

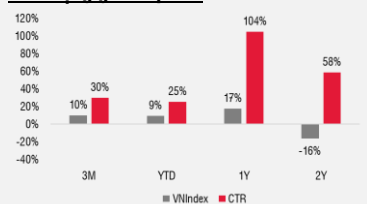
Tổng Công ty Cổ phần Công trình Viettel (CTR: HOSE)

Ngày báo cáo: 12/03/2024
Ngành: CNTT
CVPT: Bạch Chân Mãn
Email: manbc@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3062

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **123.000 Đồng**
 Giá CP ngày 11/03/2024: 112.500 Đồng
 % Tăng giá: **+9,3%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 487
 Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 12.033
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 114
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 370.056
 Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ): 112,5/53,5
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 34,9
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 10,8
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 65,7

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Thành lập năm 1995 tiền thân là Xí nghiệp xây lắp công trình, CTR chính thức đi vào hoạt động từ tháng 4/2017. Từ năm 2020, CTR mở rộng mô hình kinh doanh sang cho thuê hạ tầng viễn thông, đây là động lực tăng trưởng chính trong tương lai. CTR có 25 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây lắp/vận hành khai thác hạ tầng viễn thông. Ngày 31/10/2017, CTR đã niêm yết trên sàn UPCOM trước khi chuyển sang sàn HOSE vào ngày 23/2/2022.

Tăng trưởng lợi nhuận được hưởng lợi từ việc đầu giá thành công bằng tần của Viettel cho mạng 4G/5G

Tóm tắt đầu tư: Với việc Tập đoàn Viettel (Viettel) đầu giá thành công quyền sử dụng băng tần 2.500-2.600 MHz để phục vụ thương mại hóa công nghệ di động 5G vào ngày 8/3/2024, chúng tôi dự báo tổng số trạm BTS (trạm thu phát sóng cơ sở) của CTR sẽ đạt mức tăng trưởng 70% svck trong năm 2024, được hưởng lợi từ việc tắt dần sóng 2G và triển khai 5G, điều này có thể hỗ trợ doanh thu mảng hạ tầng cho thuê tăng 53% svck. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng mức đóng góp lợi nhuận từ mảng này có thể cao hơn. Trên thực tế, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của mảng này sẽ chiếm khoảng 27% tổng lợi nhuận gộp trong năm 2026 (so với 15% trong năm 2023) mặc dù mức đóng góp vào doanh thu của công ty chỉ cải thiện nhẹ (8% tổng doanh thu từ 4% trong năm 2023), do chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp mảng này tương đối cao hơn (khoảng 31% trong năm 2023) so với các mảng khác (5%-20%). Hơn nữa, do giá trị hợp đồng xây dựng dân dụng được ký trong Q4/2023 cao hơn dự kiến (chiếm hơn 40% giá trị hợp đồng trong năm 2023), chúng tôi điều chỉnh lại ước tính tăng trưởng doanh thu cho mảng xây dựng của CTR (từ 6% svck lên 17% svck) trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng LNST của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) sẽ tăng 16,4% svck trong năm 2024 (so với 16,6% svck trong năm 2023), nhờ sự hỗ trợ mạnh từ mảng xây dựng, vận hành khai thác và hạ tầng cho thuê. Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu CTR, với giá mục tiêu DCF 12 tháng là **123.000 đồng/cổ phiếu** (tương đương tiềm năng tăng giá là 9%).

Yếu tố hỗ trợ đối với khuyến nghị: Theo Quy hoạch phát triển điện VIII (PDP VIII) đã được phê duyệt, Chính phủ Việt Nam có kế hoạch phát triển khoảng 2.600 MW công suất điện mặt trời áp mái tự sản tự tiêu trong năm 2030 (dành cho người tiêu dùng hộ gia đình và doanh nghiệp). Theo đó, Bộ Công Thương (BCT) hiện đang xây dựng cơ chế hỗ trợ nguồn điện này. Nếu cơ chế này được thông qua, mảng giải pháp tích hợp (giải pháp năng lượng mặt trời) của CTR sẽ được hưởng lợi (chiếm 9%-12% lợi nhuận gộp). Hơn nữa, giá trị hợp đồng xây dựng ký mới cao hơn dự kiến có thể hỗ trợ doanh thu cao hơn cho mảng xây dựng.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Việc tri hoãn thương mại hóa 5G và/hoặc tắt sóng 2G có thể ảnh hưởng kém tích cực đến việc xây dựng trạm BTS, triển vọng tăng trưởng của các mảng vận hành khai thác và xây dựng hạ tầng viễn thông cũng như cải thiện biên lợi nhuận. Chúng tôi lưu ý mảng cho thuê hạ tầng của CTR (bao gồm cả BTS) có biên lợi nhuận cao nhất (như đã đề cập ở trên). Bất kỳ khoản chậm thanh toán nào từ khách hàng cũng có thể gây ra rủi ro, đặc biệt là hoạt động xây dựng B2B. Hơn nữa, chúng tôi lo ngại về giá trị hợp đồng ký mới thấp hơn dự kiến trong mảng giải pháp tích hợp và xây dựng.

Bảng 1: Các chỉ tiêu tài chính (tỷ đồng)

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	6.359	7.447	9.370	11.299	12.965	14.571
Lợi nhuận gộp	475	628	741	886	1.055	1.256
EBITDA	436	633	786	989	1.250	1.549
Lợi nhuận ròng	274	375	443	517	601	717
EPS (VNĐ)	3.289	3.426	3.288	3.811	4.438	5.288
BVPS (VNĐ)	14.779	14.116	14.204	17.404	20.842	25.129
DPS (VNĐ)	1.000	1.000	2.919	1.000	1.000	1.000
ROA	8,7%	9,6%	8,9%	8,0%	7,7%	7,9%
ROE	28,4%	31,6%	30,2%	28,6%	27,5%	27,3%
Tỷ suất cổ tức	1,4%	1,1%	5,8%	1,1%	0,9%	0,9%
Ng/VCSH (x)	0,4	0,4	0,1	0,1	-0,1	0,1
P/E (x)	21,2	25,6	15,3	24,1	25,4	21,3
EV/EBITDA (x)	10,5	11,9	7,1	10,4	10,1	8,1

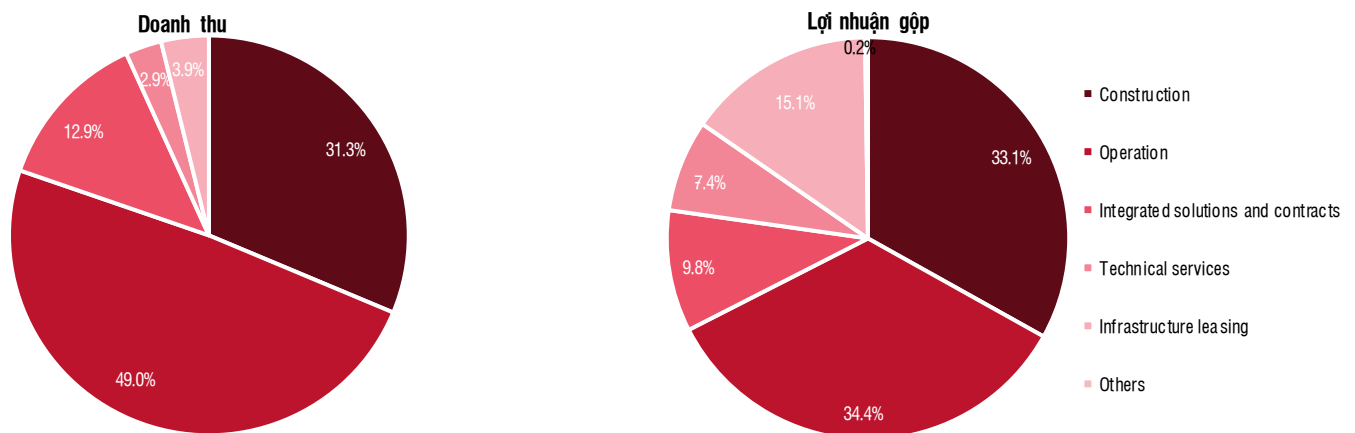
Nhìn lại năm 2023: KQKD sát với ước tính của chúng tôi

Bảng 2: KQKD năm 2023

Tỷ đồng	2023	2022	YoY	% kế hoạch công ty	% ước tính trước đó của chúng tôi	Biên lợi nhuận	
						2023	2022
Doanh thu thuần	11.299	9.370	20,6%	109%	100%		
Lợi nhuận gộp	886	741	19,5%			7,8%	7,9%
Lợi nhuận hoạt động	630	553	14,1%			5,6%	5,9%
EBIT	731	578	26,5%			6,5%	6,2%
EBITDA	989	785	26,1%			8,8%	8,4%
LNTT	645	555	16,3%	105%	99%	5,7%	5,9%
LNST	517	443	16,6%	106%	99%	4,6%	4,7%
NPATMI	517	443	16,6%			4,6%	4,7%

Nguồn: CTR, SSI Research

Biểu đồ 1: Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2023



Nguồn: CTR, SSI Research. * Mảng khác liên quan đến việc điều chỉnh chi phí dự phòng hàng tồn kho của CTR trong cơ cấu lợi nhuận gộp.

Doanh thu và NPATMI Q4/2023 lần lượt đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (tăng 25% svck) và 143 tỷ đồng (tăng 16,9% svck), chúng tôi cho rằng chủ yếu được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng doanh thu 76,4% svck từ mảng xây dựng và 35,2% svck từ mảng hạ tầng cho thuê. Lũy kế cả năm 2023, CTR lần lượt đạt doanh thu và NPATMI là 11,3 nghìn tỷ đồng (tăng 20,6% svck) và 517 tỷ đồng (tăng 16,6% svck), phù hợp với dự báo của chúng tôi (100% cho doanh thu và 99% cho NPATMI).

Đối với vận hành khai thác: So với năm 2022, biên lợi nhuận gộp của mảng này khá ổn định ở mức 5%-6% trong năm 2023. Doanh thu mảng này đạt 5,5 tỷ đồng trong năm 2023 (tăng 13% svck) trong đó vận hành khai thác quốc tế (chiếm khoảng 26% doanh thu của mảng vận hành) tăng 35% svck, chủ yếu nhờ các hợp đồng mạng truy cập viễn thông ở Myanmar liên quan đến towercos NTD, MNTI, TIM và HYE. Đối với thị trường trong nước, doanh thu tăng 7% svck.

Đối với mảng xây dựng: Như đã đề cập trong [Báo cáo](#) trước đây của chúng tôi, mảng xây dựng chủ yếu được hỗ trợ từ việc thực hiện các hợp đồng giá trị lớn như Louis City Villas (1 nghìn tỷ đồng), Aqua City Villas (700 tỷ đồng) và các thương vụ với Tập đoàn Đất Xanh (DXG: HOSE, 300 tỷ đồng), hỗ trợ doanh thu xây dựng tăng 47% svck trong năm 2023. Đối với tình hình giá trị hợp đồng ký được, mặc dù ngành bất động sản chững lại nhưng tổng giá trị hợp đồng đã ký vẫn đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (tăng 11% svck) trong năm 2023. Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy giá trị hợp đồng đã ký cao hơn dự kiến trong Q4/2023, đạt mức 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng 288% svck) và chiếm hơn 40% giá trị hợp đồng đã ký năm 2023. Chúng tôi lưu ý rằng con số này đã giảm 25% svck trong 9 tháng đầu năm 2023.

Mảng hạ tầng cho thuê đạt mức tăng trưởng 39% svck đối với doanh thu năm 2023. Mặc dù chỉ đóng góp 4% vào tổng doanh thu của CTR nhưng mảng này lại chiếm tới 15% lợi nhuận gộp của công ty do có biên lợi nhuận gộp cao nhất (khoảng 31% vào năm 2023) so với các mảng khác (từ 5%-20%). Trong năm 2023, CTR đã xây dựng 2.150 trạm BTS và hoàn thành 86% kế hoạch xây dựng 2.500 trạm. Tính đến cuối năm 2023, CTR sở hữu 6.436 trạm BTS (tăng 50% svck), trong đó 208 trạm có lớn hơn hai nhà mạng trở lên thuê (tăng 66% svck). Tỷ lệ dùng chung vẫn ở mức 1,03. Chúng tôi lưu ý rằng số lượng trạm BTS do CTR sở hữu và tỷ lệ dùng chung không thay đổi đáng kể trong tháng 1/2024, trong khi số lượng có lớn hơn hai nhà mạng trở lên thuê tăng nhẹ lên 213 trạm (tăng 63% svck).

Đối với mảng dịch vụ kỹ thuật: CTR đã cung cấp dịch vụ sửa chữa và bảo trì cho 135.477 hợp đồng B2C và 5.168 hợp đồng B2B trong năm 2023. Công ty cũng triển khai dịch vụ thay lõi máy lọc nước kể từ tháng 11/2023 (10.626 thuê bao tại thời điểm cuối năm 2023).

Giải pháp tích hợp ghi nhận 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 1% svck) doanh thu năm 2023, chủ yếu nhờ tăng trưởng doanh thu từ lắp đặt điện mặt trời (tăng 95% svck, chiếm 6% doanh thu mảng này) và M&E (tăng 26% svck, chiếm 39% doanh thu mảng này). Nhờ Quy hoạch phát triển điện VIII được phê duyệt, công ty đã ký hợp đồng lắp đặt năng lượng mặt trời trị giá 160 tỷ đồng trong năm 2023. Đối với M&E, CTR ghi nhận 233 tỷ đồng giá trị hợp đồng liên quan đến các dự án đầu tư công.

Viettel giành được quyền sử dụng băng tần 5G vào ngày 8/3/2024

Trước đó, Bộ Thông tin và Truyền thông (Bộ TT&TT) dự kiến tổ chức đấu giá quyền sử dụng băng tần 2.500-2.600 MHz (đối với 4G/5G) (1 khối băng tần) vào tháng 12/2023 như một trong những bước đầu thương mại hóa công nghệ di động 5G tại Việt Nam. Tuy nhiên, do Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) bày tỏ lo ngại về khả năng cạnh tranh không lành mạnh giữa các doanh nghiệp viễn thông (điển hình là giữa Tập đoàn Viettel, MobiFone và Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam [VNPT]), Bộ TT&TT đã quyết định tạm hoãn đấu giá, sau đó cũng giới thiệu băng tần 3.560-4.000 MHz (chỉ dành cho sóng 5G, bao gồm 4 khối) và hiện đang tổ chức một cuộc đấu giá khác vào tháng 3/2024, bao gồm 3 phiên khác nhau cho mỗi khối băng tần vào 3 ngày khác nhau (chi tiết trong Bảng 3). Cụ thể, phiên đấu giá này xoay quanh băng tần 2.500-2.600 MHz và 2 khối được chọn (trong khoảng từ 3.700 đến 3.900 MHz) của băng tần 3.560-4.000 MHz, trong đó mỗi doanh nghiệp tham gia đấu giá chỉ được trúng tối đa một khối băng tần. Ngày 8/3/2024, Viettel chính thức công bố đã giành được quyền sử dụng băng tần 2.500-2.600 MHz, điều này cũng nằm trong dự báo của chúng tôi. So với 2 khối băng tần 3.700-3.900 còn lại, Viettel coi băng tần này là lựa chọn tối ưu với bán kính vùng phủ cao hơn khoảng 1,3 lần cũng như khả năng linh hoạt để Viettel triển khai cả công nghệ 4G và 5G. Chúng tôi tin rằng triển vọng thương mại hóa 5G sẽ khả thi hơn trong năm 2024. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng các mảng vận hành, xây

dựng (xây dựng viễn thông) và cho thuê cơ sở hạ tầng của CTR sẽ được hưởng lợi từ khối lượng công việc vận hành khai thác và đầu tư nhiều trạm BTS hơn trong dài hạn.

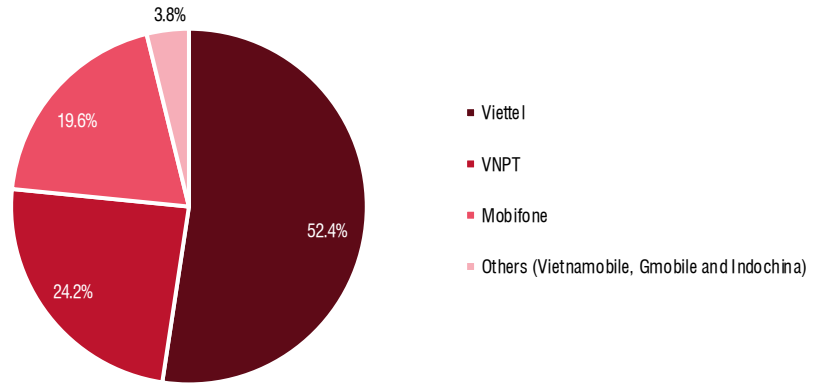
Bảng 3: Chi tiết phương án đấu giá băng tần cho mạng 4G, 5G năm 2024

Đấu giá	Băng tần 2.500-2.600 MHz	Băng tần 3.700-3.900 MHz
Thời gian triển khai	8/3/2024	14/3/2024 (C3) và 19/3/2024 (C2)
Thế hệ mạng di động	4G/5G	5G
Trạng thái	Viettel thắng đấu giá	Đã lên kế hoạch
Số khối băng tần	1	2
Khối băng tần	B1: 2.500-2.600 MHz	C2: 3.700-3.800 MHz C3: 3.800-3.900 MHz
Thời gian sử dụng (năm)	15	15
Giá khởi điểm (tỷ đồng/khối)	3.983	1.957
Số tiền đặt trước (tỷ đồng)	200	100
Điều khoản thanh toán	50% trong vòng 3 tháng 25% trong vòng 30 tháng + lãi suất (nếu có)* 25% trong vòng 60 tháng + lãi suất (nếu có)*	50% trong vòng 3 tháng 25% trong vòng 30 tháng + lãi suất (nếu có)* 25% trong vòng 60 tháng + lãi suất (nếu có)*

*Nguồn: Bộ TT&TT, Cục Quản lý tần số vô tuyến điện (ARFM), SSI Research. *Lãi suất áp dụng là lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam gần nhất tính đến ngày Bộ TT&TT công bố kết quả đấu thầu.*

Theo TowerXchange và CTR, hiện có khoảng 89.025 trạm BTS tại Việt Nam (dữ liệu tính đến cuối Q3/2023), trong đó Viettel nắm giữ khoảng 45%, cho thấy vị thế áp đảo của tập đoàn này trong ngành viễn thông Việt Nam, cùng với thị phần dẫn đầu (trên 50%) trên thị trường mạng di động trong nước. Cụ thể, nếu tính giữa các towerco, CTR là công ty dẫn đầu trong nước với 6.436 trạm BTS (dữ liệu tính đến cuối tháng 1/2024), tiếp theo là OCK từ Myanmar (3.500 trạm BTS tại Việt Nam, dữ liệu tính đến cuối năm 2022). Theo CTR, công ty đặt kế hoạch bổ sung khoảng 3.500 trạm BTS trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng đây là một kế hoạch thận trọng trước triển vọng tắt dần sóng 2G và tiến hành thương mại hóa 5G trong năm nay. Chúng tôi lưu ý rằng các giấy phép được phê duyệt để sử dụng các băng tần 900 MHz, 1.800 và 2.100 MHz sẽ hết hạn vào tháng 9/2024 (theo Bộ TT&TT) và Bộ TT&TT có kế hoạch ngừng hỗ trợ các thuê bao di động 2G, nhưng có thể xem xét gia hạn giấy phép 2 năm (từ ngày 16/9/2024 đến ngày 15/9/2026) cho băng tần 900 MHz để cung cấp dịch vụ 2G cho các thuê bao 3G và 4G không có chức năng VoLTE.

Biểu đồ 2: Viettel hiện đang sở hữu thị phần di động cao nhất trong nước



Nguồn: TowerXchange (dữ liệu tại thời điểm cuối Q3/2023)

Triển vọng lợi nhuận

Bảng 4: Ước tính lợi nhuận

Triệu đồng	2022	2023	2024F	Giá định
Cơ cấu doanh thu				
(i) Xây dựng	2.410.400	3.537.653	4.153.118	<ul style="list-style-type: none"> Xây dựng: Triển vọng tăng trưởng đến từ cả mảng xây dựng hạ tầng viễn thông và xây dựng dân dụng: <ul style="list-style-type: none"> ✓ Chúng tôi duy trì quan điểm về phạm vi phủ sóng 3G/4G cao hơn và thương mại hóa 5G trong năm 2024 sẽ hỗ trợ mảng xây dựng hạ tầng viễn thông. ✓ Do giá trị hợp đồng ký mới trong Q4/2023 cao hơn dự kiến (như đã đề cập ở trên), chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng xây dựng dân dụng sẽ tăng trưởng 19% svck trong năm 2024 (so với 5% svck trong dự báo trước đó của chúng tôi), dựa trên giả định của chúng tôi về mức tăng trưởng giá trị hợp đồng xây dựng đi ngang trong năm 2024. Chúng tôi lưu ý rằng CTR ký mới 287 tỷ đồng giá trị hợp đồng xây dựng (tăng 79% svck, theo ước tính của chúng tôi) trong tháng 1/2024. Chúng tôi cho rằng CTR sẽ ghi nhận kết quả vượt trội trong mảng này (so với triển vọng phục hồi chậm của ngành bất động sản) trong năm 2024 do công ty hướng đến thị trường ngách. Tăng trưởng mảng vận hành khai thác sẽ gắn liền với phạm vi phủ sóng 3G/4G cao hơn và thương mại hóa 5G. Giải pháp tích hợp sẽ được thúc đẩy chủ yếu bởi các giải pháp năng lượng mặt trời. Hạ tầng cho thuê: Chúng tôi giả định tổng số trạm BTS do CTR sở hữu sẽ tăng 70% svck, do yêu cầu nhiều trạm BTS hơn từ việc thương mại hóa 5G.
%svck	27,6%	46,8%	17,4%	
Xây dựng viễn thông	468.400	494.653	544.118	
%svck	-9,9%	5,6%	10,0%	
Xây dựng dân dụng	1.942.000	3.043.000	3.609.000	
%svck	41,9%	56,7%	18,6%	
(ii) Vận hành hạ tầng	4.894.443	5.531.854	6.085.039	
%svck	19,0%	13,0%	10,0%	
(iii) Giải pháp và hợp đồng tích hợp	1.442.588	1.462.332	1.681.681	
%svck	26,9%	1,4%	15,0%	
(iv) Dịch vụ kỹ thuật	308.212	331.665	381.415	
%svck	190,6%	7,6%	15,0%	
(v) Cho thuê hạ tầng viễn thông	314.242	435.448	663.881	
%svck	56,0%	38,6%	52,5%	
(v.1) BTS	204.538	343.624	571.687	
Số lượng BTS	4.286	6.436	10.936	
Số lượng tăng lên	1.865	2.150	4.500	
(v.2) Phủ sóng tòa nhà- DAS	16.379	17.035	17.035	
(v.3) Cáp quang	57.585	38.242	38.429	
(v.4) Điện áp mái	35.739	36.647	36.730	
Tổng doanh thu thuần	9.369.844	11.298.951	12.965.134	
%svck	25,8%	20,6%	14,7%	
Lợi nhuận gộp	741.121	885.790	1.054.748	<ul style="list-style-type: none"> Việc cải thiện biên lợi nhuận gộp sẽ phụ thuộc phần lớn vào mảng hạ tầng cho thuê (tạo ra 5% tổng doanh thu cho năm 2024 so với 4% cho năm 2023). Đối với NPATMI, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng 16,4% svck chủ yếu nhờ mảng xây dựng, vận hành khai thác và hạ tầng cho thuê.
%Biên LN gộp	7,9%	7,8%	8,1%	
Chi phí hoạt động và bán hàng	-189.042	-248.934	-296.940	
LNTT	554.882	645.450	751.760	
%svck	17,7%	16,3%	16,5%	
NPATMI	442.896	516.503	601.408	
%svck	18,0%	16,6%	16,4%	
% Biên NPATMI	4,7%	4,6%	4,6%	

Nguồn: SSI Research ước tính

Tóm tắt định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để phản ánh triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty. Phương pháp DCF của chúng tôi dựa trên WACC là 10,3%, lãi suất phi rủi ro là 4%, ERP là 9% và tốc độ tăng trưởng cuối kỳ là 1,5%.

Bảng 5: Giá mục tiêu của CTR theo pp định giá DCF

Triệu đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT (1-thuế suất)	677.246	804.636	928.965	1.015.398	1.085.104
Cộng: Khấu hao	403.270	543.570	572.393	568.719	494.462
Trừ: CAPEX	940.000	755.000	470.833	282.500	94.167
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	246.431	-157.576	-136.527	-45.436	20.466
Dòng tiền thuần của doanh nghiệp	-105.915	750.782	1.167.052	1.347.053	1.464.933
Giá trị cuối cùng					16.975.833
Giá trị hiện tại	-97.510	626.893	883.803	925.202	912.304
Giá thị cuối cùng tính về hiện tại					10.571.892
Tổng giá trị doanh nghiệp	15.640.435				
Giá trị vốn chủ sở hữu	14.066.834				
Giá mục tiêu (đồng)	123.000				

Nguồn: SSI Research

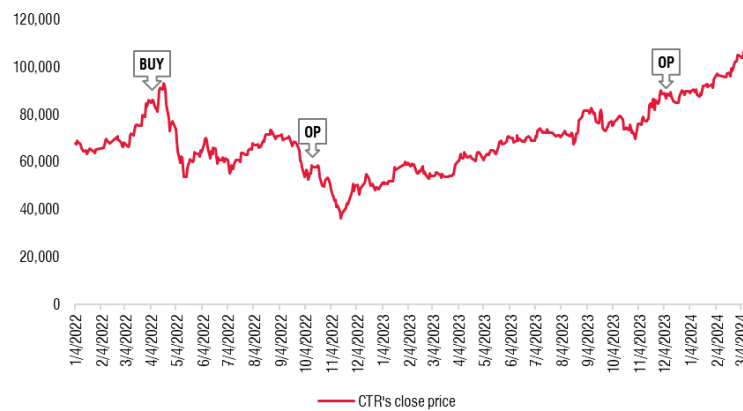
Giá mục tiêu tương ứng với P/E mục tiêu là 27,7x cho năm 2024 và 23,3x cho năm 2025. Chúng tôi cho rằng mức giá này là hợp lý nhờ dự báo tăng trưởng EPS dao động khoảng 16%-19% svck trong giai đoạn 2024-2025 (so với P/E towerco toàn cầu là 14,9x cho năm 2024 và 13,4x cho năm 2025 với mức tăng trưởng EPS dao động khoảng 9%-11% svck trong cùng giai đoạn), nhờ triển vọng thương mại hóa 5G tại Việt Nam. Hiện tại, CTR đang giao dịch ở mức P/E 2024 và 2025 lần lượt là 25,4x và 21,3x.

Yếu tố hỗ trợ đối với khuyến nghị:

- Theo Quy hoạch phát triển điện VIII (PDP VIII) đã được phê duyệt, Chính phủ Việt Nam có kế hoạch phát triển khoảng 2.600 MW công suất điện mặt trời áp mái tự sản tự tiêu trong năm 2030 (dành cho người tiêu dùng hộ gia đình và doanh nghiệp). Theo đó, Bộ Công Thương (BCT) hiện đang xây dựng cơ chế hỗ trợ nguồn điện này. Trong trường hợp cơ chế này được thông qua, chúng tôi cho rằng các giải pháp năng lượng mặt trời của CTR sẽ được hưởng lợi, dù mức độ đóng góp vẫn đang thấp (6% mảng giải pháp tích hợp).
- Giá trị hợp đồng xây dựng ký mới cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Việc trì hoãn thương mại hóa 5G và/hoặc tắt sóng 2G có thể ảnh hưởng đến tiến độ xây dựng trạm BTS, doanh thu và lợi nhuận liên quan đến mảng hạ tầng cho thuê cũng như triển vọng tăng trưởng của mảng vận hành khai thác và xây dựng hạ tầng viễn thông. Như đã đề cập ở trên, việc cải thiện biên lợi nhuận của CTR sẽ phụ thuộc phần lớn vào mảng cho thuê cơ sở hạ tầng.
- Giá trị hợp đồng trong mảng giải pháp tích hợp và xây dựng thấp hơn dự kiến.
- Việc khách hàng chậm thanh toán, đặc biệt là hoạt động xây dựng B2B, có thể tạo ra tác động kém tích cực đến chu kỳ và hiệu suất chuyển đổi tiền mặt.

Lịch sử khuyến nghị

Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	668	414	818	1.176
+ Đầu tư ngắn hạn	100	1.222	1.000	1.000
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.610	2.367	2.945	3.620
+ Hàng tồn kho	566	907	783	956
+ Tài sản ngắn hạn khác	69	85	81	93
Tổng tài sản ngắn hạn	3.013	4.994	5.627	6.845
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	461	373	285	181
+ Bất động sản đầu tư	364	563	829	1.470
+ Tài sản dài hạn dở dang	103	94	152	152
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	23	18	36	41
Tổng tài sản dài hạn	951	1.047	1.302	1.844
Tổng tài sản	3.963	6.041	6.929	8.689
+ Nợ ngắn hạn	2.488	4.133	4.541	5.696
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>31</i>	<i>1.197</i>	<i>1.191</i>	<i>1.733</i>
+ Nợ dài hạn	163	283	398	609
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>150</i>	<i>269</i>	<i>383</i>	<i>592</i>
Tổng nợ phải trả	2.652	4.416	4.938	6.305
+ Vốn góp	929	1.144	1.144	1.144
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	397	476	824	1.217
+ Quý khác	-15	4	23	23
Vốn chủ sở hữu	1.312	1.625	1.991	2.384
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	3.963	6.041	6.929	8.689
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	588	72	575	661
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-484	-1.520	-159	-940
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	60	1.194	-12	637
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	164	-254	404	359
Tiền đầu kỳ	504	668	414	818
Tiền cuối kỳ	668	414	818	1.176
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,21	1,21	1,24	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	0,96	0,97	1,05	1,02
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,31	0,4	0,4	0,38
Nợ ròng / EBITDA	-0,75	0,36	0,91	-0,04
Khả năng thanh toán lãi vay	74,34	25,09	8,53	8,93
Ngày phải thu	84,5	77,5	85,8	92,4
Ngày phải trả	29,7	19,6	19,5	21,5
Ngày tồn kho	33,1	31,1	29,6	26,6
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,33	0,27	0,29	0,27
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,67	0,73	0,71	0,73
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,02	2,72	2,48	2,64
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,45	0,1	0,12	-0,06
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,74	0,6	0,73

Nguồn: CTR, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	7.447	9.370	11.299	12.965
Giá vốn hàng bán	-6.819	-8.629	-10.413	-11.910
Lợi nhuận gộp	628	741	886	1.055
Doanh thu hoạt động tài chính	13	27	105	94
Chi phí tài chính	-7	-24	-94	-96
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-161	-189	-249	-297
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	473	555	648	755
Thu nhập khác	-1	0	-2	-3
Lợi nhuận trước thuế	472	555	645	752
Lợi nhuận ròng	375	443	517	601
Lợi nhuận chia cho cổ đông	375	443	517	601
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	3.426	3.288	3.811	4.438
Giá trị sổ sách (VND)	14.116	14.204	17.404	20.842
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000	2.919	1.000	1.000
EBIT	478	578	731	847
EBITDA	633	786	989	1.250
Tăng trưởng				
Doanh thu	17,1%	25,8%	20,6%	14,7%
EBITDA	45,4%	24,1%	25,9%	26,3%
EBIT	38,5%	20,9%	26,5%	15,8%
Lợi nhuận ròng	36,9%	18,0%	16,6%	16,4%
Vốn chủ sở hữu	23,6%	23,9%	22,5%	19,8%
Vốn điều lệ	29,5%	23,1%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	2,2%	52,4%	14,7%	25,4%
Định giá				
PE	25,6	15,3	24,1	25,4
PB	6,2	3,5	5,3	5,4
Giá/Doanh thu	1,1	0,6	0,9	1
Tỷ suất cổ tức	1,1%	5,8%	1,1%	0,9%
EV/EBITDA	11,9	7,1	10,4	10,1
EV/Doanh thu	1	0,6	0,9	1
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,4%	7,9%	7,8%	8,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	6,3%	5,9%	5,6%	5,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,0%	4,7%	4,6%	4,6%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,2%	2,0%	2,2%	2,3%
ROE	31,6%	30,2%	28,6%	27,5%
ROA	9,6%	8,9%	8,0%	7,7%
ROIC	29,3%	20,1%	17,6%	16,4%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành CNTT

Bạch Chân Mãn

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3062

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043