Ngành : Công nghệ thông tin – Viễn thông

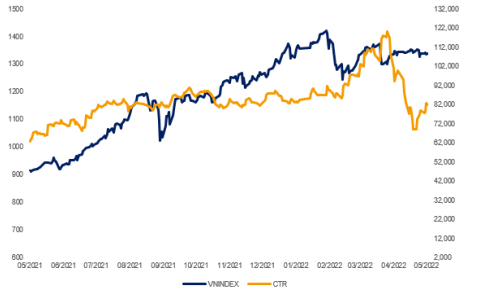
Khuyến nghị MUA — Tổng CTCP Công trình Viettel (HSX: CTR)

Giá hiện tại:	82,400	Ngày viết báo cáo:	27/05/2022	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước đây		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	92	Tập đoàn Viettel	50.7%
Giá mục tiêu mới:	94,500	Vốn hóa (tỷ đồng)	8,214		
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân 10 phiên:	978,880		
Tiềm năng tăng giá	**16%**	Sỡ hữu nước ngoài	6.19%		

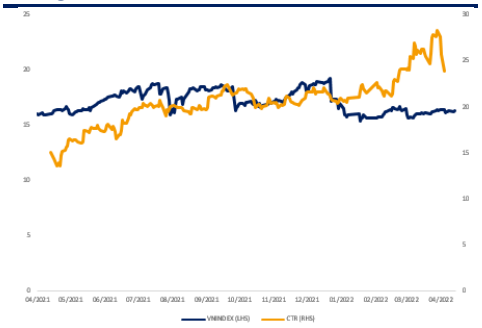
Chuyên viên phân tích ngành:
Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA
(Công nghệ, Thủy sản, Dệt may)
tuntc@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Phạm Thanh Thảo
thaopt@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: VND
Giá cắt lỗ: VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTR với giá mục tiêu 94,500 đồng, (+16% so với mức giá ngày 27/05/2022) cho năm 2022 dựa trên hai phương pháp FCFE và PE với tỷ trọng 50%/50%.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2022

- BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2022 của CTR lần lượt ước đạt 8,578 tỷ đồng (+15.2% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 462 tỷ đồng (+23.2% YoY). EPS FW 2022 = 4,875 đồng. PE FW 2022 = 15.8 lần.

Kế hoạch kinh doanh năm 2022

- CTR đặt kế hoạch doanh thu năm 8,586 tỷ (+15% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 414 tỷ (+10% YoY).

Triển vọng kinh doanh năm 2022

- **Nhóm hoạt động kinh doanh thuộc ngành Viễn thông:** Xây dựng Viễn thông suy giảm cho nhu cầu mới thấp, Vận hành khai thác và ứng cứu thông tin tăng trưởng từ thị trường nước ngoài, Hạ tầng cho thuê (TowerCo) tăng trưởng cao khi công ty tăng số lượng trạm và cải thiện tỷ lệ dùng chung.
- **Nhóm hoạt động kinh doanh ngoài ngành Viễn thông**: Xây dựng dân dụng kỳ vọng đi ngang khi giá vật liệu xây dựng neo cao, Giải pháp tích hợp chưa được hưởng lợi từ các dự án năng lượng.

Rủi ro

- Rủi ro liên quan đến hoạt động kinh doanh tại nước ngoài
- Rủi ro liên quan đến tiến độ triển khai 5G tại Việt Nam
- Rủi ro liên quan đến giá vật liệu xây dựng tăng cao

Cập nhật doanh nghiệp

- Kết thúc quý 1 năm 2022, CTR ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 2,001 tỷ (+14.3% YoY) và 89 tỷ (+24.7% YoY). Việc biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ (đạt 7.5% từ mức 7.0% cùng kỳ) và tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp giảm nhẹ (đạt 1.9% từ mức 2.0% cùng kỳ) giúp cho lợi nhuận tăng trưởng tốt hơn doanh thu.

	2021	2022F	Peer	VN-Index
PE (x)	17.9	18.2	12.8	13.8
PB (x)	4.7	5.1	2.6	2.1
PS (x)	0.7	0.9	4.9	1.8
ROE (%)	31.6%	30.1%	16.7%	15.7%
ROA (%)	9.6%	10.5%	5.7%	2.5%

	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	6,359	7,446	8,578	9,894
Lợi nhuận gộp	474	627	760	926
Lợi nhuận sau thuế	274	375	462	571
EPS	3,892	4,038	4,875	6,024
Tăng trưởng EPS	31%	4%	21%	24%
Nợ ròng/ VCSH	266%	202%	172%	150%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR) được thành lập vào năm 1995, thuộc hệ sinh thái của Tập đoàn Công nghiệp – Viễn thông Quân đội. Trong giai đoạn đầu, CTR tham gia thi công móng cột và lắp đặt cột anten, sau đó, công ty phụ trách xây lắp hạ tầng cơ sở mạng viễn thông trong nước và quốc tế của Viettel bao gồm hạ tầng 2G và 3G. Năm 2017, công ty mở rộng sang lĩnh vực mới: vận hành khai thác và phụ trách vận hành, bảo dưỡng, ứng cứu hạ tầng mạng viễn thông của Viettel.

Trải qua 27 năm hoạt động và phát triển, CTR duy trì theo đuổi chiến lược:

+ Tiếp tục phát triển các dịch vụ trong ngành viễn thông: vận hành, cho thuê hạ tầng, …

+ Mở rộng các ngành nghề mới: xây dựng dân dụng, giải pháp tích hợp, tư vấn dịch vụ, …

Nhìn chung, các lĩnh vực kinh doanh (truyền thống và mới) của CTR đều xoay quanh một hệ sinh thái với khởi đầu từ chuyên môn của công ty trong lĩnh vực Viễn thông:

+ Kinh nghiệm trong xây dựng và vận hành hạ tầng viễn thông giúp công ty có lợi thế, hiểu biết trong việc xây dựng và cho thuê trạm BTS (TowerCo).

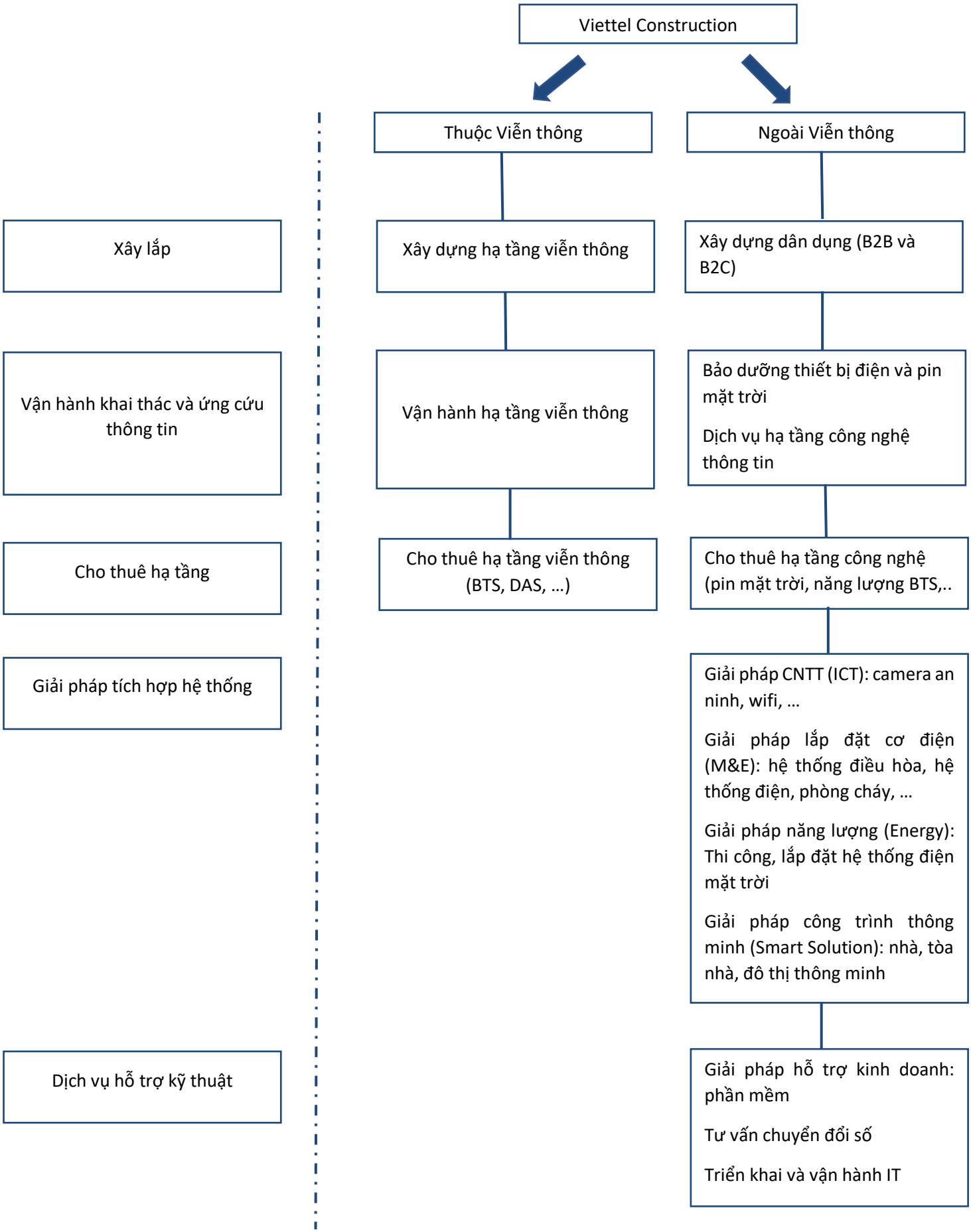
+ Kinh nghiệm trong xây dựng cùng với việc hợp tác với các nhà thầu bất động sản chuyên nghiệp giúp công ty phát triển mảng xây dựng dân dụng (B2B và B2C), xây lắp các dự án năng lượng.

+ Đồng thời, ngành viễn thông thường gắn liền với ngành công nghệ giúp công ty có thể cung cấp các dịch vụ công nghệ (giải pháp tích hợp, tư vấn kỹ thuật) cho các công trình xây dựng.

Ngoài ra, việc thuộc hệ sinh thái của Viettel (Viettel nắm giữ 50.7% cổ phần và đóng góp 72% doanh thu năm 2021) giúp CTR được hưởng lợi từ thương hiệu Viettel, các mối quan hệ trong hoạt động kinh doanh thuộc ngành Viễn thông.

Bảng Tóm tắt Một số hoạt động kinh doanh chính của CTR

	Công việc	Ghi chú
1. Hoạt động kinh doanh thuộc ngành Viễn thông		
Xây dựng Viễn thông	Thiết kế, xây dựng, lắp đặt thiết bị hạ tầng viễn thông – CNTT (trạm phát sóng, cáp quang, …)	Công trình tuyến cáp quang quân sự Bắc Nam GĐ 1 Công trình ngầm hóa tuyến cáp tại Hà Nội
Vận hành hạ tầng viễn thông	Lắp đặt, vận hành, bảo dưỡng, xử lý sự cố hệ thống di động, đường truyền, …	Vận hành hạ tầng cho tập đoàn Viettel (trong nước và quốc tế); CMC Telecom
Hạ tầng cho thuê	Đầu tư và cho thuê hạ tầng viễn thông	Cho thuê trạm BTS, DAS, truyền dẫn, …
2. Hoạt động kinh doanh ngoài ngành Viễn thông		
Xây dựng dân dụng (B2C và B2B)	Thiết kế, xây dựng, hoàn thiện hệ thống cơ điện, tích hợp giải pháp, năng lượng tái tạo	+ Dự án 59 căn hộ GĐ 1 và 94 căn biệt thự thuộc dự án Hinode Royal Park + Dự án 266 căn biệt thự dự án Louis City
Giải pháp tích hợp	Mảng ICT: camera an ninh, giám sát, … Lắp đặt cơ điện (M&E): hệ thống điện, hệ thống điều hòa Giải pháp năng lượng (Energy): Thi công, lắp đặt hệ thống điện mặt trời Giải pháp công trình thông minh (Smart Solution): nhà, tòa nhà, đô thị thông minh	+ Dự án camera giám sát tại điểm cách ly tập trung tại 6 tỉnh thuộc Quân khu 7 + Dự án điện nhẹ tại Bệnh viện dã chiến Hà Nội + Dự án lắp đặt 2,448 tấm pin cho CTCP Lâm sản Nam Định + Dự án phát thanh thông minh tại Gia Viễn, Ninh Bình


Viettel Construction
Thuộc Viễn thông
Ngoài Viễn thông
Xây lắp
Xây dựng hạ tầng viễn thông
Xây dựng dân dụng (B2B và B2C)
Vận hành khai thác và ứng cứu thông tin
Vận hành hạ tầng viễn thông
Bảo dưỡng thiết bị điện và pin mặt trời
Dịch vụ hạ tầng công nghệ thông tin
Cho thuê hạ tầng
Cho thuê hạ tầng viễn thông (BTS, DAS, …)
Cho thuê hạ tầng công nghệ (pin mặt trời, năng lượng BTS,..
Giải pháp tích hợp hệ thống
Giải pháp CNTT (ICT): camera an ninh, wifi, …
Giải pháp lắp đặt cơ điện (M&E): hệ thống điều hòa, hệ thống điện, phòng cháy, …
Giải pháp năng lượng (Energy): Thi công, lắp đặt hệ thống điện mặt trời
Giải pháp công trình thông minh (Smart Solution): nhà, tòa nhà, đô thị thông minh
Dịch vụ hỗ trợ kỹ thuật
Giải pháp hỗ trợ kinh doanh: phần mềm
Tư vấn chuyển đổi số
Triển khai và vận hành IT

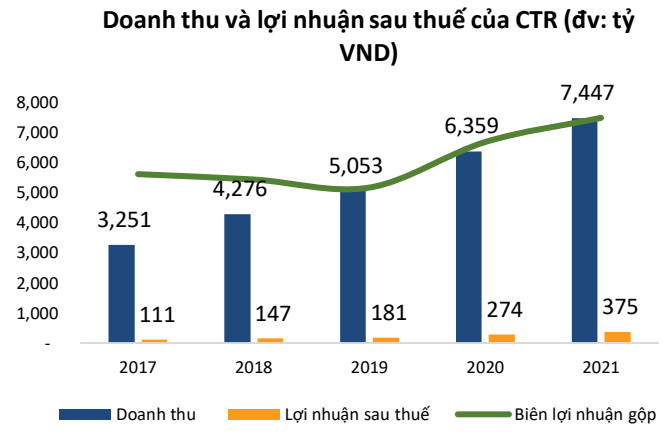
Về cơ cấu hoạt động kinh doanh:

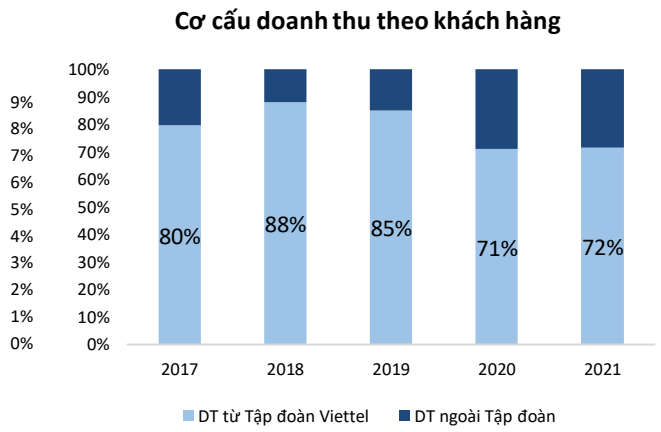
+ Mảng Xây dựng công trình (bao gồm Xây dựng Viễn thông và Xây dựng Dân dụng): đóng góp 25% doanh thu và 37% lợi nhuận gộp trong năm 2021. Tỷ trọng mảng Xây dựng giảm dần từ năm 2017 do nhu cầu xây dựng viễn thông sụt giảm khi hạ tầng viễn thông đã đạt độ bao phủ cao. Do đó, ban lãnh đạo CTR chuyển hướng sang Xây dựng dân dụng (bùng nổ từ năm 2020), chiếm tỷ trọng 43% doanh thu Xây dựng. Xây dựng dân dụng bao gồm B2C (hợp đồng xây dựng nhà ở riêng lẻ) và B2B (hợp đồng xây dựng với các chủ đầu tư lớn, tập trung vào các dự án thấp tầng và biệt thự).

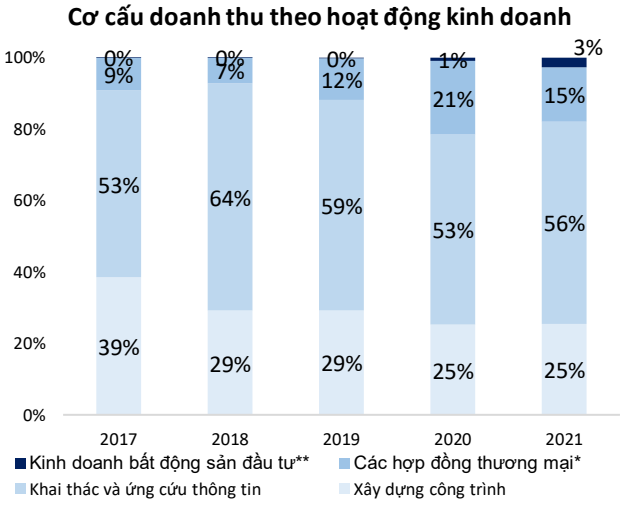
+ Mảng Khai thác và ứng cứu thông tin: đóng góp 56% doanh thu và 37% lợi nhuận gộp trong năm 2021. Khách hàng chính của mảng Khai thác chủ yếu là Tập đoàn Viettel, bao gồm vận hành hạ tầng viễn thông của Viettel tại Việt Nam. Ngoài ra, CTR tiếp tục đảm nhận hệ thống vận hành hạ tầng của Viettel tại Campuchia và My – an – ma.

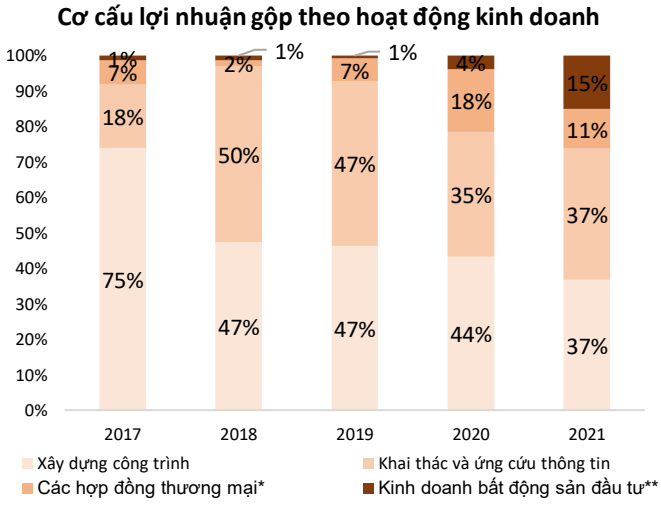
+ Mảng Các hợp đồng thương mại (bao gồm Giải pháp tích hợp và Dịch vụ tư vấn): đóng góp 15% doanh thu và 11% lợi nhuận gộp năm 2021. Mảng này sụt giảm về tỷ trọng trong năm 2021 do năm 2020, công ty được hưởng lợi nhờ nhu cầu xây dựng lớn từ các dự án điện mặt trời.

+ Mảng Kinh doanh Bất động sản đầu tư (Cho thuê BTS, DAS, truyền dẫn): đóng góp 3% doanh thu nhưng 15% lợi nhuận gộp trong năm 2021 nhờ biên lợi nhuận gộp cao (biên gộp 46.8% so với biên toàn công ty 8.4%). Tăng trưởng chính của Kinh doanh Bất động sản đầu tư đến từ Cho thuê BTS, trong khi mảng DAS và truyền dẫn khó tăng trưởng.



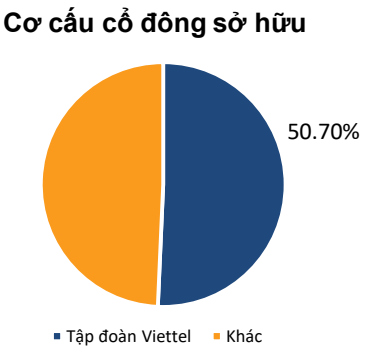






Nguồn: CTR

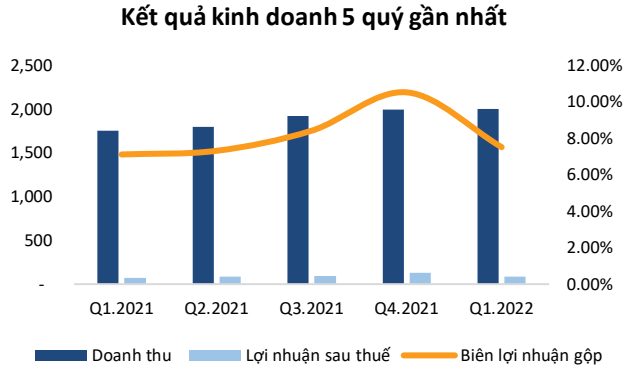
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

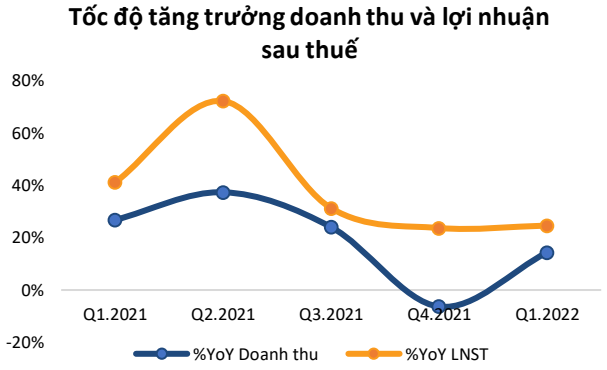


Cơ cấu cổ đông của CTR khá cố đặc với 50.7% thuộc Tập đoàn Viettel. Trong ngắn hạn, tập đoàn không có ý định thoái vốn khỏi CTR.

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1 NĂM 2022

Kết thúc quý 1 năm 2022, CTR ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 2,001 tỷ (+14.3% YoY) và 89 tỷ (+24.7% YoY). Việc biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ (đạt 7.5% từ mức 7.0% cùng kỳ) và tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp giảm nhẹ (đạt 1.9% từ mức 2.0% cùng kỳ) giúp cho lợi nhuận tăng trưởng tốt hơn doanh thu.

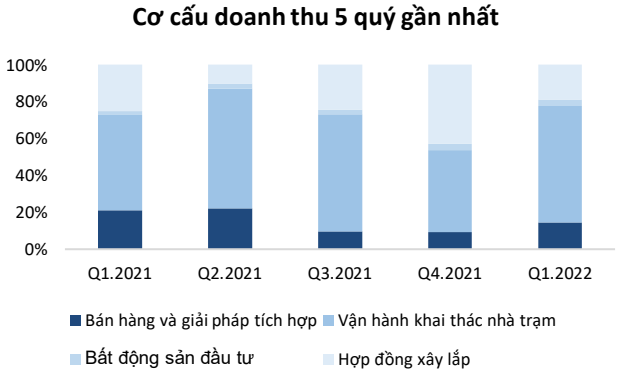


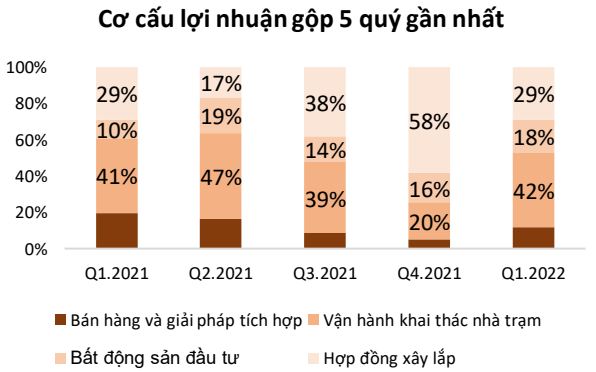


Nguồn: CTR

Về hoạt động kinh doanh, tăng trưởng doanh thu đến từ mảng Vận hành khai thác (+40% YoY) và Hạ tầng cho thuế (+63% YoY) trong khi Giải pháp tích hợp và Hoạt động xây lắp sụt giảm -21% YoY và -12% YoY.

Về cơ cấu doanh thu, tỷ trọng mảng Vận hành tăng mạnh lên 63% so với 41% cùng kỳ. Về cơ cấu lợi nhuận gộp, tỷ trọng mảng Bất động sản cho thuê tiếp tục duy trì đà tăng lên 18% so với 10% cùng kỳ.





Nguồn: CTR

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2022

A. Nhóm hoạt động kinh doanh thuộc ngành Viễn thông: Xây dựng Viễn thông, Vận hành khai thác và ứng cứu thông tin, Hạ tầng cho thuê (TowerCo)

BSC cho rằng triển vọng các hoạt động kinh doanh thuộc ngành Viễn thông sẽ phụ thuộc nhiều vào nhu cầu đầu tư của các nhà mạng (đặc biệt là Viettel), trong đó, mạng 5G sẽ là yếu tố quan trọng trong các năm tới:

+ Về thời gian thương mại hóa mạng 5G: Vào cuối năm 2020, ba nhà mạng viễn thông lớn nhất tại Việt Nam (Viettel, Mobifone, VNPT) đều đã được cấp phép và triển khai thí điểm mạng 5G tại 16 tỉnh thành. Theo kế hoạch, mạng 5G sẽ được thương mại hóa vào năm 2022.

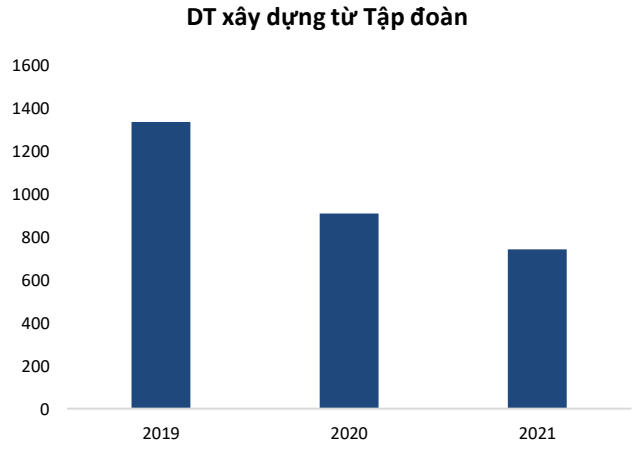
Nhìn sang TH của Hàn Quốc – quốc gia đầu tiên trên thế giới tiến hành thương mại hóa 5G, thời gian kể từ thí điểm đến khi thương mại hóa sẽ mất khoảng 1.5 – 2 năm (tương tự đối với Mỹ). Do đó, BSC kỳ vọng tiến độ thương mại hóa mạng 5G tại Việt Nam sẽ được bắt đầu từ cuối năm 2022.

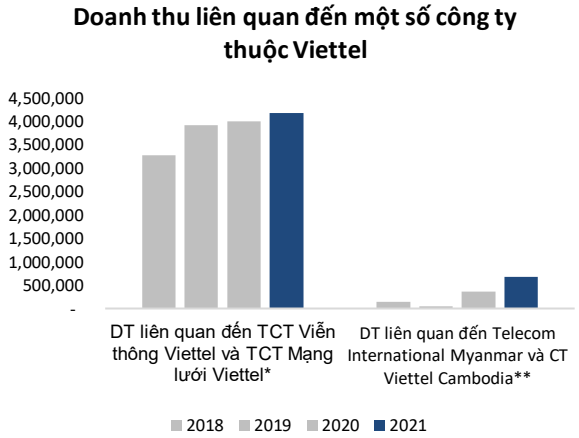
+ Về mức đầu tư vào mạng 5G: Đối với các nhà mạng Hàn Quốc, chi phí đầu tư (chủ yếu vào đầu tư hạ tầng 5G để tăng độ phủ) tăng 50%/ năm so với mức đầu tư hàng năm trước khi có 5G. Điều này tương tự đối với thời điểm đầu tư cho 4G (+38% so với trước khi có 4G). Hiện tại, các nhà mạng Việt Nam không công bố mức đầu tư cho 5G, tuy nhiên, BSC cho rằng nhu cầu đầu tư của các nhà mạng sẽ cao hơn (đặc biệt vào cuối năm 2022 – 2023).

Vì thế, BSC kỳ vọng cuối năm 2022 và 2023, hoạt động Xây dựng Viễn thông và Vận hành ứng cứu thông tin của CTR sẽ được hưởng lợi từ việc tăng cường chi tiêu cho mạng 5G của các nhà mạng – đặc biệt khi CTR là một doanh nghiệp có kinh nghiệm, chuyên môn cao trong việc xây dựng hạ tầng tại Việt Nam.

Mảng Xây dựng Viễn thông: Trong năm 2022, BSC cho rằng nhu cầu xây dựng Viễn thông chưa tăng trưởng mạnh do việc đầu tư mới cho 5G kỳ vọng bắt đầu từ cuối năm 2022. Sang năm 2023, BSC kỳ vọng nhu cầu xây dựng sẽ khởi sắc khi các nhà mạng triển khai 5G: riêng Viettel sẽ cần lắp thêm 5,000 trạm BTS để phục vụ cho 5G.

Mảng Vận hành khai thác và ứng cứu thông tin: BSC cho rằng trong hầu hết năm 2022 – tại Việt Nam, nhu cầu đầu tư 5G chưa bùng nổ cùng với hạ tầng viễn thông cũ vẫn ổn định, mảng Vận hành khai thác tiếp tục mức tăng trưởng trung bình 3 năm quanh mức 5 – 6%/năm. Động lực tăng trưởng sẽ đến từ việc CTR tăng khối lượng công việc vận hành tại hai thị trường nước ngoài cho Viettel (My-an-ma và Campuchia). Đây là hai thị trường mới công ty mới bắt đầu khai thác từ năm 2019 và còn tiềm năng tăng trưởng (năm 2021, CTR mới tiếp nhận vận hành khai thác 13/18 tỉnh thành tại My-an-ma).





Nguồn: CTR

**Chủ yếu bao gồm công việc xây dựng và vận hành ứng cứu thông tin hạ tầng viễn thông trong nước*

****Chủ yếu bao gồm công việc xây dựng và vận hành ứng cứu thông tin hạ tầng viễn thông tại My-an-ma và Campuchia: trong đó, My-an-ma chiếm tỷ trọng 60% năm 2021*

Mảng Hạ tầng cho thuê (TowerCo): Mảng Hạ tầng cho thuê (đặc biệt cho thuê trạm BTS) là một trong những hoạt động kinh doanh trọng tâm của CTR trong chiến lược đến năm 2025. Công ty đặt mục tiêu thành nhà TowerCo lớn nhất Việt Nam về số lượng trạm – kỳ vọng sẽ đạt được ngay trong năm 2022 khi CTR đang đầu tư xây dựng trạm với tốc độ cao so với đối thủ thứ hai là OKR.

Chiến lược phát triển thành doanh nghiệp TowerCo phù hợp với xu hướng của trên thế giới khi:

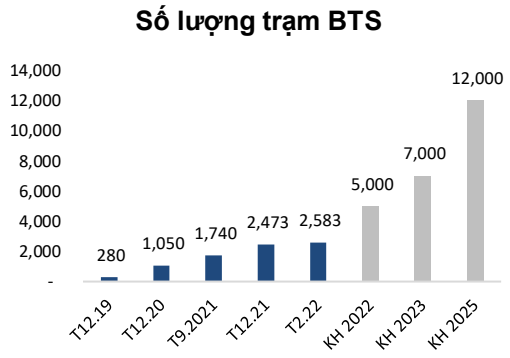
(i) Mạng 5G yêu cầu số lượng trạm BTS nhiều hơn do 5G có bước sóng ngắn so với 3G và 4G (20-100m so với 2-15km). CTR ước tính mạng 5G sẽ cần 100,000 – 200,000 trạm, riêng Viettel sẽ cần 5,000 trạm/năm. Không chỉ vậy, việc chính phủ tắt mạng 2G đến năm 2023 cũng cần bổ sung số lượng trạm để đảm bảo chất lượng hạ tầng.

(ii) Chính phủ và các nhà mạng khuyến khích việc sử dụng chung/ đi thuê hạ tầng viễn thông thay vì tự đầu tư mạng lưới để tối ưu nguồn lực tài chính.

Do đó, BSC cho rằng hoạt động cho thuê trạm BTS còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong các năm tới, đặc biệt khi CTR – doanh nghiệp có 27 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng vào vận hành trạm BTS (~52,000 trạm trong và ngoài nước) –sở hữu nhiều lợi thế (chi phí đầu tư và chi phí vận hành thấp hơn 10%) so với đối thủ.

Hoạt động TowerCo kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng cao nhờ (i) Tăng số lượng trạm BTS mới (ii) Tăng số lượng nhà mạng dùng chung hạ tầng

(i) Tăng số lượng trạm BTS mới: CTR đặt mục tiêu xây dựng 2,500 trạm trong năm 2022 (lũy kế cuối năm sở hữu 5,000 trạm) cùng với mục tiêu dài hạn là 2025 sở hữu 12,000 trạm. Số liệu này chưa bao gồm số lượng trạm công ty kỳ vọng có thể mua lại từ Viettel (Viettel hiện đang sở hữu trên 120,000 trạm BTS).

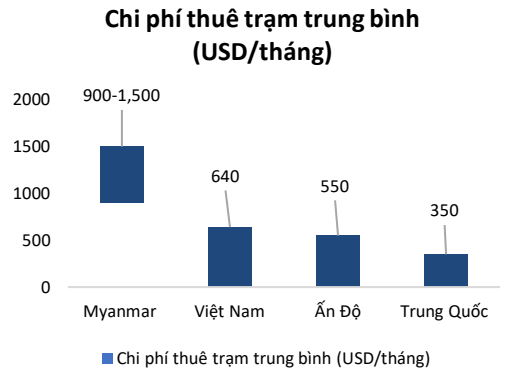


Công ty	Số lượng trạm*	Ghi chú
Viettel Construction	2,583	
OCK Group	>2,000	1,972 trạm đến từ thương vụ OCK mua lại SEATH từ VNI (Vietnam Infastructure Ltd) với giá trị 50 triệu USD tiền mặt vào năm 2016
GMobile	~2,000	Có dấu hiệu tái cấu trúc/ ngừng hoạt động
Golden Tower	350	

*Số liệu ước tính

Nguồn: CTR, BSC tổng hợp

(ii) Tăng số lượng nhà mạng dùng chung hạ tầng: BSC cho rằng xu hướng các nhà mạng dùng chung hạ tầng sẽ được đẩy nhanh khi 5G được triển khai rộng rãi, giúp tăng tỷ lệ dùng chung của CTR (tỷ lệ của CTR hiện tại là 1.02, tỷ lệ tại khu vực Châu Á là 1.5). Hiện tại, CTR đang rà soát các vị trí trạm Mobifone có nhu cầu thuê: lũy kế 129 vị trí vào cuối tháng 2 năm 2022.



	Trạm Macro	Trạm RRU, Small cell
Tỷ trọng trạm	30%	70%
Doanh thu trung bình 1 tháng (triệu VND)	12-15	6-7

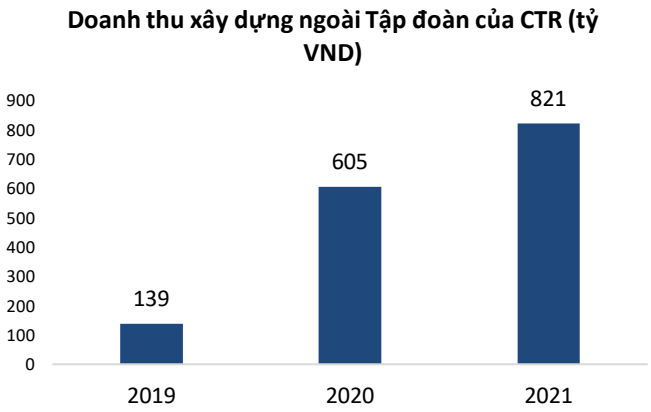
Nguồn: TowerXChange, CTR

B. Nhóm hoạt động kinh doanh ngoài ngành Viễn thông: Xây dựng dân dụng, Giải pháp tích hợp

Mảng Xây dựng dân dụng: Trong năm 2022, nhu cầu xây dựng dân dụng kỳ vọng hồi phục sau hai năm bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Tuy nhiên, giá các loại vật liệu xây dựng (sắt, thép, cát, …) tăng cao đang cản trở đà hồi phục của ngành. Do đó, BSC cho rằng hoạt động xây dựng dân dụng của CTR gặp thách thức để duy trì tốc độ tăng trưởng.

BSC cho rằng việc giá vật liệu đầu vào tăng sẽ dẫn đến hai rủi ro chính cho doanh nghiệp xây dựng (1) Các dự án xây dựng bị lỗ (biên lợi nhuận thuần cho xây dựng dân dụng khoảng 3 – 5%) (2) Các dự án bị chậm tiến độ do đàm phán, điều chỉnh lại giá đầu vào, ảnh hưởng đến việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong kỳ.

Đối với rủi ro (1), BSC cho rằng với chiến lược của CTR tập trung vào lợi nhuận, dòng tiền mỗi dự án (không chạy theo doanh thu) và công ty quản trị dòng tiền tốt (trả trước 20 – 30%, ký hợp đồng khung và điều chỉnh theo thời kỳ), rủi ro bị lỗ của CTR thấp. Tuy nhiên, đối với rủi ro (2), BSC cho rằng việc giá đầu vào tăng sẽ làm chậm tiến độ (từ đó, chậm ghi nhận doanh thu và lợi nhuận) các dự án của CTR trong năm 2022.



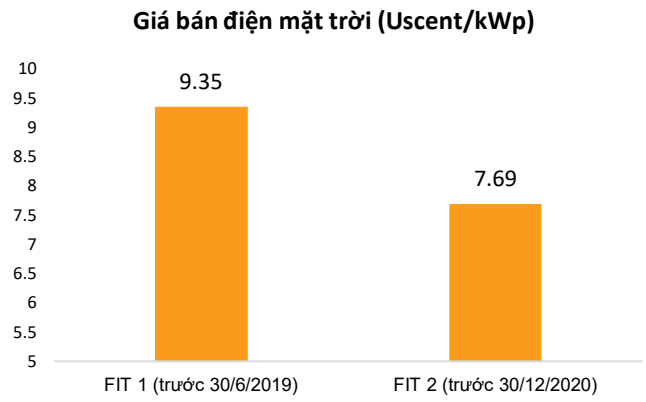
Doanh nghiệp	Giá trị trúng thầu trong Q1.2022	Kế hoạch kinh doanh năm 2022
CTR	1,050 (850 tỷ B2B, 200 tỷ B2C)	Xây dựng dân dụng: DT 1,230 tỷ (+ 50% YoY)
CTD	10,000	DT 15,010 tỷ (+165% YoY) LNST 20 tỷ (+83% YoY)
HBC	9,300*	DT 17,500 tỷ (+54% YoY), LNST 350 tỷ (+261% YoY)

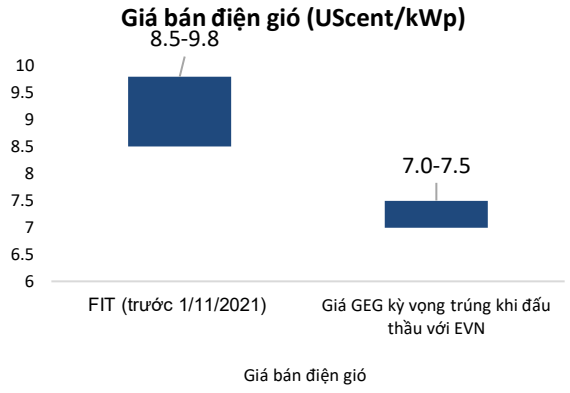
Nguồn: CTR, BSC tổng hợp

*: Dữ liệu của HBC là đến hết tháng 4 năm 2022

Mảng Giải pháp tích hợp: Trong năm 2020, mảng Giải pháp tích hợp được hưởng lợi nhờ bùng nổ nhu cầu xây lắp các dự án điện mặt trời, giúp doanh thu tăng trưởng 129% YoY. Tuy nhiên, sang năm 2021, việc chưa có cơ chế giá FIT mới cho điện mặt trời và điện gió khiến nhu cầu xây lắp mảng năng lượng sụt giảm.

Theo quan điểm BSC, chúng tôi cho rằng trong năm 2022, nhu cầu xây lắp các dự án mảng năng lượng chưa thể tăng mạnh do (i) Chưa có cơ chế giá FIT mới cho điện mặt trời và điện gió: riêng giá cho điện gió đang thiên về phương pháp đấu thầu với EVN (thấp hơn khoảng 10% so với giá FIT cũ) (ii) Việc bùng nổ các dự án điện mặt trời giai đoạn 2019 – 2020 đang gây áp lực lên hệ thống truyền tải điện (trong khi Quy hoạch điện 8 chưa chú trọng đầu tư vào hạ tầng truyền tải) khiến các dự án điện gió khó tăng mạnh như điện mặt trời.





Nguồn: BSC tổng hợp

III. RỦI RO

(1) Rủi ro liên quan đến hoạt động kinh doanh tại nước ngoài

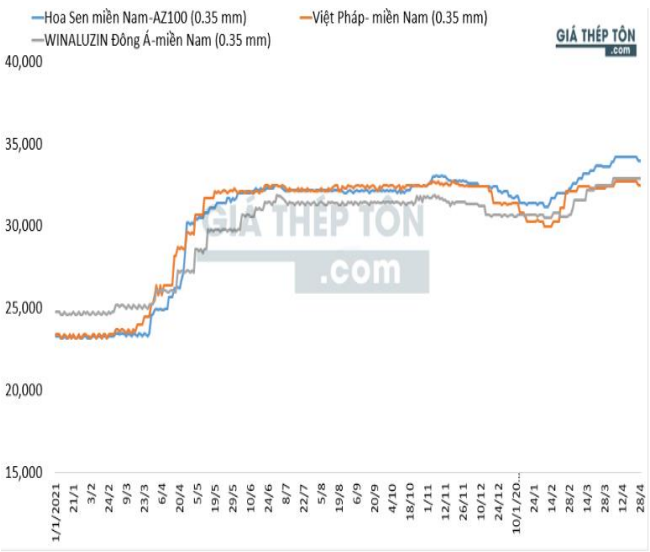
BSC cho rằng các hoạt động tại thị trường nước ngoài (chủ yếu là xây dựng và vận hành hạ tầng viễn thông) thuộc nhóm ngành nhạy cảm và phụ thuộc nhiều vào Tập đoàn Viettel. Do đó, việc thay đổi chính sách, tình hình chính trị tại các nước sở tại sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của CTR: đặc biệt khi doanh thu từ vận hành khai thác hạ tầng nước ngoài đang là động lực tăng trưởng chính cho khối Vận hành và ứng cứu thông tin (TT nước ngoài chiếm 10% doanh thu Vận hành khai thác năm 2021).

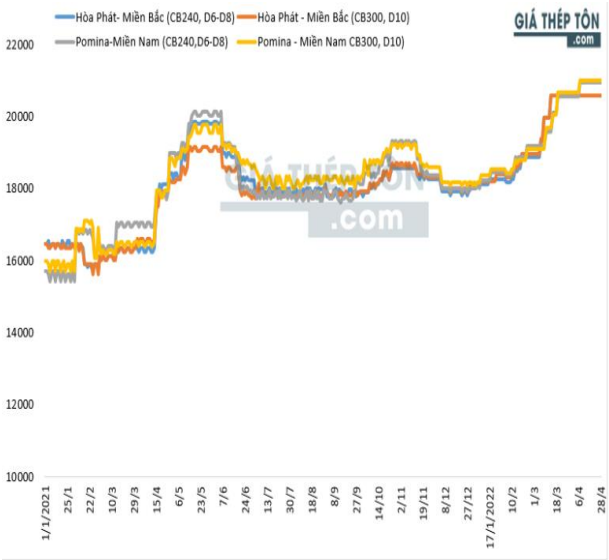
(2) Rủi ro liên quan đến tiến độ triển khai 5G tại Việt Nam

BSC nhận thấy các nhóm ngành kinh doanh thuộc nhóm Viễn thông của CTR phụ thuộc nhiều vào việc triển khai 5G tại Việt Nam. Do đó, trong TH việc triển khai 5G bị chậm trễ sẽ ảnh hưởng đến hoạt đông kinh doanh của CTR.

(3) Rủi ro liên quan đến giá vật liệu xây dựng tăng cao

Trong năm 2022, giá các loại vật liệu xây dựng: sắt, thép, xi măng, cát,…vẫn tiếp tục neo ở mức cao, ảnh hưởng đến tiến độ xây dựng các trạm BTS (thép, đồng, nhựa,…) và triển khai các hợp đồng xây dựng của CTR, đặc biệt ở phân khúc xây dựng dân dụng.





Nguồn: Giathepton

IV. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh 2022: **Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2022 của CTR đạt 8,578tỷ đồng (+15.2% YoY) và 462 tỷ (+23.2% YoY)** dựa trên giả định:

- Mảng Vận hành khai thác tiếp tục tăng trưởng khi công ty mở rộng công việc vận hành tại các thị trường nước ngoài: Doanh thu đạt 4,863 tỷ (+15.7% YoY): Vận hành trong nước +12% YoY, Vận hành nước ngoài +38.5% YoY.

- Mảng Cho thuê hạ tầng tiếp tục tốc độ tăng trưởng cao khi công ty tăng độ phủ và tỷ lệ cho thuê chung: Doanh thu đạt 418 tỷ (+107.9% YoY) với giá định số lượng trạm BTS xây mới là 1,800 trạm và tỷ lệ dùng chung đạt 1.05.

- Mảng Hợp đồng thương mại hồi phục dựa trên kỳ vọng tăng trưởng từ các hợp đồng điện gió sau khi Quy hoạch điện 8 và giá bán điện được thông qua: Doanh thu đạt 1,288 tỷ (+13.3% YoY).

- Biên lợi nhuận gộp dự báo tăng lên mức 8.9% từ 8.4% nhờ tăng tỷ trọng mảng Cho thuê hạ tầng có biên gộp cao.

- Biên chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của CTR năm 2022 đạt 2.2%

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh của FPT

Đv: tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**6,359**	**7,446**	**8,578**	**9,894**
Xây dựng công trình	*1,606*	*1,898*	*2,000*	*2,365*
Khai thác và ứng cứu thông tin	*3,369*	*4,203*	*4,862*	*5,470*
Hợp đồng thương mại	*1,309*	*1,136*	*1,288*	*1,445*
Dịch vụ hỗ trợ kỹ thuật	*8*	*6*	*7*	*8*
Kinh doanh bất động sản đầu tư	*65*	*201*	*419*	*604*
Giá vốn hàng bán	(5,884)	(6,818)	(7,818)	(8,968)
Lợi nhuận gộp	**474**	**628**	**760**	**926**
Biên LNG	*7.5%*	*8.4%*	*8.9%*	*9.4%*
Chi phí bán hàng	(0)	(0)	(0)	(0)
Chi phí quản lý Dn	(147)	(160)	(188)	(217)
Biên Chi phí quản lý Dn	*2.3%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.2%*
Lợi nhuận trước thuế	**345**	**471**	**577**	**714**
Lợi nhuận sau thuế	274	375	462	571
EPS	**3,890**	**4,040**	**4,870**	**6,024**

Nguồn: BSC Research

Phương pháp PE: BSC sử dụng mức PE mục tiêu cho CTR là 18.5, tương đương với mức P/E trung vị 1.5 năm của cổ phiếu.

Bảng So sánh mức định giá của một số doanh nghiệp công nghệ trong khu vực

Công ty	Vốn hóa (nghìn tỷ VND)	ROE	ROA	P/B	P/E
Centratama TeleKomunickashi	9.84	-11.8%	-4.1%	2.8	N/A
China Tower Corp	452.87	4.0%	2.3%	0.7	10.3
Digital Telecommunications	100.19	7.2%	5.7%	0.8	11.7
Tower Bersama Infrastructure	106.48	16.7%	3.9%	6.9	41.6
Indus Towers	164.05	29.7%	12.6%	2.7	9.3
Sarana Menara Nusantara	78.04	31.4%	6.8%	4.0	14.0
CTR	**7.17**	**30.9%**	**10.4%**	**5.1**	**18.2**
Trung vị				**2.8**	**12.8**

	2021	2022F	2023F
EPS	4,040	4,870	6,025
P/E mục tiêu		18.5	18.5
Giá trị trên mỗi cổ phần		**90,100**	**111,500**

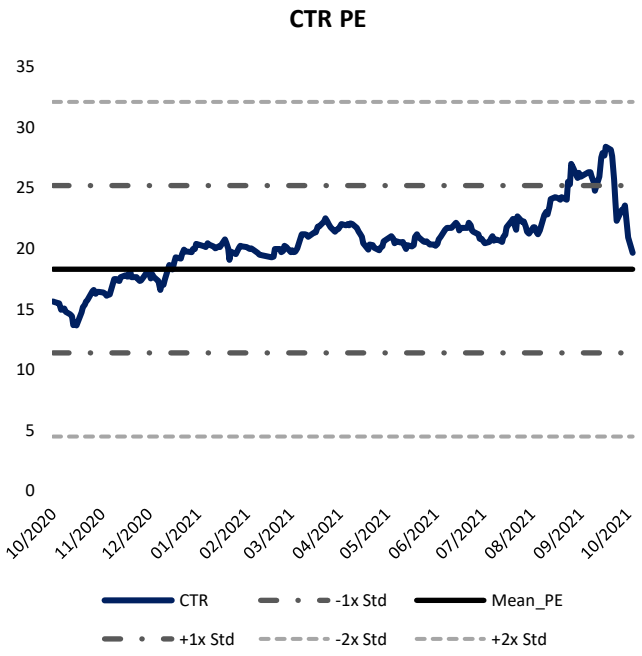
Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:

Chi phí vốn bình quân	
Rf	6%
Beta	0.7
Ke	15%
Kd	11%
E/A	50%
Thuế	20%
WACC	11.5%
g	6%

	2022F	2023F	2024F	Terminal
Dòng tiền tự do của công ty	(23)	(12)	238	8,009
Giá trị hiện tại	8,682			
Tổng giá trị doanh nghiệp	9,450			
Nợ	180			
Vốn chủ sở hữu	9,270			
Số lượng cổ phiếu	92,925,199			
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	**99,800**			

	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFE	99,800	50%	49,900
P/E	90,100	50%	45,050
		Giá mục tiêu	**94,500**
		Giá hiện tại	77,200
		Upside	23%

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTR với **giá mục tiêu cho năm 2022 là 94,500 VND/cp** dựa theo hai phương pháp P/E và FCFE với tỷ trọng 50%/50%, tiềm năng tăng giá 16% so với phiên đóng cửa ngày 27/05/2022.



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷđồng)	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	5,053	6,359	7,446	8,578
Giá vốn hàng bán	-4,759	-5,884	-6,818	-7,818
Lợi nhuận gộp	293	474	627	760
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí QLDN	-101	-147	-160	-188
Lãi/lỗ HĐKD	212	343	472	577
Doanh thu tài chính	21	19	12	13
Chi phí tài chính	-1	-2	-7	-7
Chi phí lãi vay	0	0	-6	-7
Lợi nhuận từ CTLD/LK	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	17	1	0	0
Lợi nhuận trước thuế	229	345	471	577
Thuế thu nhập DN	-49	-70	-97	-115
LN sau thuế	180	274	375	462
CĐTS	0	0	0	0
LNST - CĐTS	180	274	375	462
EPS	2,980	3,892	4,038	4,875

LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
(Lỗ)/LNTT	229	345	471	577
Khấu hao và phân bổ	43	90	155	90
Thay đổi vốn lưu động	450	-256	-30	-85
LCTT từ HĐ KD	680	163	588	589
Tiền chi mua TSCĐ	-257	-487	-395	-627
LCTT từ HĐ Đầu tư	-241	-466	-484	-627
Tiền chi trả cổ tức	-53	-62	-61	0
Tiền từ vay ròng	0	49	194	15
Tiền thu khác	0	13	-72	0
LCTT từ HĐ Tài chính	-53	0	59	15
Dòng tiền đầu kỳ	423	809	504	668
Tiền trong kì	385	-304	164	-23
Dòng tiền cuối kỳ	809	504	668	645

CĐKT (Tỷđồng)	2019	2020	2021	2022F
Tiền và tương đương tiền	809	504	668	645
Đầu tư ngắn hạn	0	0	100	100
Phải thu ngắn hạn	907	1,839	1,609	1,911
Tồn kho	371	670	565	656
TS ngắn hạn khác	47	46	69	72
TS ngắn hạn	2,136	3,060	3,012	3,386
TS hữu hình	274	395	461	998
TS dở dang dài hạn	0	183	675	102
ĐT dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	35	21	23	22
TS dài hạn	312	818	950	1,487
Tổng TS	**2,448**	**3,879**	**3,963**	**4,806**
Nợ phải trả	1,462	2,656	2,217	2,727
Vay ngắn hạn	0	29	30	39
Nợ ngắn hạn khác	104	115	241	276
Tổng Nợ ngắn hạn	**1,566**	**2,800**	**2,488**	**3,042**
Vay dài hạn	0	17	149	156
Nợ dài hạn khác	0	0	13	15
Tổng Nợ dài hạn	0	17	163	172
Tổng Nợ	**1,566**	**2,818**	**2,651**	**3,042**
Vốn góp	606	717	7929	929
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
LN chưa phân phối	235	303	397	840
Vốn chủ khác	40	40	0	0
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng Vốn chủ sở hữu	881	1,060	1,311	1,764
Tổng nguồn vốn	**2,448**	**3,879**	**3,963**	**4,806**
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)	60	71	92	92

Chỉ số(%)	2019	2020	2021	2022F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.36	1.09	1.21	1.18
Hsố TT nhanh	1.10	0.84	0.96	0.93
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	64%	73%	67%	63%
Hsố Nợ/VCSH	178%	266%	202%	172%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	31.1	32.3	33.1	28.5
Số ngày phải thu	52.6	49.0	54.5	50.2
Số ngày phải trả	29.1	30.8	29.7	20.4
CCC	54.7	50.5	57.8	58.3
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	5.8%	7.5%	8.4%	8.9%
Lợi nhuận LNST	3.6%	4.3%	5.0%	5.4%
ROE	21.8%	28.2%	31.6%	30.1%
ROA	7.6%	8.7%	9.6%	10.5%
Định Giá				
PE	7.2	14.9	17.9	18.2
PB	1.3	2.8	4.7	5.1
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	18.2%	25.8%	17.1%	15.2%
Tăng trưởng LNTT	21.1%	50.3%	36.6%	22.5%
Tăng trưởng EPS	5.2%	30.6%	3.8%	19.2%

Nguồn:BSC Research.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa Thaiholdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà N
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecuritie

Bloomberg: RESP BSCV <GO>