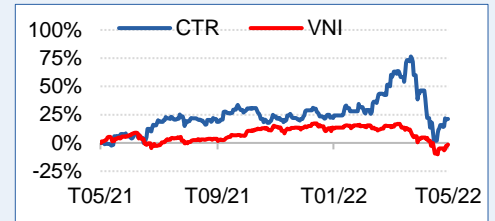


# Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR) [MUA +42,5%]

Cập nhật

Ngành	Hạ tầng viễn thông		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	30/05/2022	Tăng trưởng DT	17,1%	21,5%	20,9%	19,2%
Giá hiện tại	82.400VND	Tăng trưởng EPS	35,6%	27,8%	13,4%	23,8%
Giá mục tiêu	116.400VND	TT EBITDA	49,2%	35,3%	38,3%	30,6%
Giá mục tiêu gần nhất	115.300VND	Biên LN ròng	5,0%	5,3%	5,0%	5,2%
TL tăng	+41,3%	Biên EBITDA	8,4%	9,3%	10,6%	11,7%
Lợi suất cổ tức	1,2%	EV/EBITDA	11,4x	8,4x	6,1x	4,6x
Tổng mức sinh lời	+42,5%	P/E	24,4x	19,0x	16,8x	13,6x



			CTR	Peers	VNI
GT vốn hóa	330tr USD	P/E (trượt)	23,3x	11,6x	13,8x
Room KN	142tr USD	EV/EBITDA (trượt)	10,9x	9,0x	12,5x
GTGD/ngày (30n)	3,7tr USD	Nợ ròng/CSH	-0,3x	1,9x	N/A
Cổ phần Nhà nước	65,7%	ROE	31,4%	12,6%	15,9%
SL cổ phiếu lưu hành	92,9 tr	ROA	10,4%	4,9%	2,6%
Pha loãng	92,9 tr				

### Tổng quan về công ty

Viettel Construction 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, tích hợp hệ thống và cho thuê hạ tầng chủ yếu cho các nhà mạng viễn thông. CTR đặt mục tiêu trở thành công ty cho thuê hạ tầng viễn thông lớn nhất Việt Nam vào năm 2025.

Đào Danh Long Hà, CFA  
Chuyên viên cao cấp

Hoàng Nam  
Trưởng phòng

## Định giá hấp dẫn trong khi triển vọng tăng trưởng cao

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA khi chúng tôi kỳ vọng Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR) sẽ tận dụng được mức tiêu thụ dữ liệu di động đang gia tăng của Việt Nam nhờ hoạt động kinh doanh cho thuê hạ tầng viễn thông (towerco) có mức sinh lời cao. Ngoài ra, các mảng Xây dựng và Tích hợp hệ thống của CTR đang phát triển nhanh chóng nhờ chuyên môn kỹ thuật vững chắc của CTR.
- Chúng tôi duy trì giá mục tiêu gần như không thay đổi do điều chỉnh giảm 9% tổng EBITDA giai đoạn 2022-2024 do chi phí đầu tư của mảng towerco thấp hơn dự kiến - và tương ứng là giá thuê - được bù đắp bởi (1) vốn đầu tư thấp hơn và (2) cập nhật mô hình định giá của chúng tôi từ cuối 2022 đến giữa năm 2023.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EBITDA 35% cho giai đoạn 2021-2024 - dẫn dắt bởi mức CAGR 70% trong mảng towerco - khi chúng tôi dự báo CTR sẽ gia tăng số lượng tháp tự sở hữu từ 2.500 vào cuối năm 2021 lên 9.400 trạm vào cuối năm 2024. Chúng tôi dự báo tỷ lệ đóng góp vào EBITDA của mảng towerco sẽ tăng từ 22% vào năm 2021 lên 44% vào năm 2024.
- Chúng tôi cho rằng EV/EBITDA giai đoạn 2022-2023 của CTR là 8,4/6,1 lần là hấp dẫn do triển vọng tăng trưởng EBITDA mạnh mẽ và đóng góp ngày càng tăng từ towerco. Dựa trên dữ liệu của Bloomberg, các thị trường châu Á mới nổi/phát triển có EV/EBITDA trung bình trong 5 năm lần lượt là 12 lần/23 lần.
- Các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng chính: Tập đoàn mẹ Viettel thực hiện kế hoạch chuyển nhượng tối đa 15.000 trong tổng số khoảng 45.000 trạm viễn thông cho CTR vào năm 2022-2025; nhu cầu di động thấp hơn nhờ triển khai 5G nhanh chóng.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dữ liệu di động chậm; Viettel ưu tiên sở hữu trạm viễn thông thay vì thuê ngoài cho CTR; không muốn chia sẻ trạm giữa các công ty viễn thông.

### EBITDA mảng Towerco tăng mạnh nhờ các trạm viễn thông mới và cải thiện tỷ lệ cho thuê.

Chúng tôi dự báo số trạm của CTR sẽ tăng lên khoảng 4.800/9.400 trạm vào 2022/2024, dựa trên giả định của chúng tôi rằng (1) Viettel sẽ tiếp tục tăng dung lượng mạng di động để phục vụ nhu cầu tiêu thụ dữ liệu ngày càng tăng của Việt Nam và (2) CTR sẽ sở hữu ít nhất khoảng 60% -70% tổng số trạm viễn thông mới của Viettel. Ngoài ra, CTR có kế hoạch gia tăng các tài sản cơ sở hạ tầng viễn thông khác như hệ thống ăng ten phân phối và cáp quang.

**Các dịch vụ thông minh và đóng góp ngày càng lớn từ việc xây dựng khu dân dụng sẽ giúp thúc đẩy mảng tích hợp hệ thống (SI) và xây dựng.** Trong giai đoạn 2021-2024, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EBITDA lần lượt là 25% và 27% cho các mảng xây

dựng và SI. Lợi thế cạnh tranh của CTR bao gồm chuyên môn kỹ thuật chuyên sâu, năng lực triển khai mạnh, và sự hiện diện rộng khắp Việt Nam nhờ vào hoạt động kinh doanh cơ sở hạ tầng viễn thông hàng đầu của CTR.

**Việc mở rộng mạng lưới viễn thông của Viettel thúc đẩy mảng vận hành của CTR.** Chúng tôi dự báo CAGR EBITDA 14% trong giai đoạn 2021-2024 cho mảng này, chủ yếu nhờ vào việc mở rộng mạng lưới viễn thông di động của Viettel trong nước cùng với đóng góp từ thị trường nước ngoài. Chúng tôi kỳ vọng mạng viễn thông di động và cố định trong nước của Viettel sẽ tăng trưởng theo tỷ lệ trung bình 5-15% tương ứng mỗi năm.

KQLN (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>7.447</b>	<b>9.049</b>	<b>10.944</b>	<b>13.048</b>
Giá vốn hàng bán	-6.819	-8.260	-10.008	-11.893
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>628</b>	<b>789</b>	<b>935</b>	<b>1.155</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-161	-190	-230	-274
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>467</b>	<b>599</b>	<b>705</b>	<b>881</b>
Thu nhập tài chính	13	30	31	37
Chi phí tài chính	-7	-24	-52	-70
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-6	-24	-52	-70
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-1	-1	-1	-1
<b>LNTT</b>	<b>472</b>	<b>603</b>	<b>684</b>	<b>846</b>
Thuế TNDN	-96	-123	-140	-173
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>375</b>	<b>480</b>	<b>544</b>	<b>673</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>375</b>	<b>480</b>	<b>544</b>	<b>673</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>375</b>	<b>480</b>	<b>544</b>	<b>673</b>

EBITDA	623	843	1.165	1.521
EPS báo cáo, VND	3.384	4.326	4.906	6.073
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	3.384	4.326	4.906	6.073
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> , VND	3.384	4.326	4.906	6.073
DPS, VND	1.000	1.300	1.400	1.800
DPS/EPS (%)	29,6%	30,1%	28,5%	29,6%

(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	17,1%	21,5%	20,9%	19,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	49,2%	35,3%	38,3%	30,6%
Tăng trưởng LNNTT	36,6%	27,8%	13,4%	23,8%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	35,6%	27,8%	13,4%	23,8%

Khả năng sinh lời	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN gộp %	8,4%	8,7%	8,5%	8,9%
Biên LN từ HĐ %	6,3%	6,6%	6,4%	6,8%
Biên EBITDA	8,4%	9,3%	10,6%	11,7%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,0%	5,3%	5,0%	5,2%
ROE %	31,6%	32,7%	30,4%	31,0%
ROA %	9,6%	10,4%	9,2%	9,3%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2021	2022F	2023F	2024F
Số ngày tồn kho	33,1	27,7	27,7	27,9
Số ngày phải thu	54,6	48,2	47,8	47,2
Số ngày phải trả	30,4	20,0	20,0	20,2
TG luân chuyển tiền	57,3	55,9	55,5	54,9

Thanh khoản	2021	2022F	2023F	2024F
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,1	1,1	1,1
CS thanh toán nhanh	1,0	0,9	0,9	0,9
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	0,0	0,1	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,1	0,3	0,3	0,3
Nợ/Vốn CSH	-0,4	-0,1	0,1	0,1
Khả năng thanh toán lãi vay	72,7	24,5	13,7	12,5

Nguồn: Dữ liệu công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương	666	613	742	884
Đầu tư TC ngắn hạn	100	100	100	100
Các khoản phải thu	1.079	1.311	1.556	1.819
Hàng tồn kho	567	687	832	989
TS ngắn hạn khác	621	755	913	1.088
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>3.034</b>	<b>3.466</b>	<b>4.142</b>	<b>4.880</b>
TS dài hạn (gộp)	1.308	2.356	3.556	4.730
- Khấu hao lũy kế	-381	-624	-1.084	-1.724
TS dài hạn (ròng)	928	1.731	2.472	3.006
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	16	10	2	-7
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>944</b>	<b>1.741</b>	<b>2.474</b>	<b>2.998</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.978</b>	<b>5.207</b>	<b>6.616</b>	<b>7.878</b>
Phải trả ngắn hạn	416	504	610	725
Nợ ngắn hạn	31	37	45	53
Nợ ngắn hạn khác	2.055	2.498	3.020	3.601
Tổng nợ ngắn hạn	2.502	3.038	3.675	4.380
Nợ dài hạn	150	534	970	1.094
Nợ dài hạn khác	14	14	14	14
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.665</b>	<b>3.586</b>	<b>4.659</b>	<b>5.487</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Vốn cổ phần	929	929	929	929
Lợi nhuận giữ lại	383	692	1.028	1.462
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.313</b>	<b>1.622</b>	<b>1.957</b>	<b>2.391</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.978</b>	<b>5.207</b>	<b>6.616</b>	<b>7.878</b>
Số cp lưu hành cuối năm, tr	92,9	92,9	92,9	92,9
Số cp quỹ, tr	0,0	0,0	0,0	0,0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>504</b>	<b>666</b>	<b>613</b>	<b>742</b>
Lợi nhuận sau thuế	375	480	544	673
Khấu hao	155	244	460	640
Thay đổi vốn lưu động	-40	44	82	100
Điều chỉnh khác	95	-78	-88	-109
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>585</b>	<b>690</b>	<b>997</b>	<b>1.304</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-395	-1.047	-1.200	-1.174
Đầu tư	-88	7	8	9
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-483</b>	<b>-1.041</b>	<b>-1.192</b>	<b>-1.164</b>
Cổ tức đã trả	-72	-93	-121	-130
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	31	6	8	8
Tăng (giảm) nợ dài hạn	132	384	437	123
Tiền từ các hoạt động TC khác	-31	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>60</b>	<b>298</b>	<b>324</b>	<b>2</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>162</b>	<b>-53</b>	<b>128</b>	<b>142</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>666</b>	<b>613</b>	<b>742</b>	<b>884</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về 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 VCSC

**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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 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 Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123**  
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124**  
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185  
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

#### Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

**Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363  
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán

#### 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@vcsc.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

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

#### Nguyễn Quốc Dũng

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

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

**Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364**  
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

**Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140**  
- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135  
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Vật liệu và Công nghiệp

**Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147**  
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

## Khuyến cáo

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