh nguồn việc từ nhóm B2C & SME tăng trưởng nhanh hơn và duy trì tại mức 5.0% trong 2026. Tuy nhiên, mức suy giảm này phần nào được bù đắp bởi: (1) giá trị hợp đồng bình quân trên mỗi khách hàng B2C tăng lên 1.35 tỷ đồng/khách trong năm 2025 từ mức 1.05 tỷ đồng/khách trong năm 2024; và (2) giá nguyên vật liệu xây dựng duy trì ổn định.
- Mảng Giải pháp và dịch vụ kỹ thuật: Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp giảm 12 đcb svck, chủ yếu do tỷ trọng doanh thu từ NLMT tăng nhanh hơn so với các dịch vụ kỹ thuật khác, trong khi biên của mảng NLMT ở mức thấp hơn, dao động khoảng 5%. Ngoài ra, giá module NLMT tiếp tục chịu áp lực giảm do tình trạng dư cung tại Trung Quốc, qua đó hỗ trợ tích cực cho biên lợi nhuận của mảng này trong ngắn đến trung hạn.

Lợi nhuận ròng dự phóng tăng 4.2% svck trong năm 2026

Chúng tôi dự phóng LN ròng của CTR tăng 4.2% svck trong năm 2026, chủ yếu nhờ các yếu tố sau:

- Doanh thu tăng 10.3% svck, chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng ở mảng Xây dựng và Hạ tầng cho thuê.
- Biên lợi nhuận gộp duy trì tương đối ổn định ở mức 6.9% (-14 đcb svck), trong bối cảnh cơ cấu doanh thu dịch chuyển về các mảng có biên thấp hơn, trong khi chi phí đầu vào chưa ghi nhận biến động đáng kể.

Định giá: Khuyến nghị Nắm giữ với giá mục tiêu 93,500 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Nắm giữ đối với cổ phiếu CTR với giá mục tiêu 93,500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá kết hợp giữa Chiết khấu dòng tiền (DCF) và Định giá từng phần (SoTP), với tỷ trọng 50%/50%. Trên cơ sở đó, giá mục tiêu được điều chỉnh giảm 10.7% xuống 93,500 đồng/cổ phiếu từ mức 104,700 đồng/cổ phiếu trước đó, chủ yếu do: (1) điều chỉnh giảm giả định số lượng trạm xây mới, qua đó khiến EBITDA 2026 giảm 14.3% so với dự phóng trước; (2) điều chỉnh giảm mức EV/EBITDA mục tiêu; và (3) cập nhật các giả định đầu vào và chỉ số định giá.

Yếu tố hỗ trợ tăng giá bao gồm: (1) tốc độ xây dựng trạm BTS cao hơn dự phóng; (2) nguồn việc xây dựng mới tăng nhanh hơn kỳ vọng; và (3) nhu cầu công suất NLMT cao hơn dự phóng.

Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) tốc độ xây dựng trạm BTS chậm hơn kỳ vọng; (2) nguồn việc xây dựng mới tăng chậm hơn dự phóng; và (3) nhu cầu công suất NLMT thấp hơn dự phóng.

Tại mức giá 84,900 đồng/cổ phiếu, CTR hiện đang giao dịch tại mức EV/EBITDA trailing 7.9x, tương ứng vùng -1.3 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 11.3x. Trong khi đó, EV/EBITDA forward 2026 đang ở mức 8.8x, dựa trên EBITDA 2026 theo dự phóng của chúng tôi.

Chúng tôi cho rằng mức upside 10.1% hiện tại phù hợp với khuyến nghị Nắm giữ, trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng số lượng trạm BTS vẫn chưa thực sự rõ ràng.

Hình 12. EV/EBITDA trailing của CTR đang giao dịch tại vùng -1.3 độ lệch chuẩn; EV/EBITDA forward 2026 ở mức 8.8x



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 13. Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng (%)	Giá trị hợp lý (Đồng/Cổ phiếu)	Đóng góp (Đồng/Cổ phiếu)
CKDT	50%	98,975	49,488
Định giá SoTP	50%	88,058	44,029
Giá mục tiêu			93,517
Giá làm tròn			93,500
EV/EBITDA tại Giá mục tiêu			9.1

Nguồn: VPBankS Research

Hình 14. Phương pháp định giá SoTP

Mảng kinh doanh	EBITDA 2026	EV/EBITDA FY1	EV	Giá trị VCSH
TowerCo	635	9.7	6,141	
Vận hành khai thác	251	9.7	2,425	
Xây dựng công trình	185	7.1	1,312	
Giải pháp&DVKT	101	7.1	712	
Tổng	1,172		10,590	10,073
Giá mục tiêu				88,058

Nguồn: VPBankS Research

Hình 15. Giả định

Chỉ số định giá	Giá trị
Tỷ lệ phi rủi ro	4.3%
Phần bù rủi ro thị trường	8.1%
Hệ số Beta	1.2
Chi phí vốn chủ sở hữu	14.1%
Chi phí nợ vay	5.7%
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	57%
Tỷ lệ nợ vay	43%
Tỷ lệ tới hạn	3%
Thuế thu nhập DN	20%
WACC	10.0%

Nguồn: VPBankS Research

Hình 16. Phương pháp định giá CKDT

CKDT (5 năm)	Tỷ đồng
Tổng GTHT của Dòng tiền tự do	3,134
GTHT của giá trị tới hạn	8,704
Giá trị doanh nghiệp	11,838
Cộng: Tiền mặt và tương đương tiền	1,501
Trừ: Tổng nợ	2,018
Giá trị vốn chủ sở hữu	11,321
Cổ phiếu pha loãng (triệu CP)	114
Giá trị hợp lý	98,975

Nguồn: VPBankS Research

Hình 17. Tóm tắt dòng tiền tự do

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế	761	814	878	940	1,002
*(1 - % Thuế TNDN)	609	651	702	752	801
+ Khấu hao	410	443	468	474	439
- Vốn đầu tư vào TSCĐ	(380)	(375)	(378)	(382)	(355)
- Thay đổi của vốn lưu động	40	36	34	35	38
Dòng tiền tự do (DTTD)	679	755	826	880	924
GTHT của DTTD	637	644	641	620	592
GTHT lũy kế của DTTD	637	1,281	1,922	2,542	3,134

Nguồn: VPBankS Research

Hình 18. Phân tích độ nhạy của định giá

		WACC						
		8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	103,842	96,587	90,240	84,641	79,666	75,216	71,212
	2.0%	110,411	102,186	95,058	88,822	83,321	78,433	74,060
	2.5%	118,075	108,645	100,564	93,560	87,434	82,028	77,225
	3.0%	127,130	116,181	106,916	98,975	92,094	86,073	80,761
	3.5%	137,995	125,085	114,326	105,222	97,419	90,656	84,740
	4.0%	151,272	135,768	123,082	112,509	103,563	95,894	89,248
	4.5%	167,864	148,823	133,588	121,120	110,730	101,937	94,401

Nguồn: VPBankS Research

Hình 19. So sánh với các doanh nghiệp hạ tầng viễn thông (dữ liệu ngày 03/04/2026)

Công ty	Mã CP	Quốc gia	Vốn hóa (Tỷ đồng)	EV/EBITDA	EV/EBITDA FY1	EV/EBITDA FY2
DIGITAL TELECOMMUNICATIONS	DIF TB Equity	Thái Lan	80,913	n/a	9.68	9.63
SARANA MENARA NUSANTARA PT	TOWR IJ Equity	Indonesia	44,868	7.27	6.55	6.35
TOWER BERSAMA INFRASTRUCTURE	TBIG IJ Equity	Indonesia	57,572	12.55	11.24	11.07
INDUS TOWERS LTD	INDUSTOW IN Equity	Ấn Độ	306,899	7.24	7.18	6.88
HELIOS TOWERS PLC	HTWS LN Equity	Anh	62,594	9.61	8.51	7.72
CELLNEX TELECOM SA	CLNX SM Equity	Tây Ban Nha	550,622	12.83	11.85	11.44
SBA COMMUNICATIONS CORP	SBAC US Equity	Mỹ	465,561	17.16	19.05	18.38

Nguồn: VPBankS Research

Hình 20. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành Xây dựng (dữ liệu ngày 03/04/2026)

Công ty	Mã CP	Quốc gia	Vốn hóa (Tỷ đồng)	EV/EBITDA	EV/EBITDA FY1	EV/EBITDA FY2
VIETNAM CONSTRUCTION & IMPOR	VCG VN Equity	Việt Nam	14,319	8.91	6.55	6.24
PC1 GROUP JSC	PC1 VN Equity	Việt Nam	11,989	6.73	6.74	5.93
IDICO CORP JSC	IDC VN Equity	Việt Nam	18,520	4.95	4.18	3.9
COTECCONS CONSTRUCTION JSC	CTD VN Equity	Việt Nam	8,946	8.98	11.44	9.45
SAIGON VRG INVESTMENT CORP	SIP VN Equity	Việt Nam	14,527	8.76	8.78	8.14

Nguồn: VPBankS Research

Báo cáo kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	11,299	12,610	13,940	15,376	16,379
Vận hành khai thác	5,497	6,257	6,257	6,445	6,542
Xây dựng	3,586	4,068	4,764	5,564	6,121
Giải pháp & DVKT	1,783	1,655	2,061	2,365	2,590
Hạ tầng cho thuê	432	631	857	1,002	1,127
Giá vốn hàng bán	10,407	11,725	12,958	14,315	15,246
Lợi nhuận gộp	892	884	982	1,061	1,133
Chi phí BH&QLDN	(249)	(169)	(248)	(300)	(319)
LN hoạt động	647	675	727	781	855
Chi phí khấu hao	258	319	355	410	443
EBITDA	902	1,035	1,089	1,172	1,256
Thu nhập tài chính	97	49	100	140	151
Chi phí tài chính	(93)	(90)	(107)	(120)	(109)
LNTT	645	672	745	781	855
Chi phí thuế	(129)	(134)	(146)	(156)	(171)
LNST-CĐTS	516	538	600	625	684

Bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền và các khoản tương đương tiền	819	887	1,705	1,501	1,743
Đầu tư ngắn hạn	1,000	854	1,618	1,972	2,101
Các khoản phải thu	2,924	2,937	2,714	2,993	3,189
Hàng tồn kho	790	610	425	469	500
Tài sản ngắn hạn khác	81	134	164	200	213
TỔNG TÀI SẢN NGẮN HẠN	5,614	5,421	6,625	7,137	7,746
Tài sản cố định	285	191	134	177	150
Bất động sản đầu tư	829	1,223	1,335	1,304	1,256
Tài sản dài hạn khác	36	20	10	13	13
TỔNG TÀI SẢN	6,916	7,106	8,186	8,717	9,260
Phải trả người bán	3,340	3,601	3,840	4,242	4,518
Vay ngắn hạn	1,196	1,052	1,760	1,431	1,271
TỔNG NỢ NGẮN HẠN	4,535	4,653	5,600	5,673	5,788
Phải trả dài hạn khác	15	15	16	16	16
Vay và nợ dài hạn	378	573	503	587	559
Vốn cổ phần	1,144	1,144	1,144	1,144	1,144
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	813	601	654	1,051	1,506
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,988	1,865	2,067	2,442	2,897
TỔNG NGUỒN VỐN	6,916	7,106	8,186	8,717	9,260
Số lượng cổ phiếu lưu hành (Triệu)	114	114	114	114	114

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Lợi nhuận hoạt động	647	675	727	781	855
Khấu hao	258	319	355	410	443
Thuế đã nộp	(58)	(116)	(142)	(156)	(171)
Lãi đã trả	(86)	(77)	(97)	(120)	(109)
Thay đổi vốn lưu động	(170)	500	688	40	36
Các điều chỉnh khác	(19)	(160)	(75)	(235)	(20)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	573	1,141	1,455	720	1,035
Hoạt động TSCĐ ròng	(483)	(800)	(344)	(410)	(443)
Hoạt động cho vay ròng	222	147	(764)	(37)	(19)
Thu từ cổ tức và lãi vay	102	53	77	67	87
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(159)	(600)	(1,031)	(380)	(375)
Hoạt động góp vốn ròng	0	0	0	0	0
Hoạt động đi vay ròng	108	51	638	(315)	(189)
Cổ tức đã trả	(117)	(525)	(244)	(229)	(229)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(9)	(474)	394	(544)	(418)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	414	819	887	1,705	1,501
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	404	67	819	(204)	242
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	819	887	1,705	1,501	1,743

Chỉ số tài chính

Tăng trưởng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng doanh thu	20.6%	11.6%	10.5%	10.3%	6.5%
Tăng trưởng EBITDA	18.6%	14.8%	5.2%	7.6%	7.2%
Tăng trưởng LNTT	16.2%	4.2%	10.9%	4.8%	9.5%
Tăng trưởng EPS	16.5%	4.3%	11.5%	4.2%	9.5%
Biên lợi nhuận	2023	2024	2025	2026F	2027F
Biên lợi nhuận gộp	7.9%	7.0%	7.0%	6.9%	6.9%
Biên lợi nhuận EBITDA	8.0%	8.2%	7.8%	7.6%	7.7%
Biên LNST-CĐTS	4.6%	4.3%	4.3%	4.1%	4.2%
ROAE	28.6%	27.9%	30.5%	27.6%	25.4%
ROAA	8.0%	7.7%	7.8%	7.4%	7.6%
Hiệu suất hoạt động	2023	2024	2025	2026F	2027F
Số ngày tồn kho bình quân	29.8	21.8	14.6	11.4	11.6
Số ngày thu tiền bình quân	85.5	84.8	74.0	67.7	68.9
Số ngày phải trả bình quân	110.1	108.0	104.8	103.0	104.9
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	5.2	-1.4	-16.2	-23.9	-24.4
Khả năng thanh khoản & Cấu trúc vốn	2023	2024	2025	2026F	2027F
Hệ số thanh toán hiện hành	1.2x	1.2x	1.2x	1.3x	1.3x
Hệ số thanh toán nhanh	1.1x	1.0x	1.1x	1.1x	1.2x
Hệ số thanh toán bằng tiền mặt	0.2x	0.2x	0.3x	0.3x	0.3x
Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản	22.8%	22.9%	27.6%	23.2%	19.8%
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu	79.2%	87.1%	109.5%	81.9%	62.7%
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	5.9	7.1	6.7	6.4	7.5

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập luận là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21&25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn