

**CTR – TRUNG LẬP**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 24/02/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	56.800
KLGD TB 10 ngày	143.870
Vốn hoá (tỷ đồng)	6.554
Số lượng CPLH	114.385.879

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

**Phạm Hồng Quân**  
phquan@vcbs.com.vn  
+(84-24) 3219 1051 ext 218

**Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS**

<https://www.vcbs.com.vn/en/analysis-center/detail-report>

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**HẠ TẦNG 5G SẼ CẦN THÊM THỜI GIAN ĐỂ TRIỂN KHAI**

- **Mảng vận hành khai thác duy trì đóng góp dòng tiền tích cực:** Mặc dù tăng trưởng chậm lại, mảng VHKT dự báo vẫn duy trì mức tăng trưởng trên 10%/ năm trong ít nhất 2-3 năm tới và đóng góp 300 – 400 tỷ đồng dòng tiền mỗi năm cho CTR .
- **Dư địa tăng trưởng dồi dào từ lĩnh vực xây dựng, dịch vụ dân dụng** nhờ: (1) Quy mô thị trường lớn; (2) Lợi thế từ độ phủ tới các địa phương; (3) Thị trường cung cấp dịch vụ xây lắp nhà ở riêng lẻ và sửa chữa, tích hợp thiết bị hộ gia đình chưa có nhiều sự tham gia của các doanh nghiệp chuyên nghiệp.
- **4G sẽ vẫn là động lực chủ đạo đối với mảng hạ tầng cho thuê:** Hạ tầng 5G nhiều khả năng sẽ chưa thể đẩy mạnh triển khai trong giai đoạn 2023-2024. Động lực tăng trưởng chủ yếu sẽ vẫn đến từ nhu cầu mở rộng hạ tầng phát sóng 4G của Viettel.
- **Áp lực gia tăng chi phí lãi vay trong giai đoạn 2023-2024** cùng với sự gia tăng quy mô nợ vay tài chính và việc tham gia mạnh vào các lĩnh vực thâm hụt dòng tiền, qua đó tác động tiêu cực đến hiệu quả lợi nhuận.

**Đánh giá:** VCBS đánh giá CTR còn nhiều dư địa để duy trì mức tăng trưởng tích cực trong dài hạn. Tuy vậy, trong 1-2 năm tới tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp dự báo sẽ chịu áp lực nhất định từ chi phí lãi vay gia tăng, khó khăn của thị trường BĐS và việc phát triển hạ tầng 5G sẽ cần thêm thời gian để triển khai.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2023 của CTR đạt **11.040 tỷ đồng (+17,8% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **508 tỷ đồng (+14,3% yoy)**, tương ứng với EPS là **4.440 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CTR với mức định giá hợp lý là **54.254 VNĐ/ cổ phiếu**.

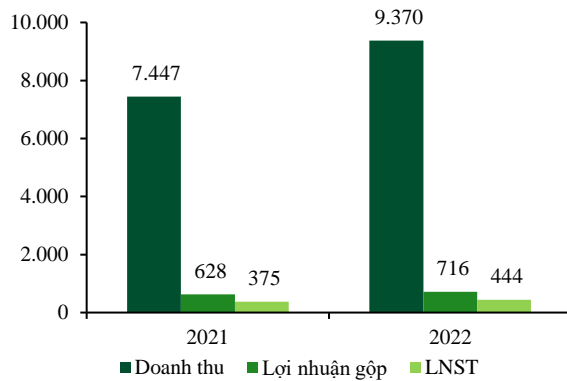
Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	7.447	9.370	11.040	12.545
+/- yoy (%)	17,10%	25,82%	17,83%	13,63%
LN thuộc về cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	375	444	508	585
+/- yoy (%)	36,87%	18,41%	14,29%	15,26%
ROA (%)	9,47%	7,33%	6,68%	6,89%
ROE (%)	28,61%	27,33%	25,15%	23,61%
EPS - TTM (đồng)	4.038	3.884	4.440	5.117

## CẬP NHẬT KQKD

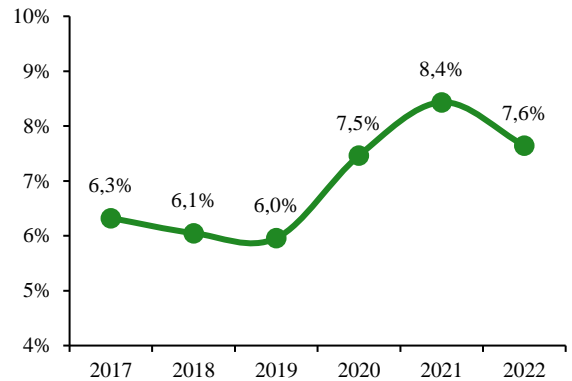
**Trong năm 2022, CTR ghi nhận doanh thu thuần đạt 9.370 tỷ đồng (+25,8% yoy).** Các lĩnh vực xây lắp, thương mại và dịch vụ kỹ thuật ghi nhận sự bùng nổ và đóng góp lớn vào tăng trưởng doanh thu năm 2022 nhờ: (1) Hoạt động đầu tư hạ tầng viễn thông của Viettel nổi lại sau giai đoạn giãn cách và hiện tượng thiếu hụt linh kiện điện tử dần được kiểm soát; (2) CTR tiếp tục đẩy mạnh tham gia lĩnh vực xây dựng dân dụng và các dịch vụ kỹ thuật kèm theo.

**LNST năm 2022 đạt 444 tỷ đồng, tăng trưởng 18,4% so với năm 2021.** Biên lợi nhuận giảm nhẹ so với cùng kỳ khi: (1) Mạng xây lắp chịu áp lực suy giảm biên lợi nhuận do gia tăng mức đóng góp từ lĩnh vực xây dựng dân dụng (có biên lợi nhuận thấp) và xu hướng tăng giá vật liệu trong kỳ; (2) Chi phí lãi vay tăng đáng kể khi CTR gia tăng huy động nợ vay cho kế hoạch đầu tư hạ tầng cho thuê.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của CTR (đv: tỷ đồng)**



**Hình 2: Biên lợi nhuận gộp của CTR**



Nguồn: CTR, VCBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

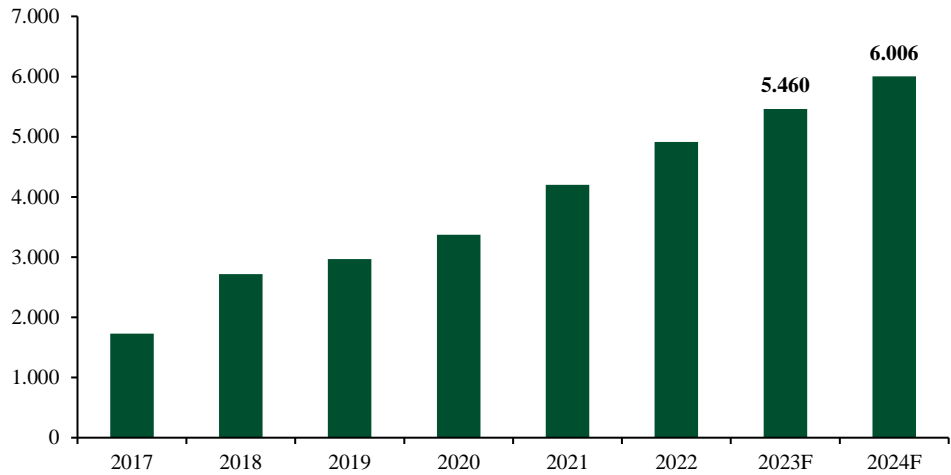
### Mạng vận hành khai thác duy trì đóng góp dòng tiền tích cực

Từ năm 2017, CTR bắt đầu dần tiếp quản hoạt động vận hành khai thác (VHKT) hệ thống trạm viễn thông thuộc tập đoàn Viettel. Mặc dù có biên lợi nhuận gộp không cao (khoảng trên 5%), mạng kinh doanh trên mang đến động lực lớn về lợi nhuận và dòng tiền cho doanh nghiệp nhờ:

- Quy mô doanh thu lớn.
- Khả năng tạo dòng tiền tốt nhờ: (1) Phần lớn chi phí (chủ yếu là lương người lao động, chi phí vận hành) không phải thanh toán sớm; (2) Không có áp lực đầu tư tài sản lưu động.

Trong 2-3 năm tới, VCBS đánh giá mạng VHKT có thể tăng trưởng chậm lại xét đến: (1) Viettel về cơ bản đã hoàn thành quá trình tái cơ cấu vai trò các đơn vị thành viên và chuyển giao phần lớn hoạt động vận hành hệ thống viễn thông cho CTR; (2) Tốc độ mở rộng hệ thống hạ tầng viễn thông của Viettel chậm lại khi Tập đoàn đã đạt độ phủ khá tốt và chưa đẩy mạnh đầu tư hạ tầng 5G.

**Hình 3: Doanh thu mảng VHKT của CTR (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: CTR, VCBS*

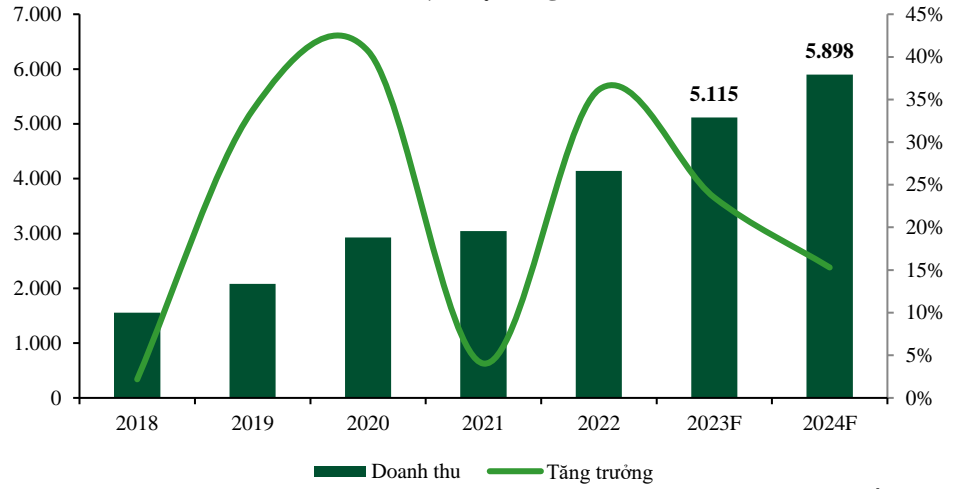
Tuy vậy mảng kinh doanh trên dự báo vẫn duy trì mức tăng trưởng trên 10%/ năm trong ít nhất 2-3 năm tới và đóng góp 300 – 400 tỷ đồng dòng tiền mỗi năm cho CTR, đặc biệt khi doanh nghiệp đã hoàn tất đầu tư đội xe ứng cứu thông tin và không có nhu cầu đầu tư trong vài năm tới. Đây là nguồn lực quan trọng để CTR mở rộng lĩnh vực kinh doanh và đẩy mạnh đầu tư hạ tầng cho thuê.

**Dur địa tăng trưởng dồi dào từ lĩnh vực xây dựng, dịch vụ dân dụng**

Tiền thân từ đơn vị xây lắp công trình viễn thông thuộc Tập đoàn Viettel, CTR đã dần mở rộng phạm vi kinh doanh sang các lĩnh vực: (1) Xây dựng dân dụng, (2) Cung cấp dịch vụ kỹ thuật, sửa chữa và tích hợp thiết bị cho hộ gia đình, khu đô thị. Mặc dù chịu áp lực nhất định do sự chững lại của thị trường bất động sản và môi trường tín dụng thắt chặt, chúng tôi cho rằng các mảng kinh doanh trên có thể đóng góp hơn 5.000 tỷ đồng doanh thu trong năm 2023 xét đến:

- Cơ cấu tài chính khỏe mạnh, mức đòn bẩy nợ vay còn thấp và dòng tiền dồi dào từ các hoạt động kinh doanh truyền thống giúp CTR còn nhiều dư địa trong việc gia tăng sử dụng nợ vay để tham gia thị trường.
- Lợi thế từ độ phủ lớn và hệ thống các cơ sở, nhân sự và chuỗi cung ứng đã được thiết lập tại hầu hết các địa phương.
- Thị trường cung cấp dịch vụ xây lắp nhà ở riêng lẻ và sửa chữa, tích hợp thiết bị hộ gia đình hiện chủ yếu được nắm giữ bởi các đơn vị kinh doanh nhỏ lẻ trên địa bàn, gần như chưa có sự tham gia của các doanh nghiệp chuyên nghiệp do hạn chế về phân bổ nguồn lực. Đây là lợi thế lớn cho các doanh nghiệp tiên phong như CTR khi đưa các dịch vụ trên lên nền tảng số với chất lượng được chuẩn hóa.

**Hình 4: Doanh thu các mảng xây lắp, thương mại và dịch vụ kỹ thuật của CTR (đv: tỷ đồng)**



Nguồn: CTR, VCBS

**Hoạt động cho thuê hạ tầng viễn thông: 4G sẽ vẫn là động lực chủ đạo**

Mảng hạ tầng cho thuê (HTCT) – tại đây CTR đầu tư xây dựng hạ tầng viễn thông như trạm BTS, hệ thống DAS,... và cho các nhà mạng thuê (chủ yếu là Tập đoàn Viettel), dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng chủ đạo và gia tăng mạnh mẽ mức đóng góp trong cơ cấu lợi nhuận nhờ đặc điểm biên lợi nhuận tích cực và còn nhiều dư địa để duy trì mức tăng trưởng cao.

Lĩnh vực HTCT của CTR kì vọng sẽ ghi nhận sự bùng nổ khi Viettel bắt đầu quá trình đầu tư hạ tầng 5G xét đến:

- Với đặc điểm bước sóng ngắn và không thể truyền tải đi xa, hệ thống viễn thông 5G yêu cầu mật độ bao phủ và số lượng các trạm BTS cao hơn nhiều so với thế hệ trước đó.
- Trong chu kỳ phát triển mới, Viettel và các nhà mạng chủ trương hạn chế tự đầu tư hệ thống hạ tầng phát sóng mà tập trung phát triển, cải thiện dịch vụ viễn thông, qua đó mang đến dư địa lớn cho các doanh nghiệp kinh doanh HTCT trong đó có CTR.

**Bảng 1: So sánh công nghệ 5G và 4G**

Tiêu chí	4G	5G
Tốc độ	100 – 300 Mbp/s	<b>10 – 30 Gbp/s</b>
Độ trễ (ping)	200 Ms	<b>1 Ms</b>
Khả năng hỗ trợ kết nối	4.000 thiết bị/ km2	<b>1.000.000 thiết bị/ km2</b>
Tần số	< 6 GHz	<b>&gt; 30 GHz</b>
Khoảng cách truyền tải của sóng	3 – 6 km	<b>500 m</b>
Mật độ trạm BTS yêu cầu	8 – 10 trạm/ km2	<b>40 – 50 trạm/ km2</b>

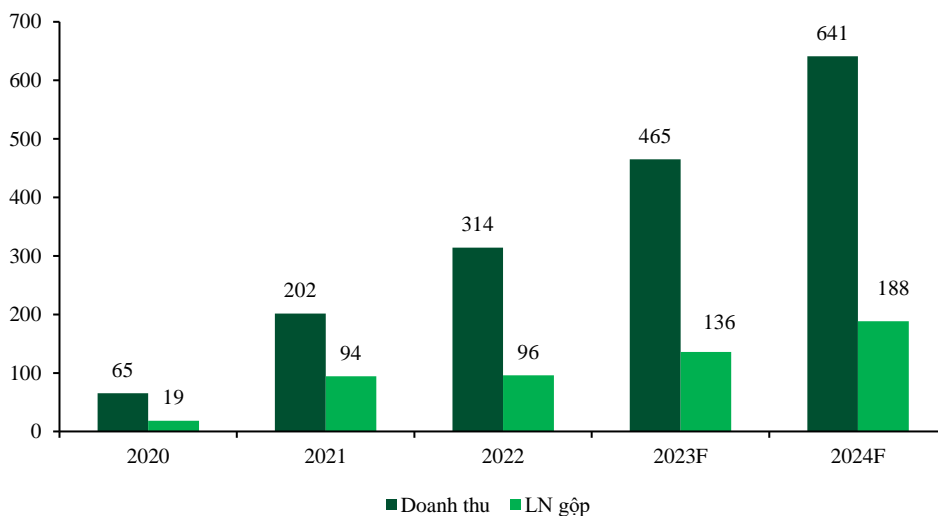
Nguồn: VCBS tổng hợp

Tuy vậy, VCBS đánh giá việc đầu tư hạ tầng 5G nhiều khả năng sẽ chưa thể đẩy mạnh triển khai trong giai đoạn 2023-2024 do các yếu tố:

- Tiến trình đấu giá băng tần dành cho 5G chậm trễ ảnh hưởng lớn đến thủ tục, tiến trình đầu tư và mua sắm thiết bị của các nhà mạng.
- Thực tế nhu cầu 5G tại Việt Nam còn tương đối hạn chế xét đến: (1) Ưu điểm vượt trội của 5G (Tốc độ cao, độ trễ thấp và khả năng kết nối số lượng lớn thiết bị cùng lúc) chủ yếu có ý nghĩa ứng dụng lớn đối với các hệ thống công nghệ cao như xe tự lái, giao thông thông minh, Internet vạn vật (IOT), Robot,... - vốn đang ở mức độ phát triển khá thấp tại Việt Nam; (2) Phần lớn nhu cầu về sử dụng dung lượng di động của người dùng Việt Nam vẫn có thể đáp ứng bởi 4G.
- Mức đầu tư hệ thống 5G cao hơn nhiều so với 4G và chỉ có thể ứng dụng hiệu quả khi đã bỏ trí hạ tầng tương đối đầy đủ với mật độ phân bố cao, do vậy các nhà mạng sẽ cần trọng hơn để phát triển cân đối với nhu cầu.

Trong 1-2 năm tới, động lực tăng trưởng chủ yếu trong mảng HTCT của CTR sẽ vẫn đến từ nhu cầu mở rộng hạ tầng phát sóng 4G của Viettel để gia tăng độ phủ và đảm bảo băng thông. VCBS dự phóng CTR có thể hoàn thành đồng bộ 2.000 – 3.000 trạm BTS mới mỗi năm và duy trì mức tăng trưởng doanh thu khoảng 30 – 40%/ năm.

**Hình 5: KQKD mảng HTCT của CTR (đv: tỷ đồng)**



Nguồn: CTR, VCBS

### Áp lực gia tăng chi phí lãi vay trong giai đoạn 2023-2024

Mặc dù mở ra tiềm năng tăng trưởng mới, việc mở rộng lĩnh vực kinh doanh đang ảnh hưởng không nhỏ đến dòng tiền và cơ cấu tài chính của CTR khi:

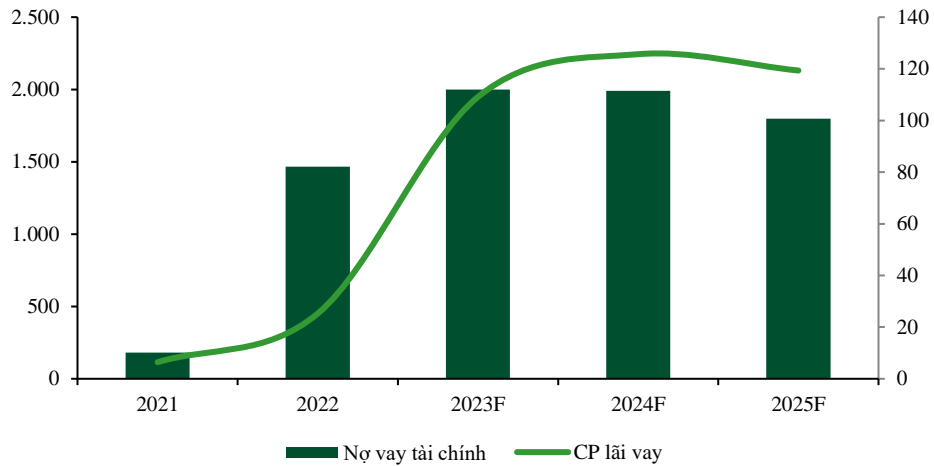
- Mạng xây dựng dân dụng và thương mại có đặc điểm thâm hụt dòng tiền lớn và đặt áp lực vay nợ lên nhà thầu. Ngoài ra, CTR có thể chịu rủi ro trích lập dự phòng trong năm 2023 trong trường hợp một số chủ đầu tư BĐS gặp khó khăn về dòng tiền và chậm tiến độ thanh toán công nợ.
- Mặc dù có hiệu quả vận hành tạo dòng tiền tốt, mảng đầu tư HTCT sẽ ảnh hưởng đáng kể đến

tình hình tài chính của CTR trong ít nhất 3-5 năm tới do nhu cầu giải ngân đầu tư lớn trong giai đoạn đầu.

- Các mảng kinh doanh tạo dòng tiền truyền thống (VHKT, xây lắp viễn thông) tăng trưởng chậm lại.

Với việc quy mô nợ vay tăng mạnh trong nửa cuối 2022, CTR dự báo sẽ ghi nhận chi phí lãi vay gia tăng đáng kể từ năm 2023 (đặc biệt trong môi trường lãi suất neo cao) và tác động tiêu cực đến hiệu quả lợi nhuận của doanh nghiệp.

**Hình 6: Quy mô nợ vay tài chính và chi phí lãi vay của doanh nghiệp (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: CTR, VCBS*

## **KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Cùng với xu hướng phát triển hạ tầng viễn thông, vị thế vượt trội trong ngành và quy mô thị trường còn lớn tại phần lớn các lĩnh vực kinh doanh, VCBS đánh giá CTR còn nhiều dư địa để duy trì mức tăng trưởng tích cực trong dài hạn. Tuy vậy, trong 1-2 năm tới tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp dự báo sẽ chịu áp lực nhất định từ chi phí lãi vay gia tăng, khó khăn của thị trường BĐS và việc phát triển hạ tầng 5G sẽ cần thêm thời gian để triển khai.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2023 của CTR đạt **11.040 tỷ đồng (+17,8% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **508 tỷ đồng (+14,3% yoy)**, tương ứng với EPS là **4.440 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CTR với mức định giá hợp lý là **54.254 VNĐ/ cổ phiếu**.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Giám đốc

Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**

Trưởng phòng

Phân tích Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

**Phạm Hồng Quân**

Chuyên viên cao cấp

Phân tích Doanh nghiệp

phquan@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**