

MUA

Giá mục tiêu 2025: **145.000 VND**
% tăng giá: **18%**
Cập nhật: 12/24/2024

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: (1) Nhu cầu chuyển đổi mạng 5G cao, (2) Số lượng trạm BTS tối thiểu cần đáp ứng trong giai đoạn đầu chuyển giao, (3) Thị trường BĐS dân dụng "ấm dần".

Tiêu cực: Tiến độ xây dựng trạm BTS chậm trong những tháng cuối năm.

Rủi ro: Tỷ lệ dùng chung trạm thu phát sóng không tăng như dự kiến.

	Q3/2023	2024F	2025F
DTT	3.083	12.600	14.247
% YoY	18%	12%	13%
LNST	141	545	666
% YoY	10%	6%	22%

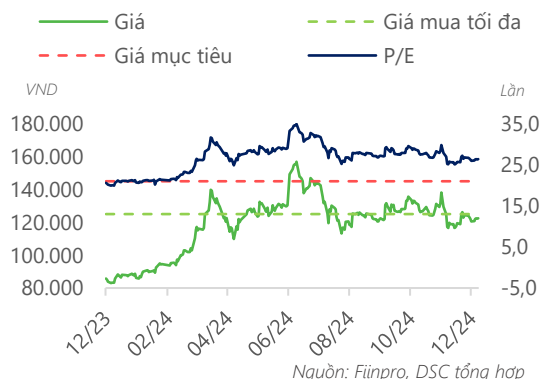
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

CTR với kinh nghiệm gần 30 năm trong lĩnh vực xây dựng, vận hành và cho thuê các công trình hạ tầng viễn thông. Là đơn vị thuộc hệ sinh thái của Tập đoàn Công nghiệp - Viễn thông Quân đội (Viettel). CTR đóng vai trò chủ chốt trong việc nâng cấp hạ tầng viễn thông 5G của Việt Nam.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Xây dựng
Giá hiện tại:	122.500 VND
Vốn hóa:	14.012 tỷ VND
Số lượng CPLH:	114,4 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	4.640 VND
P/E:	26,4 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	46,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



CTR

Tổng CTCP Công trình Viettel

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu của năm 2024 đạt 12.600 tỷ (+12% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 545 tỷ (+6% YoY). Dự địa tăng trưởng trong năm 2025 được hậu thuẫn bởi chu kỳ chuyển đổi số (thay đổi hệ thống di động 5G) và thị trường bất động sản phục hồi.

DSC sử dụng 2 phương pháp định giá DCF và P/B với tỷ trọng tương đương, với kì vọng tăng trưởng mạnh ở 2 mảng xây dựng dân dụng và hạ tầng cho thuê (TowerCo). Mức giá mục tiêu DSC ước tính cho cổ phiếu CTR trong năm 2025 là 145.000 VND/cổ phiếu, với vùng giá mua an toàn khoảng 120.000-122.000 VND/cp, tương đương với mức định giá P/B hiện tại là 7,5 lần.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thương mại hóa mạng 5G được triển khai

Đầu năm 2024, các nhà mạng lớn (Viettel, VNPT, Mobiphone) đều đã hoàn tất đấu thầu gói băng tần trung để vận hành hệ thống mạng 5G. Nhằm đảm bảo quá trình chuyển đổi nhà mạng diễn ra ổn định, các nhà mạng lớn đảm bảo số lượng trạm tối thiểu thúc đẩy mảng xây dựng viễn thông cho Tập đoàn mẹ mở rộng; CTR đặt mục tiêu triển khai mới 3.500 trạm BTS (năm 2024), 4.000 trạm BTS (năm 2025).

Với các nhà mạng không đủ nguồn lực để đầu tư cơ sở hạ tầng mới, có thể hướng tới phương án thuê hạ tầng viễn thông có sẵn. Từ đó, mảng cho thuê hạ tầng được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhất trong các lĩnh vực kinh doanh, với tăng trưởng CAGR 23%/năm trong giai đoạn 2025-2030. Hiện tại, CTR đang là đơn vị đứng đầu trong mảng cho thuê hạ tầng viễn thông (TowerCo) này với 8.812 trạm BTS đang sở hữu.

Hoạt động xây dựng dân dụng phục hồi

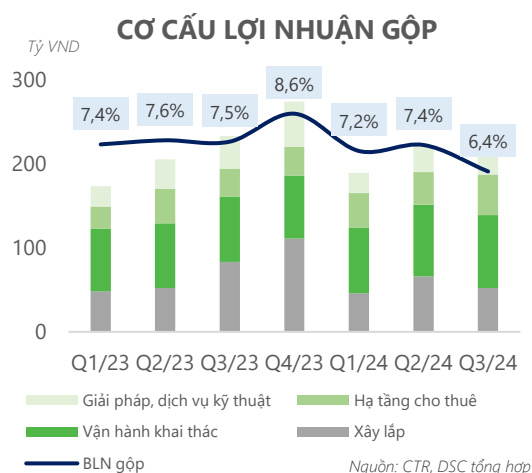
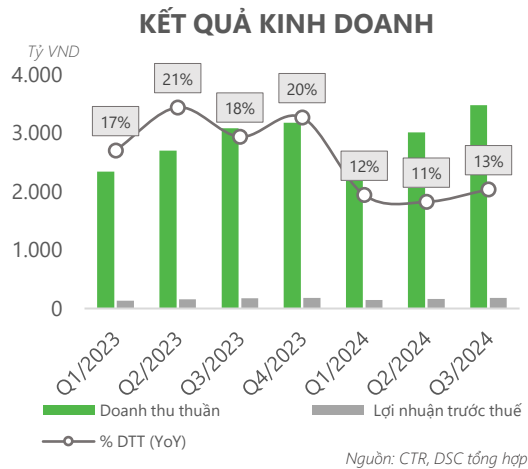
Ngoài mảng xây dựng viễn thông, CTR thành công trong việc đa dạng hóa tệp khách hàng xây dựng, đang hưởng lợi bởi chu kỳ thị trường bất động sản phục hồi. Lũy kế 9T/2024, khối lượng hợp đồng trúng thầu (Backlog) ghi nhận tăng trưởng đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 115% ở khối khách hàng doanh nghiệp, và đạt 22% ở khối khách hàng vừa và nhỏ.

ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Bắt đầu triển khai trạm 5G thương mại

Q3/2024, CTR tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng ở tất cả các mảng kinh doanh. Tổng hợp lại, doanh thu Q3 đạt 3.476 tỷ (+16% QoQ, +13% YoY), lợi nhuận sau thuế Q3 đạt 146 tỷ (+17% QoQ, +4% YoY).

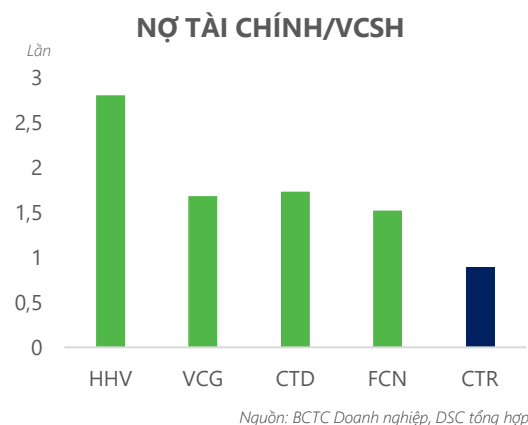
Với chiến lược phủ sóng 5G thương mại trên toàn quốc, CTR vẫn đang tích cực mở rộng số lượng trạm BTS, ghi nhận vận hành mới thêm 1.003 trạm trong quý 3. Sau khi khắc phục những ảnh hưởng từ cơn bão Yagi, DSC đánh giá, triển vọng KQKD tiếp tục khả quan trong Q4/2024, với tỷ trọng đóng góp gia tăng đáng kể từ mảng cho thuê hạ tầng với tăng trưởng dự phóng >40% YoY.



Ảnh hưởng bởi cơn bão Yagi

Dù ghi nhận KQKD tăng trưởng, song hiệu quả hoạt động giảm đáng kể trong quý 3 vừa qua. CTR ghi nhận biên lợi nhuận gộp đạt 6,4%, thấp hơn mức nền trung bình 7,5% trong những năm gần đây.

Tác động của bão Yagi đã làm chậm tiến độ của ngành xây dựng nói chung, CTR vẫn đang trong quá trình khắc phục thiệt hại sau bão; điểm sáng là không có trạm BTS nào của CTR ghi nhận hư hỏng. Cụ thể, BLN của mảng xây dựng chịu ảnh hưởng lớn, chỉ đạt 4,5% (so với kỳ trước đạt 8,5%), thấp nhất trong các lĩnh vực hoạt động. Song, DSC kỳ vọng BLN ở mảng xây dựng sớm phục hồi do (1) ảnh hưởng của bão đã qua, (2) ghi nhận doanh thu tại các hợp đồng xây dựng dần dựng cuối năm.

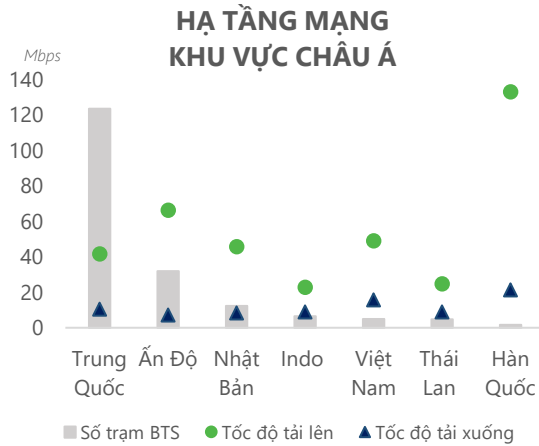


Duy trì nợ vay ở mức an toàn

Q3/2024, quy mô nợ vay tài chính của CTR đạt 1.513 tỷ (-10% YTD). Tỷ lệ nợ vay/VCSH đạt 0,89 lần, mức thấp nhất thuộc nhóm ngành xây dựng. Với mức độ tăng trưởng của khối lượng Backlog công trình dân dụng hiện tại, áp lực nợ vay có thể nhích tăng nhẹ trong giai đoạn 2025-2026, nhưng sẽ không gây lên áp lực thanh toán nợ vay đối với doanh nghiệp.

LUẬN ĐIỂM 1:

Hưởng lợi từ việc triển khai thương mại hóa 5G

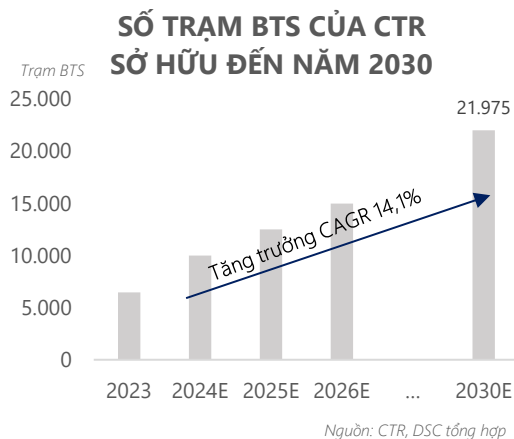


Nguồn: TowerXchange, Opensignal, DSC tổng hợp

Ảnh: Nhà mạng lớn trong nước đấu thầu băng tần trung của sóng di động 5G

Nguồn: DSC tổng hợp

Nhà mạng	Khối băng tần	Băng tần (MHz)	Điểm nhấn
Viettel	B1	2.500-2.600	Bán kính phủ sóng lớn nhất Tốc độ truyền tải trung bình Triển khai 4G/5G Chi phí đầu tư hạ tầng thấp
VNPT	C2	3.700-3.800	Triển khai 5G Tốc độ mạng cao
Mobifone	C3	3.800-3.900	Độ phủ sóng nhỏ



Nguồn: CTR, DSC tổng hợp

CTR

Tổng CTCP Công trình Viettel

Bắt đầu triển khai thương mại hóa 5G

Sau 65 tháng kể từ lần đầu chạy thử thành công, và sau 6 tháng nhận giấy phép vận hành khối băng tần số 2.600 MHz, Tập đoàn Viettel chính thức khai trương mạng 5G trên toàn quốc vào ngày 15/10 vừa qua. Lần đầu tiên, Việt Nam đã bắt nhịp cùng thế giới trong việc ứng dụng những công nghệ tiên tiến nhất của cuộc Cách mạng Công nghiệp 4.0, vươn lên trở thành một trong những quốc gia vận hành thành công sớm nhất. Việt Nam đang thuộc top 5 quốc gia triển khai vận hành trạm BTS, top 3 về tốc độ truyền tải mạng tại khu vực Châu Á - Thái Bình Dương.

Trong kỳ, Bộ Thông tin & Truyền thông (TT&TT) đã hoãn thời hạn tắt mạng 2G do ảnh hưởng của bão Yagi, song, chúng tôi đánh giá không có ảnh hưởng lớn đến quá trình chuyển giao sang công nghệ di động 5G mới; nhu cầu xây dựng trạm BTS và thuê hạ tầng viễn thông vẫn đang duy trì ở mức cao.

Đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng - trạm thu phát sóng (BTS)

Sau chủ trương chia sẻ hạ tầng viễn thông của Chính phủ (Chỉ thị 52/CT-BTTTT năm 2019), CTR vươn lên với vị thế đứng đầu trong mảng cho thuê hạ tầng (TowerCo). CTR vẫn đang chủ động trong việc mở rộng mạng lưới phủ sóng mạng 5G, hỗ trợ thúc đẩy mảng cho thuê hạ tầng và vận hành khai thác trong trung và dài hạn.

Thách thức trong việc triển khai hệ thống sóng 5G là phạm vi truyền tải nhằm đảm bảo kết nối 5G ổn định với băng tần trung là khoảng 300-500 mét, phạm vi thấp hơn đáng kể so với mạng 4G cùng băng tần là 2-5km. Đòi hỏi mạng lưới trạm BTS cần bổ sung dày đặc hơn, đặc biệt trong khu vực đô thị.

Các nhà mạng lớn (VNPT, Mobifone) đều cam kết lắp đặt 1.500 trạm BTS/năm. Theo kế hoạch, CTR sẽ triển khai thi công mới 3.500 trạm BTS trong năm 2024. Trên thực tế, CTR đang vận hành 8.812 trạm (tăng 2.376 trạm so với đầu năm); riêng trong Q3/2024, không có trạm BTS nào của CTR bị hư hỏng sau cơn bão Yagi, song tiến độ triển khai chậm hơn đáng kể. Cụ thể, kể từ T8/2024, số trạm BTS xây mới đạt ~200 trạm/tháng, thấp hơn trung bình 8T đầu năm đạt ~400 trạm/tháng. Do đó, DSC cho rằng số trạm vận hành mới trong năm nay dự báo đạt 90-95% so với kế hoạch.

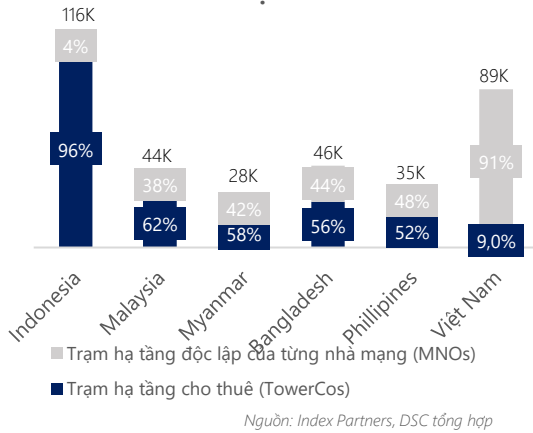
LUẬN ĐIỂM 1 (tiếp theo):

Hưởng lợi từ việc triển khai thương mại hóa 5G

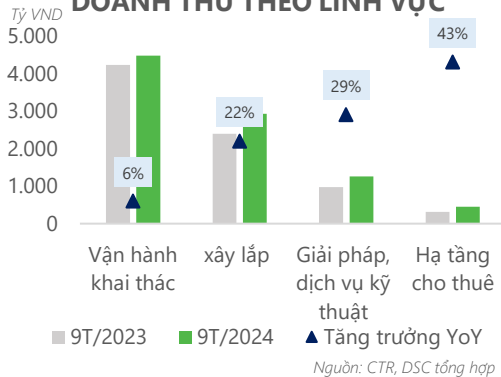
CTR

Tổng CTCP Công trình Viettel

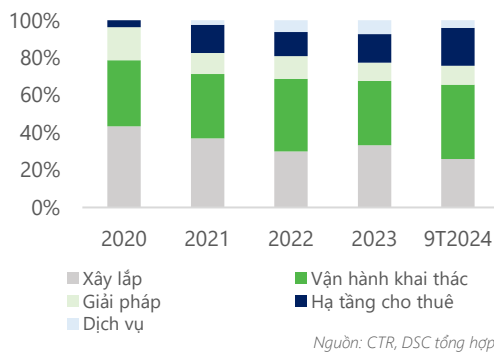
TỶ TRỌNG TRẠM BTS KHU VỰC CHÂU Á



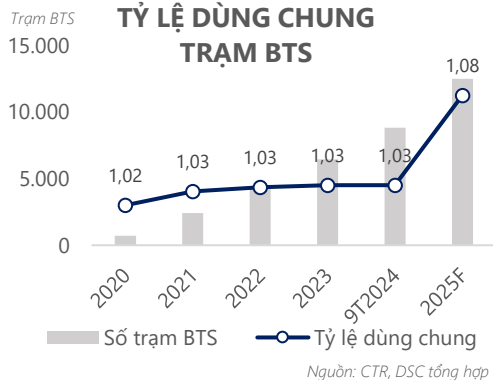
DOANH THU THEO LĨNH VỰC



CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP



TỶ LỆ DÙNG CHUNG TRẠM BTS



Mảng hạ tầng cho thuê dẫn dắt tăng trưởng

So với các quốc gia đang phát triển trong khu vực châu Á, Việt Nam vận hành số lượng trạm BTS thuộc top đầu khu vực, song cách vận hành được quy hoạch vẫn còn độc lập. Tỷ lệ các trạm BTS cho thuê trong khu vực trung bình chiếm tỷ lệ trên 50% tổng số trạm, chỉ riêng ở Việt Nam tỷ lệ này chỉ đạt 9%.

Như vậy, dư địa phát triển mảng hạ tầng cho thuê là rất lớn. Hiện tại, CTR đang tích cực mở rộng số lượng trạm BTS với mục tiêu sở hữu 25.000-30.000 trạm BTS đến năm 2030. Kéo theo tiềm năng tăng trưởng ở mảng hạ tầng cho thuê được kỳ vọng là điểm nhấn tăng trưởng chính trong chu kỳ kinh doanh mới, với mục tiêu CTR đặt ra là tăng trưởng CAGR 23%/năm trong giai đoạn 2025-2030.

Lũy kế 9T/2024, doanh thu mảng hạ tầng cho thuê đạt 448,8 tỷ (+43% YoY), chiếm 5% tổng doanh thu; LNTT của mảng này đạt 128 tỷ (+28% YoY), chiếm 20% tổng lợi nhuận từ HĐKD. DSC nhận định, đóng góp từ mảng hạ tầng cho thuê duy trì mở rộng, với dự dự phóng doanh thu và LNTT của mảng TowerCos lần lượt đạt 800 tỷ và 200 tỷ trong năm 2025.

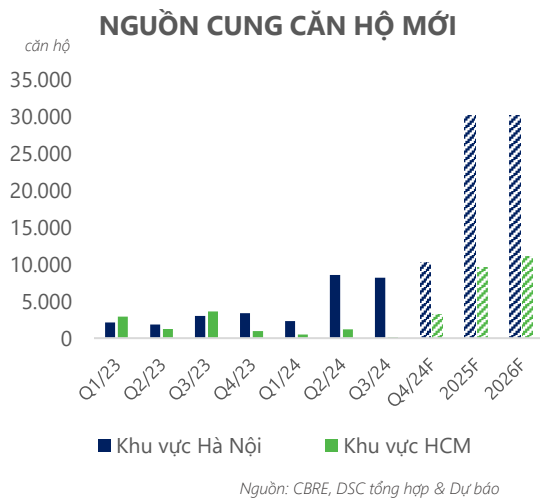
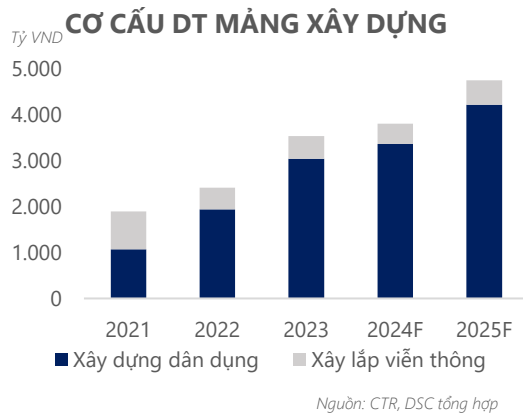
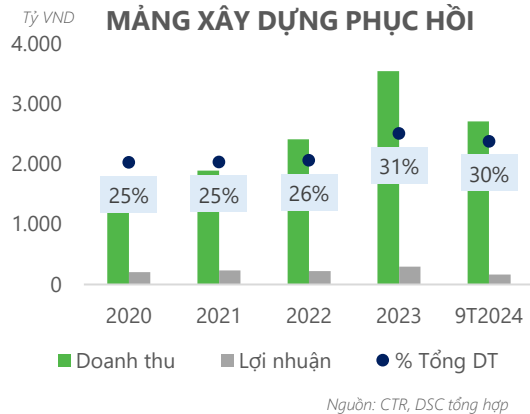
Các yếu tố hỗ trợ thúc đẩy chuyển đổi mạng 5G: (1) Bộ Thông tin và Truyền thông đưa ra lộ trình rõ ràng cho việc ngắt hoàn toàn công nghệ di động 2G tại ngày 15/09/2026, đây là khoảng thời gian cho các nhà mạng chuẩn bị cho các cơ sở hệ thống thay thế như sóng 4G/5G. Trước đó, các thuê bao 2G cá nhân không còn được phục vụ trong T10 vừa qua. (2) Chính thức thương mại hóa 5G toàn quốc trong năm 2024 sau khi các nhà mạng lớn đã hoàn tất đấu thầu băng tần. (3) Chuyển đổi hệ thống mạng di động nằm trong mục tiêu chuyển đổi số với mục tiêu phủ sóng mạng 5G đạt 99% dân số đến năm 2030, mở đường cho phát triển công nghệ AI, IoT, Big Data và thu hút vốn đầu tư từ nước ngoài.

Tỷ lệ dùng chung cải thiện dần, mở rộng BLN

Với tốc độ xây dựng trạm BTS gấp 3 lần các nhà mạng khác và nhu cầu của mạng lưới 5G cần dày đặc hơn, tỷ lệ dùng chung trạm BTS của CTR sẽ được cải thiện, dự phóng đạt 1,075 lần trong năm 2025, và 1,09 lần trong năm 2026. Hưởng lợi từ nguồn lực, kinh nghiệm và hệ sinh thái công ty mẹ, CTR kỳ vọng tiếp tục đẩy mạnh xây dựng và phát triển mô hình TowerCo. Trong khi, các nhà mạng khác có thể chọn phương án đi thuê hạ tầng nhằm giảm chi phí đầu tư CAPEX ban đầu.

LUẬN ĐIỂM 2:

Mở rộng hoạt động xây dựng dân dụng B2B, B2C



CTR

Tổng CTCP Công trình Viettel

DSC

Đa dạng nguồn thu bên ngoài tập đoàn

Lũy kế 9T/2024, CTR đã mở rộng doanh thu từ bên ngoài tập đoàn, ghi nhận chiếm 38% tổng doanh thu; trong đó, đóng góp chính từ mảng xây dựng dân dụng cho khối khách hàng doanh nghiệp (B2B) và cá nhân (B2C).

Khối lượng hợp đồng trúng thầu (Backlogs) ký kết mới trong 9T đầu năm đạt 1.836 tỷ tại các dự án B2B (+115% YoY), đạt 1.500 tỷ ở nhóm dự án B2C và SME (+22% YoY). Tổng kết 9T/2024, mảng xây dựng ghi nhận doanh thu và LN gộp lần lượt đạt 2.705 tỷ (+22% YoY, chiếm 30% tổng DT) và 164 tỷ (-10% YoY, chiếm 26% tổng LNNTT). Khối lượng công trình xây dựng mở rộng kéo theo sự phục hồi của mảng kinh doanh đồ nội thất, ghi nhận doanh thu 55 tỷ.

Thị trường Bất động sản "thoát đáy", Xây dựng trạm BTS đẩy mạnh trong năm 2025 - 2026

Trong Q3, CTR trúng thầu loạt dự án trăm tỷ mới như dự án Trung Minh A-B (367 tỷ), dự án An Điền (230 tỷ), dự án Becamex (230 tỷ), dự án KĐT Riverside Hải Phòng (325 tỷ),... Các dự án với quy mô lớn xuất hiện nhiều hơn trong H2/2024, được hỗ trợ từ việc khởi thông pháp lý sau khi luật đất đai (sửa đổi) được áp dụng từ ngày 01/08/2024.

Theo báo cáo CBRE, thị trường căn hộ tại Hà Nội phục hồi tốt hơn tại TP.HCM, lần lượt đạt 8.227 căn (+174% YoY) và 127 căn (-96%). Cùng với, tỷ lệ hấp thụ dự án ghi nhận trong Q3 ở mức rất cao, đạt 97% tại Hà Nội và 1.500% tại TP.HCM, minh chứng cho thấy thị trường Bất động sản đã "tạo đáy" đi lên. Tín hiệu ấm dần của thị trường Bất động sản (nguồn cung mở rộng), sẽ đảm bảo cho đầu ra của mảng xây dựng dân dụng duy trì phục hồi ổn định.

DSC dự phóng, mảng xây dựng nói chung tiếp tục tăng trưởng 25% trong năm 2025, với đóng góp 85% từ các dự án dân dụng. Trong khi, mảng xây dựng hạ tầng viễn thông sẽ sự bứt phá trong năm 2025-2026, nhằm đảm bảo quá trình chuyển đổi hệ thống sóng 5G một cách an toàn với dự phóng tăng trưởng 20%/năm, sau đó ổn định tăng trưởng CAGR 10% đến năm 2030, hoàn thành mục tiêu vận hành 25.000-30.000 trạm BTS sóng 5G.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	11.299	12.600	14.247
% DTT (YoY)	21%	12%	13%
Lợi nhuận gộp	892	918	1.106
Lợi nhuận sau thuế	516	545	666
% LNST (YoY)	16%	6%	22%

Kế hoạch tăng trưởng của BLĐ Công trình Viettel là rất thách thức, nhưng phù hợp trong điều kiện vĩ mô thuận lợi (1) quá trình chuyển giao công nghệ di động 5G được thúc đẩy kể từ năm nay, (2) lợi thế trong việc triển khai trạm thu phát sóng di động, vị thế đứng đầu mảng TowerCo, (3) xu thế phục hồi rõ ràng của thị trường BĐS.

DSC ước tính doanh thu đạt 14.247 tỷ (+13% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 666 tỷ (+22% YoY) trong năm 2025; trong đó, đồng lượng tăng trưởng chính đến từ mảng xây dựng (+25% YoY, BLN gộp đạt 9%) và mảng hạ tầng cho thuê (+29% YoY, BLN gộp đạt 35%).

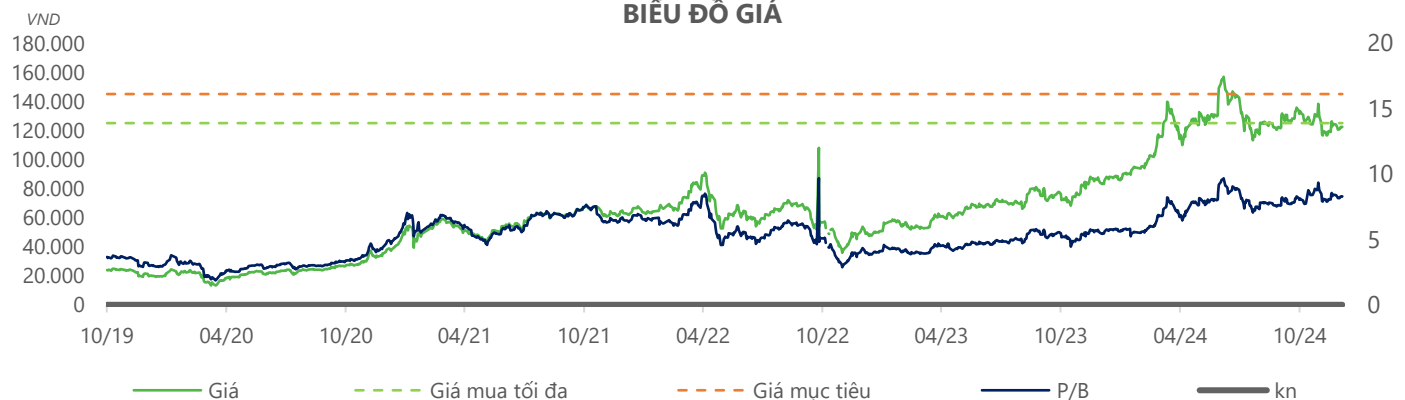
Định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
P/B	1.773 Tỷ VND	50%
<i>P/B mục tiêu</i>	<i>8,70 lần</i>	
DCF	1.544 Tỷ VND	50%
Giá trị hợp lý	1.659 Tỷ VND	
SLCPLH	114 Triệu	
Giá mục tiêu	144.990 VND	

Định giá

Sóng tăng trong 1 năm gần đây phản ánh quá trình chuyển đổi và thương mại hóa sóng di động 5G, đã nâng định giá P/B cao hơn mức P/B trung bình 5 năm (5,3 lần). Song, với tiềm năng tăng trưởng ổn định của mảng TowerCo, DSC cho rằng mức định giá hiện tại không quá cao. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF và P/B với tỷ trọng 50/50 để định giá CTR. DSC đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTR với mức định giá hợp lý cho năm 2025 là 145.000 VND/cp, upside 18% so với mức giá đóng cửa ngày 23/12/2024.

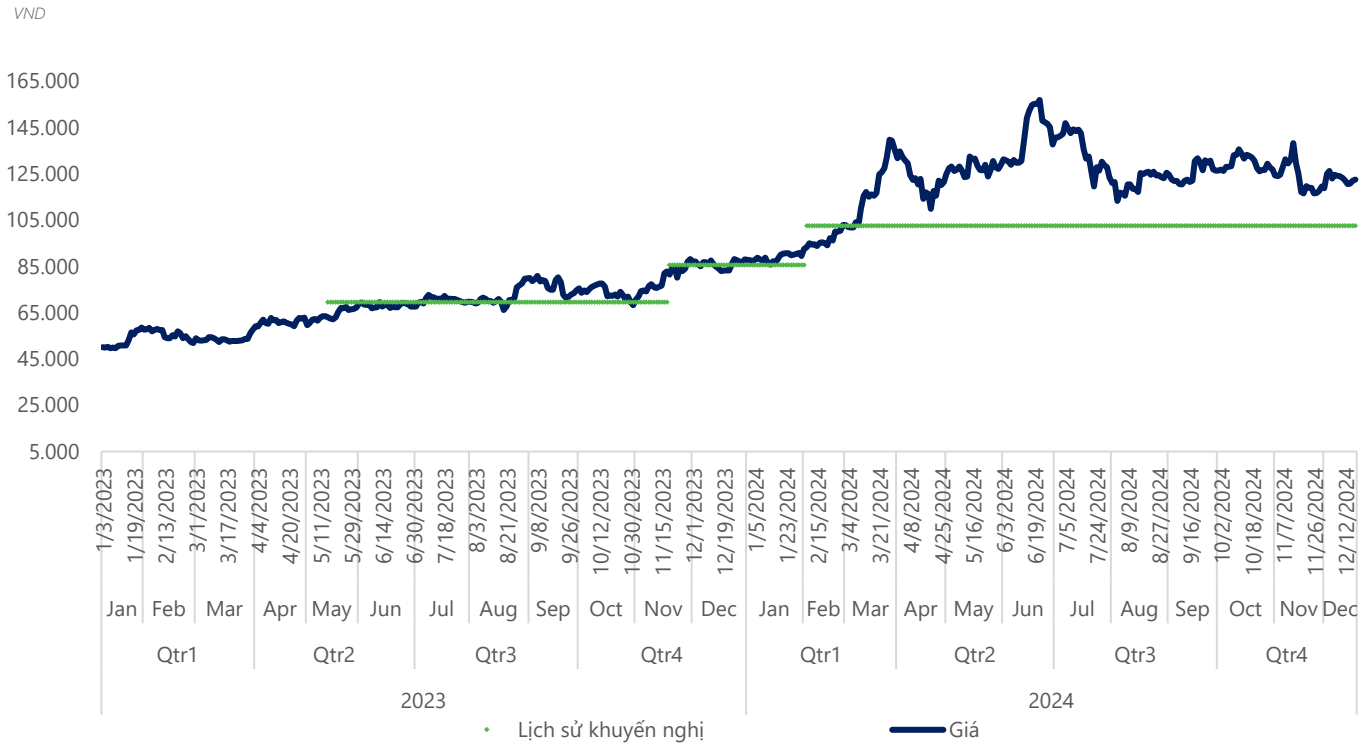
Thống kê báo cáo phân tích trong 6 tháng gần nhất của các CTCK đối với cổ phiếu CTR, giá mục tiêu bình quân là 140.200 VND/cp

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



*Lịch sử khuyến nghị là giá mục tiêu của cổ phiếu được xác định bởi báo cáo gần nhất ở thời điểm đó

MÔ HÌNH KINH DOANH



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHẼNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Nguyễn Quốc Văn

Chuyên viên Phân tích
van.nq@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎️ (024) 3880 3456

✉️ info@dsc.com.vn