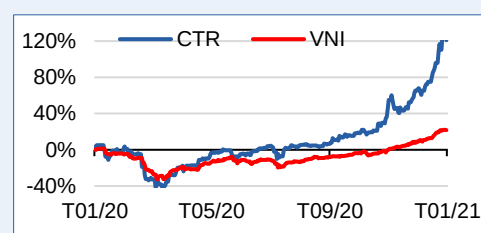


Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR) [KHẢ QUAN +11,0%]

BC lần đầu

Ngành:	Hạ tầng viễn thông				
Ngày báo cáo:	19/01/2021	Tăng trưởng DT	2019	2020F	2021F
Giá hiện tại:	88.000VND	Tăng trưởng EPS	2019	2020F	2021F
Giá mục tiêu:	96.400VND	TT EBITDA	2019	2020F	2021F
		Biên LN ròng	2019	2020F	2021F
TL tăng:	+9,5%	Giá CP/DTHĐ	2019	2020F	2021F
Lợi suất cổ tức:	1,5%	EV/EBITDA	2019	2020F	2021F
Tổng mức sinh lời:	+11,0%	P/E	2019	2020F	2021F



GT vốn hóa:	272,6tr USD	CTR	Peers	VNI
Room KN:	130,6tr USD	P/E (trượt)	33,2x	18,1x
GTGD/ngày (30n):	2,3tr USD	EV/EBITDA (trượt)	16,1x	10,9x
Cổ phần Nhà nước:	65,7%	Nợ ròng/CSH	-1,0x	0,6x
SL cổ phiếu lưu hành:	71,8 tr	ROE	25,2%	15,2%
Pha loãng:	71,8 tr	ROA	7,5%	5,7%

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.

Ha Dao, CFA
Senior Analyst
ha.dao@vcsc.com.vn
+848 3914 3588 ext. 194

Phap Dang, CFA
Associate Director
phap.dang@vcsc.com.vn
+848 3914 3588 ext. 143

Mảng kinh doanh cho thuê hạ tầng viễn thông mới hấp dẫn

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu với khuyến nghị KHẢ QUAN. Tổng CTCP Công trình Viettel (CTR) là nhà thầu và vận hành hạ tầng viễn thông hàng đầu Việt Nam, có lợi thế cạnh tranh về chi phí trong khi thừa hưởng lợi thế kinh doanh của công ty mẹ – công ty viễn thông số 1 Việt Nam Viettel. Chúng tôi tin rằng CTR sẽ tận dụng tốt đà tăng trưởng tiêu thụ dữ liệu di động ngày càng tăng của Việt Nam, đặc biệt với sự tham gia vào mảng cho thuê hạ tầng (towerco) hấp dẫn.
- Mảng Towerco – nơi CTR xây trạm phát sóng và cho các nhà khai thác mạng di động (MNOs) thuê - có doanh thu ổn định và biên lợi nhuận cao (biên EBITDA ước tính khoảng 74%+ cho CTR), tiềm năng để tập trung thị trường cao nhờ vòng lặp tích cực giữa lợi thế quy mô và chi phí thấp, và tiềm năng tăng trưởng nhanh chóng nhờ xu hướng thuê ngoài và chia sẻ hạ tầng giữa các MNOs.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép bình quân (CAGR) EBITDA (lợi nhuận trước thuế, khấu hao và lãi vay) đạt 36% giai đoạn 2020-2023 - dẫn đầu bởi 143% CAGR ở mảng towerco - khi chúng tôi dự báo CTR sẽ mở rộng số trạm tự sở hữu của mình từ 1.500 cuối 2020 (YE2020) lên 6.000 tại YE2023. Chúng tôi dự báo đóng góp EBITDA của Towerco sẽ tăng từ 9% vào năm 2020 lên 52% vào năm 2023.
- Giá mục tiêu (TP) của chúng tôi bao gồm EV/EBITDA mục tiêu 16x cho mảng towerco - dựa trên mức trung bình 5 năm của các towerco tương tự tại các thị trường mới nổi châu Á - và 7x-9x cho các mảng khác.
- Các yếu tố tiềm năng hỗ trợ giá cổ phiếu: Hiện thực hóa kế hoạch Tập đoàn Viettel ("Viettel") chuyển giao 10,000 trong số 40,000 trạm viễn thông hiện có sang CTR trong giai đoạn 2021-2025 (trang 35); triển khai 5G nhanh chóng thúc đẩy nhu cầu small cell (chúng tôi thảo luận về những tác động tiềm tàng của việc triển khai 5G ở trang 14).
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: tăng trưởng tiêu thụ dữ liệu di động chậm; Viettel ưu tiên tự sở hữu trạm viễn thông thay vì thuê ngoài từ CTR; các MNOs không muốn chia sẻ trạm viễn thông.

Chúng tôi dự đoán CTR sẽ sớm trở thành towerco số 1 Việt Nam. CTR bắt đầu xây dựng trạm viễn thông của riêng mình vào năm 2019 và nhanh chóng trở thành công ty lớn thứ 2 với 1,000 trạm viễn thông tính đến quý 3 năm 2020. Trong khi đó, công ty số 1 OCK - một towerco Malaysia - chỉ có 2,300 trạm viễn thông hiện tại mặc dù đã mua lại ~2.000 trạm viễn thông vào năm 2016. Được hỗ trợ bởi bề dày kinh nghiệm xây dựng và vận hành toàn bộ mạng lưới trạm viễn thông của Viettel (chiếm 43% tất cả các trạm viễn thông tại Việt Nam tính đến YE2019), CTR có chi phí và khả năng đảm bảo địa điểm trạm vượt trội (trang 19). Ngoài ra, với chi phí gia tăng không đáng kể khi cho thuê thêm nhiều MNOs trên một trạm viễn thông hiện có, có Viettel là khách thuê chính (anchor tenant) cho phép CTR cung cấp giá thuê cạnh tranh cho các MNOs khác, theo quan điểm của chúng tôi.

Triển vọng ngành đầy hứa hẹn trong bối cảnh ưu tiên tối ưu hóa chi phí của telcos và chính sách hỗ trợ của Chính phủ. Theo tổ chức nghiên cứu TowerXchange của Vương quốc Anh, tỷ lệ thâm nhập towerco của Việt Nam chỉ là 12% trong năm 2019 (còn lại thuộc sở hữu của MNO) so với 100% của Trung Quốc, 30% của Thái Lan, Indonesia là 72% và trung bình toàn cầu là 85%. Mô hình thuê ngoài và chia sẻ hạ tầng của towerco giúp các công ty viễn thông (telco) giảm capex và nâng cao hiệu quả bằng cách cắt giảm trùng lặp hạ tầng và nâng cao tính kinh tế theo quy mô. Đồng thời, Chính phủ đang đẩy mạnh việc áp dụng towerco thông qua việc ban hành Chỉ thị số 52/CT-BTTTT ngày 11/11/2019, trong đó yêu cầu các doanh nghiệp viễn thông tăng cường chia sẻ hạ tầng.

Mục lục

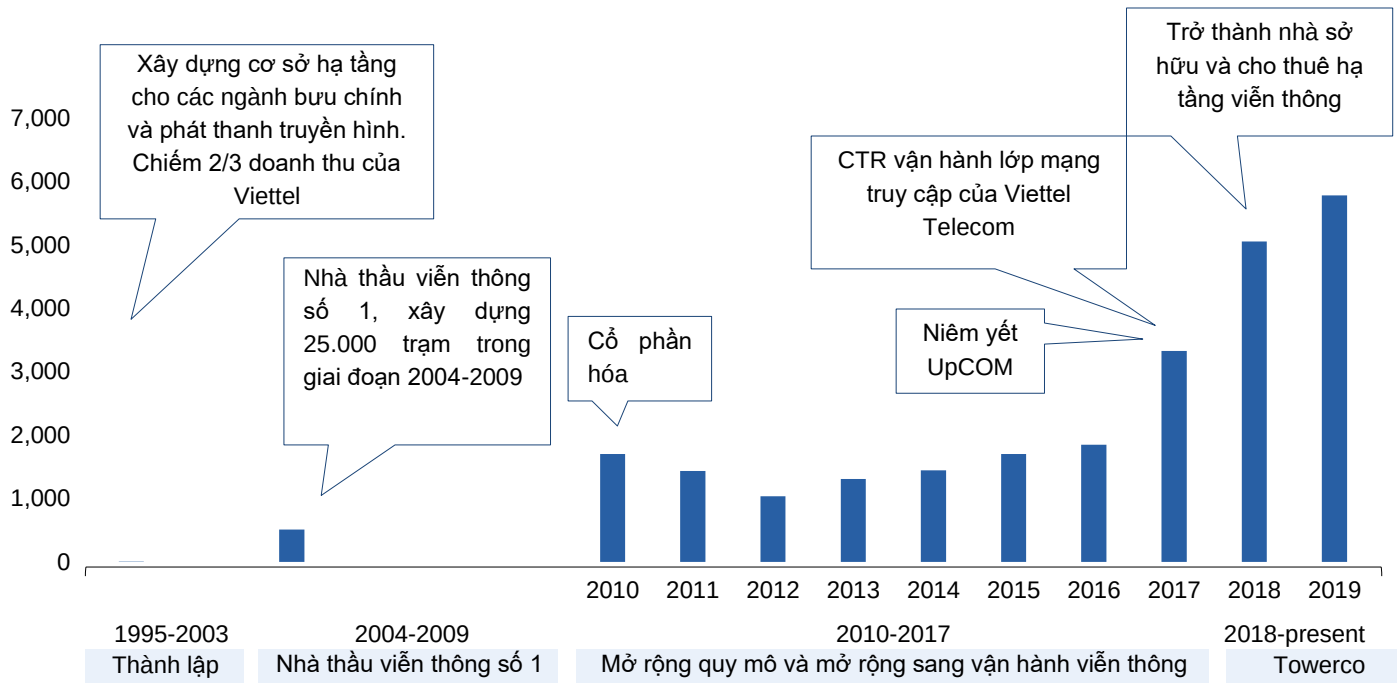
Mảng kinh doanh cho thuê hạ tầng viễn thông mới hấp dẫn	1
Tổng quan về công ty	3
1. Xuất phát từ đơn vị thi công của Viettel; dẫn đầu về xây dựng và vận hành hạ tầng viễn thông	3
2. CTR vận hành bốn mảng kinh doanh có sự tăng trưởng chủ yếu gắn liền với lĩnh vực viễn thông	5
Tổng quan và triển vọng ngành Towerco	7
1. Tổng quan về ngành	7
1.1. Towerco là gì?	7
1.2. Mô hình kinh doanh towerco dựa trên lợi thế kinh tế theo quy mô trong khi tạo ra dòng doanh thu định kỳ, có thể dự đoán được	9
1.3. Thị trường towerco Việt Nam: non trẻ và phân mảnh	9
2. Triển vọng ngành	11
2.1. Tăng trưởng tiêu dùng dữ liệu (data) di động thúc đẩy nhu cầu trạm mới	11
2.2. Chính phủ Việt Nam kêu gọi chia sẻ hạ tầng viễn thông	13
2.3. Triển khai 5G thúc đẩy chu kỳ capex mới cho các small cell bên cạnh khuyến khích dùng chung trạm	14
2.4. Không chỉ có trạm: Hệ thống ăng ten phân tán, cáp quang và hệ thống năng lượng mặt trời là các cơ hội tăng trưởng khác	17
2.5. Bán và cho thuê lại (SALB) với các MNO cung cấp cơ hội tăng trưởng cho towercos	18
Lợi thế cạnh tranh của CTR: Chuyên môn hàng đầu đem lại lợi thế về chi phí, đảm bảo vị trí trạm hiệu quả, và tận dụng lợi thế kinh doanh của Viettel	19
Kết quả tài chính lịch sử của CTR	20
Triển vọng công ty: EBITDA tăng mạnh nhờ mảng towerco	24
1. Towerco: Trạm mới thúc đẩy EBITDA	24
2. Vận hành: Tăng trưởng ổn định được thúc đẩy bởi việc mở rộng hạ tầng của Viettel	26
3. Xây dựng: Tăng trưởng EBITDA một chữ số, một phần được hỗ trợ bởi triển khai 5G	28
4. Tích hợp hệ thống: Tìm kiếm các cơ hội tăng trưởng liên kế trong năng lượng tái tạo, hệ thống ICT và giải pháp thông minh	29
Tổng quan dự báo giai đoạn 2020-2023	31
Định giá	32
Các công ty so sánh cùng ngành	34
Kịch bản cao: SALB trạm hiện có của Viettel	35
Rủi ro đầu tư	36
1. Phụ thuộc nhiều vào Viettel	36
2. Tốc độ gia tăng tỷ lệ cho thuê chung mỗi trạm (tenancy rate) chậm hơn dự kiến	36
3. Tăng cạnh tranh từ các MNO-led towerco mới	36
Thuật ngữ	36
Phụ lục	36
Báo cáo tài chính	37

Tổng quan về công ty

1. Xuất phát từ đơn vị thi công của Viettel; dẫn đầu về xây dựng và vận hành hạ tầng viễn thông

CTR được thành lập năm 1995 với tư cách là đơn vị thi công trực thuộc Tập đoàn Điện tử Viễn thông Quân đội (SIGELCO) - tiền thân của Tập đoàn Viễn thông Quân đội Viettel, là tập đoàn viễn thông lớn nhất Việt Nam với doanh thu năm 2019 là 11 tỷ USD. Năm 2005, công ty được đổi tên thành Công ty TNHH Công trình Viettel, do Viettel làm chủ sở hữu 100%. Kể từ khi thành lập, CTR đã xây dựng hạ tầng viễn thông cho Viettel ở cả thị trường trong và ngoài nước như Campuchia, Lào, Myanmar, Peru và Mozambique.

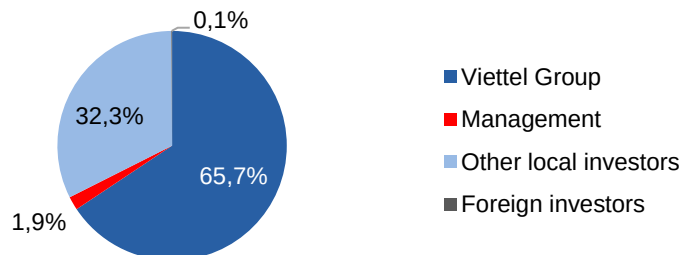
Hình 1: Doanh thu hàng năm (Tỷ VND) của CTR và các cột mốc quan trọng kể từ khi thành lập



Nguồn: CTR, VCSC

Năm 2010, CTR tiến hành cổ phần hóa, giảm tỷ lệ cổ phần của Viettel từ 100% xuống còn 73,2%; CTR sau đó niêm yết trên UpCom vào cuối năm 2017. Trong tháng 12/2020, Viettel tiếp tục giảm tỷ lệ sở hữu xuống 65,7%. Viettel sẽ xem xét tiếp tục bán CTR nhưng chưa có kế hoạch thực hiện cụ thể do Viettel đang chờ chỉ thị mới từ Chính phủ. Trước đây, Chính phủ cho phép Viettel duy trì hơn 50% cổ phần CTR đến 2020, theo Quyết định 18/QĐ-TTG ngày 3/3/2018.

Hình 2: Cơ cấu cổ đông của CTR đến tháng 12/2020



Nguồn: CTR, HNX, VCSC

Đội ngũ quản lý của CTR giữ các chức danh quân đội và có nhiều kinh nghiệm trong hạ tầng viễn thông. Tương tự như công ty mẹ thuộc sở hữu quân đội, CEO của CTR, Phó CEO và hầu hết các thành viên hội đồng quản trị của CTR giữ chức vụ quân đội ngoài vai trò kinh doanh của họ. Hầu hết trong số họ đã xây dựng kinh nghiệm dài trong các lĩnh vực thiết kế, xây dựng và vận hành mạng viễn thông. Chúng tôi cũng thấy việc chuyển giao vị trí quản lý giữa CTR và các công ty con liên quan đến viễn thông khác của Viettel. Ví dụ, CEO hiện tại của CTR – ông Phạm Đình Trường – trước đây từng là Phó Tổng Giám đốc và sau đó là Tổng Giám đốc của Viettel Network, đơn vị sở hữu hạ tầng viễn thông lõi của Viettel.

Hình 3: Hội đồng quản trị CTR

	Tiểu sử
Ông Nguyễn Đình Chiến Chủ tịch HĐQT 	Phó Tổng Giám đốc Viettel. Gia nhập Viettel vào năm 2001 và đóng vai trò là Trưởng Ban R&D. Gia nhập Hội đồng quản trị của CTR vào tháng 6 năm 2020. Cấp bậc quân đội: Đại tá.
Ông Phạm Đình Trường Phó Chủ tịch kiêm Tổng Giám đốc 	Gia nhập Viettel vào năm 2002 và có 6 năm làm Phó Tổng Giám đốc Viettel Network, một công ty con của Viettel sở hữu và vận hành mạng viễn thông lõi của Viettel. Gia nhập CTR với tư cách là Phó Tổng Giám đốc vào năm 2017 trước khi được thăng chức CEO vào năm 2018. Cấp bậc quân sự: Trung tá.
Ông Bùi Thế Hùng Phó Giám đốc điều hành 	Đóng vai trò quan trọng trong xây dựng và phát triển cơ sở hạ tầng của Viettel. Gia nhập Hội đồng quản trị của CTR vào năm 2015 và trở thành Phó Tổng Giám đốc vào năm 2018. Cấp bậc quân sự: Trung tá.
Bà Nghiêm Phương Nhi 	Trưởng Ban Đầu tư Tài chính Viettel từ năm 2008. Gia nhập Hội đồng quản trị của CTR vào tháng 6 năm 2020.
Ông Nguyễn Tất Trường 	Một giám đốc điều hành tại Viettel Network. Gia nhập Hội đồng quản trị CTR năm 2018.

Nguồn: CTR, VCSC

Hình 4: Đội ngũ quản lý của CTR

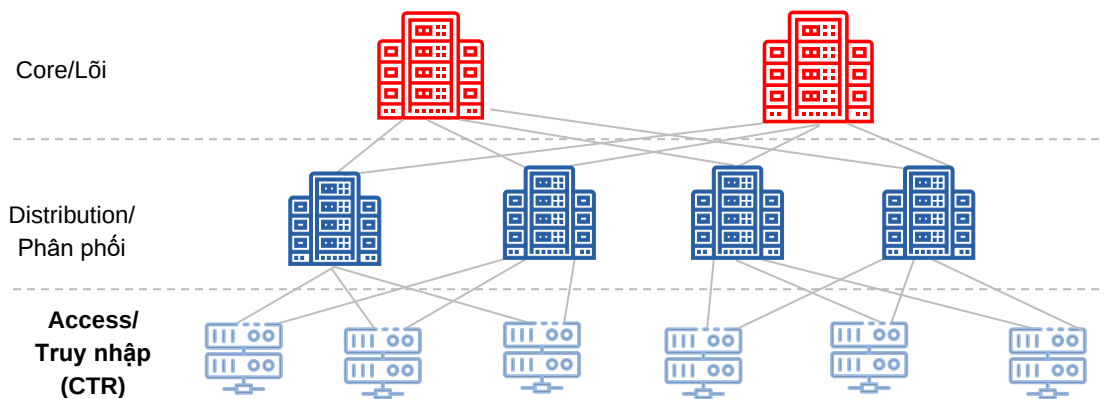
	Tiểu sử
Ông Phạm Đình Trường Tổng Giám đốc	Trình bày ở trên.
Ông Bùi Thế Hùng Phó Giám đốc điều hành	Trình bày ở trên.
Ông Nguyễn Thái Hùng Phó Giám đốc điều hành 	Gia nhập CTR năm 2004. 16 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng của CTR. Cấp bậc quân sự: Đại úy.
Bà Đào Thu Hiền Phó Giám đốc điều hành 	11 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực bán hàng; tập trung vào các khách hàng phi Viettel. Cấp bậc quân sự: Đại úy.
Ông Nguyễn Huy Dũng Phó Giám đốc điều hành 	18 năm kinh nghiệm thiết kế và phát triển mạng viễn thông cho Viettel. Cấp bậc quân sự: Đại úy.

Nguồn: CTR, VCSC

CTR đóng vai trò quan trọng trong việc Viettel vươn lên dẫn đầu ngành viễn thông Việt Nam. Viettel khởi đầu với tư cách là nhà thầu cho Quân đội và Tập đoàn viễn thông quốc gia – VNPT – vào những năm 1990. Trong giai đoạn này, CTR chiếm 2/3 doanh thu của Viettel. Năm 2000, Viettel gia nhập thị trường viễn thông cố định và sau đó là thị trường viễn thông di động vào năm 2004. Năm 2009, chỉ vài năm sau khi gia nhập thị trường, Viettel đã đạt thị phần 43% trên thị trường viễn thông di động nhờ vùng phủ sóng địa lý rộng lớn, chất lượng mạng tốt và giá cả phải chăng. CTR đóng một vai trò quan trọng trong thành công này; ví dụ, công ty đã xây dựng 12,000 trạm cho Viettel chỉ trong năm 2009, tương đương với 25% tổng số trạm của Việt Nam tính đến YE2009. Ngoài trạm trạm viễn thông, CTR còn xây dựng hạ tầng cáp truyền dẫn của Viettel.

Tháng 3/2017, Viettel chuyển giao hoạt động vận hành mạng hạ tầng viễn thông sang CTR. Hạ tầng này bao gồm lớp mạng truy nhập của Viettel bao gồm các trạm viễn thông và sợi thuê bao. Nhờ sự chuyển giao này, số lượng nhân viên của CTR đã tăng từ 700 nhân viên lên 10.000 nhân viên trong năm 2017. Hiện tại, CTR đang vận hành 90% các trạm viễn thông của Viettel tại Việt Nam cùng với các mạng lưới viễn thông tại Campuchia và Myanmar.

Hình 5: Các lớp mạng viễn thông và vai trò vận hành của CTR

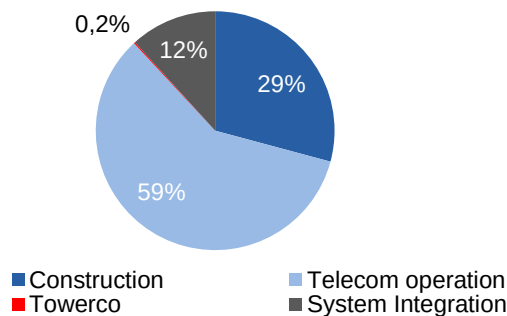


Nguồn: Cisco, VCSC

2. CTR vận hành bốn mảng kinh doanh có sự tăng trưởng chủ yếu gắn liền với lĩnh vực viễn thông

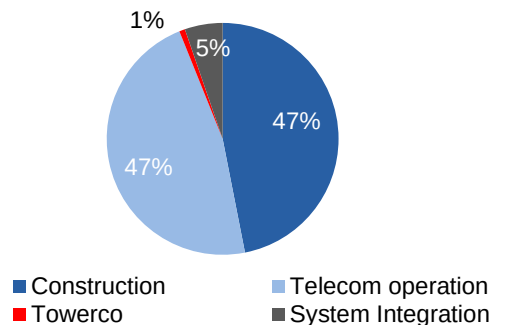
Xây dựng và Vận hành là trụ cột kinh doanh chính của CTR nhưng cho thuê hạ tầng ('Towerco') đang gia tăng. Năm 2019, mảng Xây dựng và Vận hành lần lượt chiếm 29% và 59% doanh thu CTR, tương ứng, và 47% và 47% lợi nhuận gộp. Trong khi đó, đóng góp lợi nhuận gộp từ Towerco tăng từ 1% năm 2019 lên 5% trong quý 3/2020. Doanh thu và lợi nhuận còn lại đến từ Tích hợp hệ thống và các phân khúc khác, trong đó CTR lắp ráp và tích hợp các hệ thống điện tử như pin mặt trời, camera giám sát và internet của sự vật.

Hình 6: Cơ cấu doanh thu 2019 của CTR



Nguồn: CTR

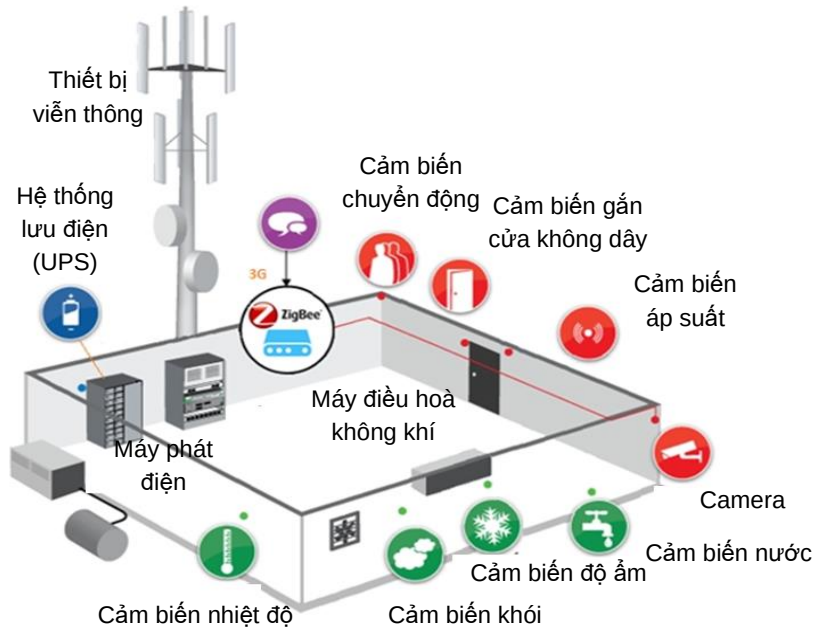
Hình 7: Cơ cấu LN gộp 2019 của CTR



Nguồn: CTR

Có sự hiệp lực đáng kể giữa các mảng kinh doanh của CTR. Ví dụ, kinh nghiệm của CTR trong việc xây dựng và vận hành hạ tầng viễn thông cung cấp những hiểu biết có giá trị cho mảng towerco của CTR. Ngoài ra, chuyên môn của CTR về hệ thống điện tử và năng lượng viễn thông có thể được tận dụng cho các hệ thống khác như năng lượng mặt trời và camera giám sát cũng như các dự án cơ điện (M&E). Chúng tôi lưu ý rằng một số trạm viễn thông có các hệ thống năng lượng mặt trời và camera an ninh riêng (**Hình 8**).

Hình 8: Một trạm viễn thông macro và hệ thống giám sát từ xa kèm theo



Nguồn: Công nghệ Sao Bắc Đẩu, VCSC

Hơn 90% doanh thu và lợi nhuận của CTR trong năm 2019 đến từ Việt Nam, theo ước tính của chúng tôi. Trước năm 2019, CTR đã hoạt động tại 9 quốc gia - nơi Viettel có mặt – sau đó được thu nhỏ xuống còn 5 quốc gia vào tháng 9/2019 khi Viettel hoàn thành việc xây dựng hạ tầng ở các quốc gia khác. Trong số các thị trường nước ngoài hiện nay, Myanmar và Campuchia là hai thị trường quan trọng nhất, nơi CTR cung cấp cả dịch vụ xây dựng và vận hành cho Viettel.

Hình 9: Các công ty con của CTR tính đến tháng 12 năm 2020

	Tỉ lệ sở hữu của CTR	Thị phần của Viettel (2019)	Dân số nước sở tại (triệu, 2019)
Công trình Viettel (CTR) Lào	100,0%	56%	7
CTR Cambodia	99,9%	41%	16
CTR Myanmar	99,95%	21%	54
CTR Mozambique	99,35%	38%	29
CTR Peru	99,9%	16%	32
Công ty con trước đây			
CTR Haiti	98,0%	38%	11
CTR Tanzania	99,8%	13%	56
CTR Cameroon	99,8%	30%	25
CTR Burundi	99,8%	55%	11

Nguồn: VGI, CTR

Viettel là khách hàng lớn nhất của CTR. Theo ước tính chúng tôi, Viettel và các công ty con chiếm 85% doanh thu CTR năm 2019. Theo CTR, doanh thu xây dựng của CTR thường đi theo đầu tư capex mạng lưới của Viettel trong khi doanh thu hoạt động được thúc đẩy bởi quy mô mạng Viettel.

Ngoài Viettel, CTR cung cấp dịch vụ xây dựng nhà ở (chưa đến 10% doanh thu năm 2019) cho các hộ gia đình cũng như các công ty bất động sản như Vingroup (HOSE: VIC) và FLC (HOSE: FLC). Trong khi đó, CMC Telecom (HOSE: CMG), Bộ Công an và Myanmar Tower Development là một số khách hàng ngoài Viettel của CTR trong mảng vận hành. Cuối cùng, mảng tích hợp hệ thống - phục vụ các hộ gia đình, chính quyền thành phố và các tập đoàn – có sự đóng góp cao nhất từ các

khách hàng ngoài Viettel. Một số dự án đáng chú ý của CTR trong phân khúc tích hợp hệ thống là hệ thống camera giám sát cho Ngân hàng OCB, cơ điện cho các showroom của VinFast, nhà thông minh và hệ thống an ninh cho dự án Vinhomes Imperia Hải Phòng và dự án năng lượng mặt trời Thuận Minh 2 (50 MWp).

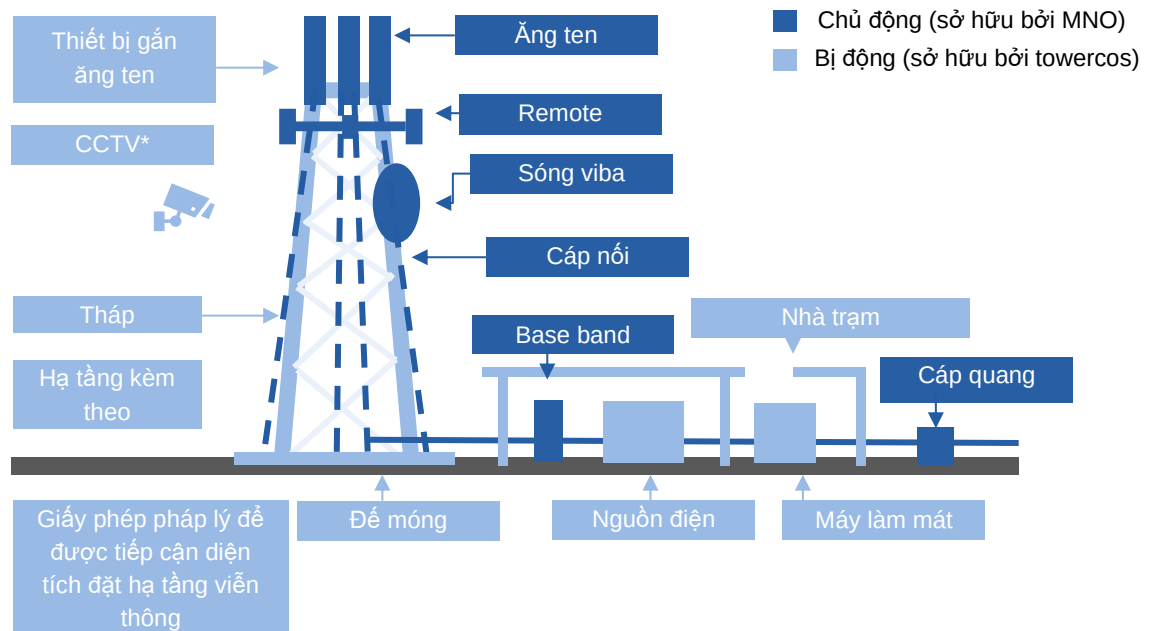
Tổng quan và triển vọng ngành Towerco

1. Tổng quan về ngành

1.1. Towerco là gì?

Các công ty tower, hoặc các towerco, sở hữu hạ tầng viễn thông thụ động như các trạm trạm viễn thông và cho thuê chúng lại cho các nhà khai thác mạng di động ('MNOs / telcos'). Trong một thị trường viễn thông đang giai đoạn phát triển (như Việt Nam cho đến nay), nơi hạ tầng được coi là lợi thế cạnh tranh quan trọng cho một MNO, các MNOs sẽ có xu hướng tự sở hữu và vận hành tất cả các tài sản hạ tầng của họ. Tuy nhiên, khi thị trường trở nên trưởng thành hơn, mô hình sở hữu này sẽ tạo ra sự trùng lặp hạ tầng và kém hiệu quả cho các MNOs ngoài việc làm giảm tập trung vào việc nâng cao chất lượng dịch vụ khách hàng bởi việc sở hữu gánh nặng tài sản cố định. Bằng cách thuê ngoài hạ tầng thụ động từ các towerco, các MNOs có thể tập trung nhiều hơn vào chất lượng dịch vụ khách hàng của họ bên cạnh việc tiết kiệm chi phí từ việc chia sẻ tài sản vì các towerco có thể tận dụng quy mô để giảm chi phí sử dụng tài sản cho các MNOs.

Hình 10: Một trạm viễn thông (tower site/cell site) và quyền sở hữu tài sản điển hình



Nguồn: EY, VCSC; * camera giám sát

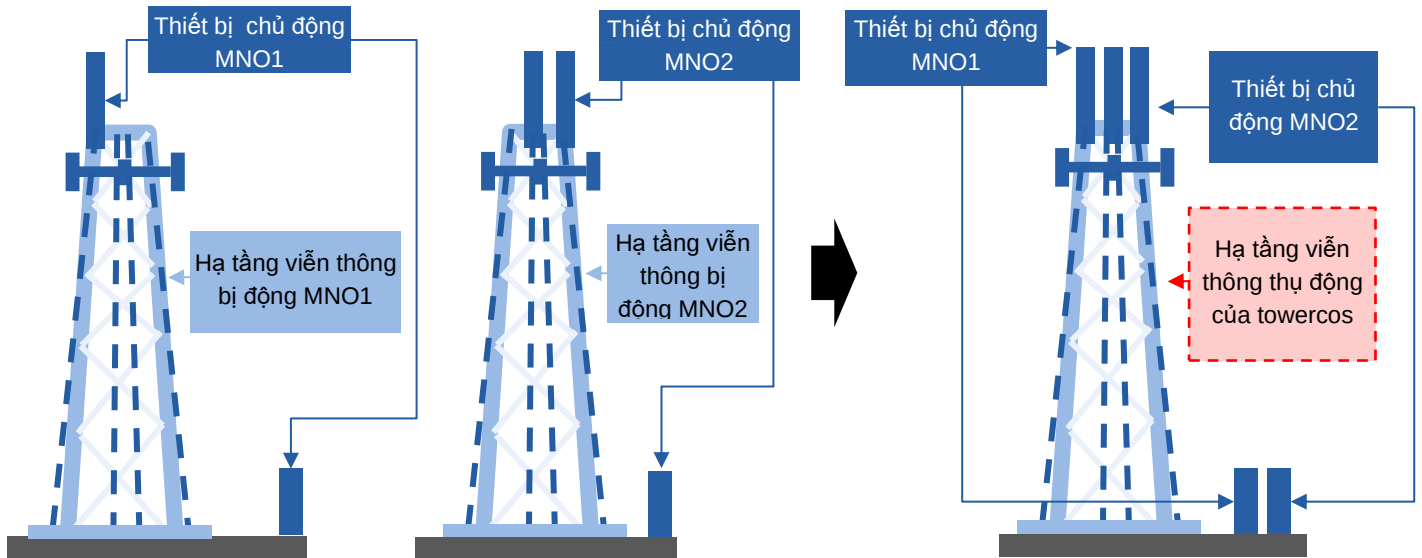
Hình 11: Ưu và nhược điểm của việc chia sẻ cơ sở hạ tầng thụ động từ góc độ telco

Ưu điểm	Nhược điểm
- Tiết kiệm capex/opex đáng kể (tiết kiệm 20%-30% ở Ấn Độ, mỗi EY) - Giảm rủi ro đầu tư trạm viễn thông - Giữ quyền kiểm soát tần số - Có quyền kiểm soát các trạm được chia sẻ - Không/ít trở ngại về quy định - Dễ dàng chuyển sang các hình thức chia sẻ khác như chia sẻ hạ tầng chủ động và chia sẻ tần số - Lợi ích môi trường	- Tính khả dụng của không gian trống trên các trạm hiện có (nếu các trạm được dùng chung). - Có thể phải lập kế hoạch phân bổ trạm

Nguồn: Hiệp hội viễn thông di động toàn cầu (GSMA), VCSC

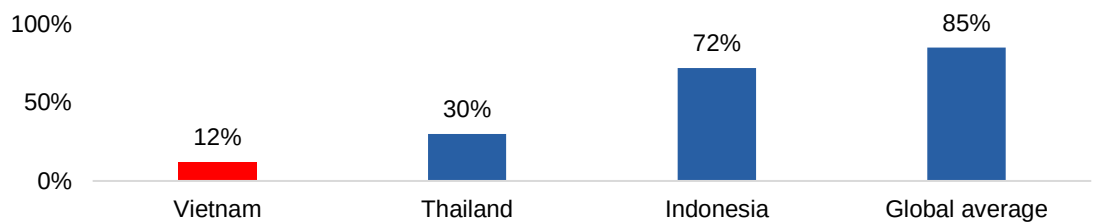
Chia sẻ hạ tầng thụ động đã phổ biến trên toàn cầu và vẫn đang gia tăng. Theo TowerXchange, các MNOs trực tiếp sở hữu 30% trạm viễn thông thế giới trong năm 2019 so với gần 100% trước năm 1990. Cùng với sự xuất hiện của các công ty towerco độc lập, nhiều MNOs đã giảm tỉ lệ sở hữu và tách riêng (carveout) hạ tầng thụ động của họ để thành lập các công ty con towerco riêng hoặc liên doanh. Ví dụ, towerco lớn nhất châu Âu Deutsche Funkturm được thành lập dựa trên bộ phận tower của Deutsche Telekom vào năm 2002, ba MNOs lớn nhất của Trung Quốc cũng góp các trạm viễn thông để thành lập China Tower vào năm 2016, và Vodafone và Orange đã carve out các trạm viễn thông vào năm 2019.

Hình 12: Vai trò của Towerco trong chia sẻ hạ tầng viễn thông



Nguồn: EY, VCSC

Hình 13: Tỷ lệ thâm nhập towerco của Việt Nam so với các nước khác năm 2019



Nguồn: TowerXchange, VCSC

Hình 14: Hình ảnh các trạm viễn thông tại Việt Nam



Nguồn: VCSC tổng hợp

1.2. Mô hình kinh doanh towerco dựa trên lợi thế kinh tế theo quy mô trong khi tạo ra dòng doanh thu định kỳ, có thể dự đoán được

Dòng doanh thu ổn định và có thể dự đoán được. Mô hình kinh doanh towerco tập trung vào việc xây dựng hoặc mua lại trạm viễn thông và sau đó cho các MNOs thuê theo hợp đồng dài hạn và thường không hủy ngang khoảng 5-10 năm. Towerco cũng chịu trách nhiệm vận hành và bảo trì các vị trí trạm và hạ tầng liên quan. Nguy cơ mất doanh thu là nhỏ nếu các towerco có các MNO lớn và tài chính tốt là khách thuê của họ. Ngoài trạm, các towerco còn đầu tư và cho thuê các tài sản viễn thông và hạ tầng liên quan khác như hệ thống ăng ten phân tán, cáp quang và hệ thống năng lượng mặt trời (ví dụ, hệ thống năng lượng mặt trời cung cấp năng lượng cho các trạm viễn thông).

Tính kinh tế theo quy mô lớn khi thêm khách thuê và hệ thống ăng-ten của họ vào trạm hiện hữu yêu cầu chi phí gia tăng thêm không đáng kể. Hình 15 cho thấy biên lợi nhuận của CTR thay đổi theo số lượng khách thuê của mỗi trạm.

Hình 15: Phân tích hiệu suất lợi nhuận của một trạm viễn thông của CTR

triệu VND	Một khách thuê	Hai khách thuê	Ba khách thuê
Doanh thu	70	126	179
Lợi nhuận gộp	18	74	127
Biên lợi nhuận gộp	26%	59%	71%
EBITDA	52	107	158
Biên EBITDA	74%	85%	89%
Vốn XDCB	246	0	0
Giá thuê cơ bản hàng năm	70	70	70
Chiết khấu đồng vị trí*	0%	10%	15%
Tỷ lệ cho thuê thực tế/khách thuê	70	63	60

Nguồn: CTR, VCSC analysis; *Chúng tôi giả định hai và ba nhà mạng cùng thuê một trạm sẽ nhận được lần lượt 10% và 15% chiết khấu.

Cường độ capex thấp trong dài hạn. Capex bảo trì định kỳ của các towerco thường thấp ở ~ 3% doanh thu hàng năm. Đặc điểm kinh doanh này, cùng với các dòng doanh thu ổn định nêu trên, có nghĩa là dòng tiền tự do của Các towerco hoạt động như các dòng niên kim (tức là có một khoản chi trả trước lớn theo sau bởi các dòng tiền lặp lại).

Rủi ro lỗi thời công nghệ thấp. Không giống như telcos, các towerco không sở hữu thiết bị mạng chủ động. Trong khi trạm viễn thông tương đối không bị ảnh hưởng bởi những thay đổi trong công nghệ mạng, telcos phải liên tục đầu tư vào các công nghệ mạng mới với trọng tâm là tối ưu hóa thời điểm đầu tư. Các khoản đầu tư quá sớm có thể làm giảm ROIC của các công ty viễn thông (lợi nhuận trên vốn đầu tư) trong khi các khoản đầu tư muộn có thể dẫn đến tổn thất thị phần do lỗi thời công nghệ.

Hiểu biết tốt về phong tục và quy định địa phương cũng như đảm bảo vị trí địa điểm tốt là những yếu tố thành công chính cho các towerco. Đầu tiên, theo công ty nghiên cứu thị trường Mỹ Frost & Sullivan, các towerco cần phải am hiểu phong tục địa phương, quy trình kinh doanh và quy định về trạm viễn thông để có được giấy phép xây dựng và giấy phép hoạt động. Thứ hai, họ cần phải có trạm ở các địa điểm tốt đối với MNOs để đạt được tỷ lệ thuê chung (tenancy rate) cao (tức số lượng khách thuê trung bình mỗi trạm). Ngoài hai yếu tố này, các yếu tố khác quan trọng đối với một doanh nghiệp towerco bao gồm (1) sự độc lập tương đối của towerco đối với khách thuê chính (anchor tenant). Bởi vì đối thủ của khách thuê chính có thể lo ngại về khả năng đối xử không công bằng bởi towerco, (2) cấu trúc ngành như mức độ cạnh tranh và sức mạnh thương lượng tương đối giữa các towerco và MNOs, và (3) hiệu quả hoạt động của towerco.

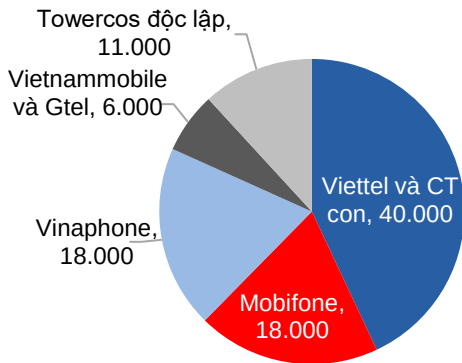
1.3. Thị trường towerco Việt Nam: non trẻ và phân mảnh

Không giống như thị trường toàn cầu, các MNO vẫn kiểm soát phần lớn các trạm viễn thông ở Việt Nam. Theo TowerXchange và CTR, 88% tổng số trạm viễn thông tại Việt Nam thuộc sở hữu của các MNOs tính đến YE2019 (Hình 16) với Viettel dẫn đầu. Ngoài Viettel, chưa có MNO nào thành lập hay công bố kế hoạch thành lập công ty con towerco của riêng mình.

Theo quan điểm của chúng tôi, sự phổ biến của towerco của Việt Nam vẫn còn thấp chủ yếu bởi vì cho đến nay, các công ty viễn thông ở Việt Nam muốn tự sở hữu hạ tầng do xem đó như là một lợi thế cạnh tranh quan trọng - đặc biệt là về độ phủ mạng lưới địa lý. Tình trạng này là điển hình của một thị trường viễn thông đang trong giai đoạn phát triển, như chúng tôi đã đề cập ở trên.

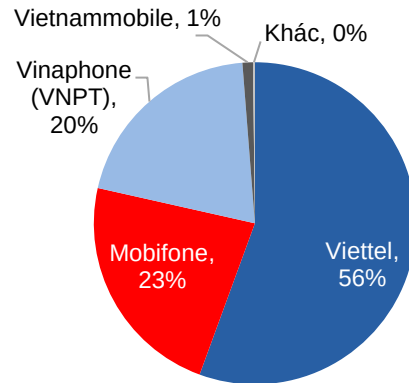
Mặc dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng Vinaphone và Mobifone - telcos hàng đầu khác ngoài Viettel - hiện đang chia sẻ ~30% hạ tầng trạm do cả hai đều thuộc sở hữu của VNPT (Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam - một doanh nghiệp nhà nước) trước khi Mobifone tách khỏi VNPT vào năm 2016.

Hình 16: Cấu trúc sở hữu trạm viễn thông ở Việt Nam tính đến YE2019



Nguồn: CTR, TowerXChange

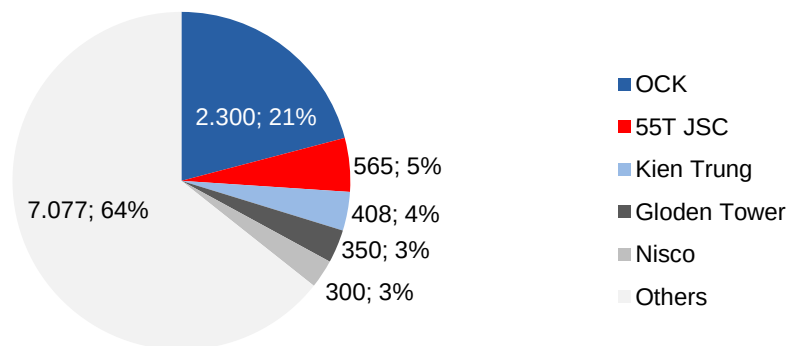
Hình 17: Thị phần viễn thông di động Việt Nam năm 2018 (tính theo doanh thu)



Nguồn: MIC, VCSC

Thị trường Towerco bị phân mảnh với nhiều công ty nhỏ. Tính đến YE2019, chỉ có một towerco có hơn 1.000 trạm viễn thông. Tổng thị phần (dựa trên số lượng trạm không thuộc sở hữu của MNO) của năm các towerco hàng đầu chỉ là 36%. Hơn nữa, 64% các towerco có ít hơn 300 trạm mỗi. Chúng tôi tin rằng khi xu hướng chia sẻ hạ tầng cất cánh trong tương lai, thị trường towerco sẽ trở nên tập trung hơn khi nhiều công ty có khả năng hơn sẽ xuất hiện để tận dụng cơ hội tăng trưởng này.

Hình 18: Số lượng trạm và thị phần của các towerco tại Việt Nam (2019)



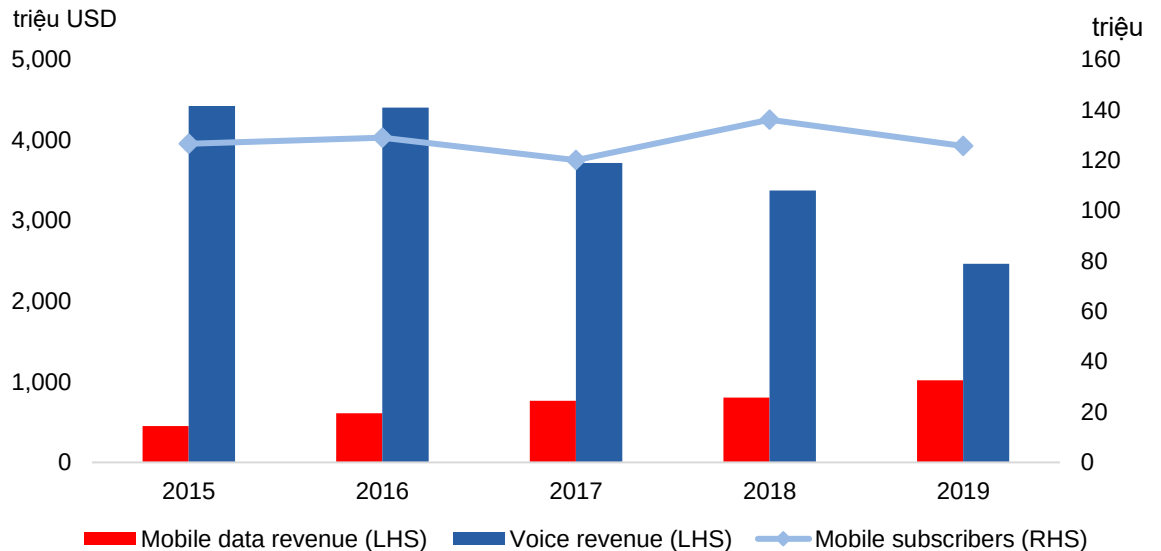
Nguồn: TowerXchange, CTR, VCSC

2. Triển vọng ngành

2.1. Tăng trưởng tiêu dùng dữ liệu (data) di động thúc đẩy nhu cầu trạm mới

Người tiêu dùng Việt Nam đang tăng gia tiêu thụ dữ liệu di động. Theo Cục Viễn thông Việt Nam (VNTA), doanh thu dữ liệu di động của Việt Nam đã tăng từ ~500 triệu USD năm 2015 lên ~1 tỷ USD năm 2019, ngụ ý CAGR hơn 20% trong giai đoạn 2015-2019. Tổng lượng tiêu thụ dữ liệu di động tăng với tốc độ nhanh hơn nhiều khi giá dữ liệu di động giảm hơn 4 lần trong vài năm qua - theo phát biểu của VNPT năm 2019. Mạng xã hội, game online, streaming video trực tuyến và cải tiến chất lượng video là những động lực chính của sự tăng trưởng này, theo quan điểm của chúng tôi.

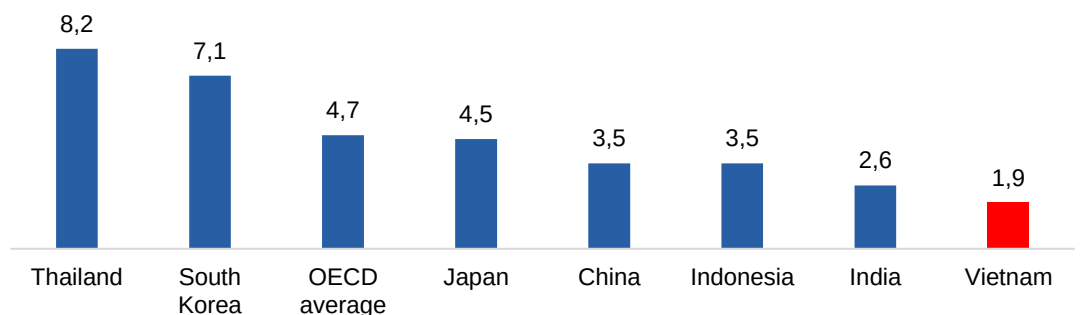
Hình 19: Các thống kê viễn thông di động chính của Việt Nam giai đoạn 2015-2019



Nguồn: Cục Viễn thông Việt Nam, VCSC

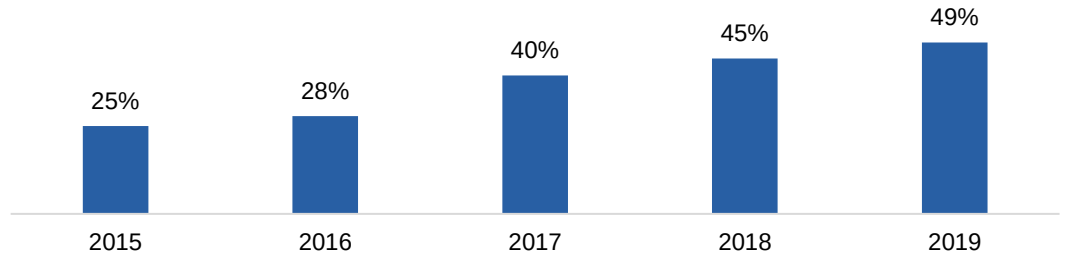
Tiêu dùng dữ liệu di động bình quân đầu người vẫn thấp hơn các quốc gia khác, cho thấy dư địa tăng trưởng hơn nữa. Theo Liên minh Viễn thông Quốc tế (ITU), số thuê bao băng rộng di động có hoạt động chỉ chiếm 51% tổng số thuê bao di động tại Việt Nam năm 2019 so với Ấn Độ là 57%, Trung Quốc của 83%, Hàn Quốc là 85% và Singapore là 100%. Trong khi đó, mức tiêu thụ dữ liệu di động hàng tháng của Việt Nam trung bình mỗi thuê chỉ 1,9 GB trong năm 2018, thấp hơn nhiều so với 3,5 GB của Indonesia, 3 của Trung Quốc 3.5 GB và 7,1 GB của Hàn Quốc trong năm 2018, theo Hình 20. Đáng chú ý, 51% của thuê bao di động Việt Nam phát sinh tiêu thụ dữ liệu trong năm 2019 và 32% thuê bao vẫn sử dụng điện thoại thông thường (feature phone) tính đến cuối quý 2 năm 2020, theo MIC. Hơn nữa, theo MIC, doanh thu dữ liệu chỉ chiếm 23% doanh thu di động trong năm 2019, thấp hơn trung bình toàn cầu là 43%.

Hình 20: Mức tiêu thụ dữ liệu di động trên mỗi thuê bao của Việt Nam so với các quốc gia khác (GB mỗi tháng, tính đến năm 2018)



Nguồn: Công bố thông tin công ty, JP Morgan, VCSC ước tính và tổng hợp

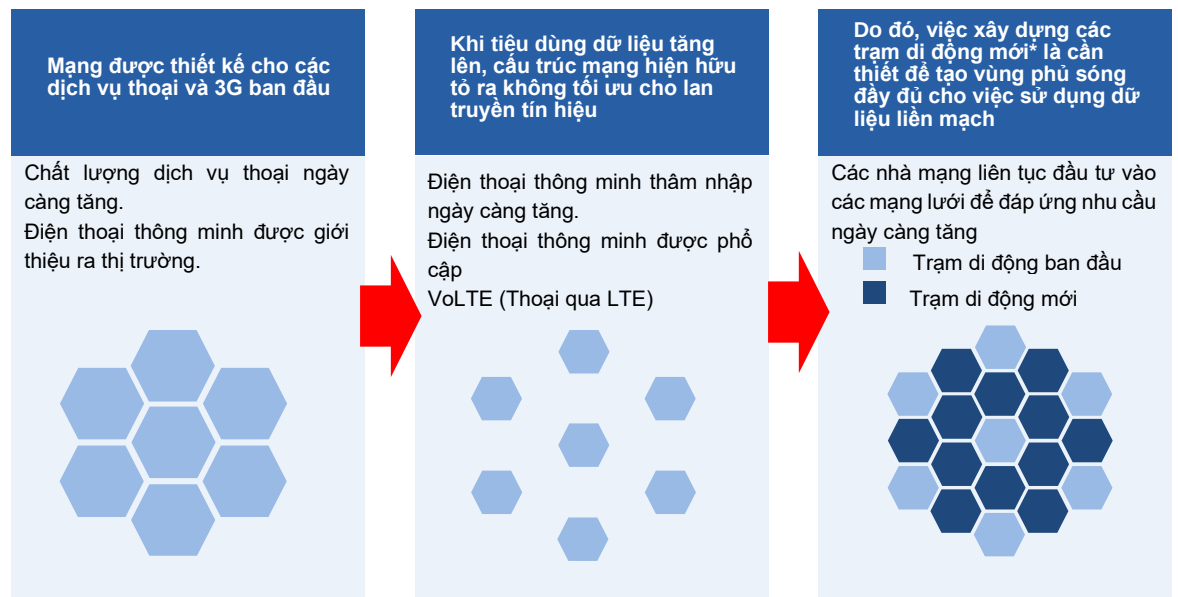
Hình 21: Tỷ lệ thuê bao di động của Việt Nam phát sinh doanh thu dữ liệu



Nguồn: MoIT, VCSC

Chúng dự báo số trạm viễn thông của Việt Nam và Viettel (bao gồm trạm của CTR) sẽ có CAGRs lần lượt khoảng 4% và 5% (không bao gồm các small cell 5G) giai đoạn 2020F-2023F. Để hỗ trợ cho tiêu dùng tiêu thụ dữ liệu ngày càng tăng, chúng tôi kỳ vọng các MNOs sẽ tăng mật độ mạng – việc xây dựng các trạm viễn thông mới giữa các trạm viễn thông hiện có - thay vì mở rộng mạng lưới của họ về mặt địa lý, trong bối cảnh vùng phủ sóng địa lý 4G của Việt Nam đã đạt hơn 95% tổng dân số tính đến YE2019 trong khi 3G là gần 99%, theo MIC.

Hình 22: Quá trình phát triển thiết kế mạng viễn thông



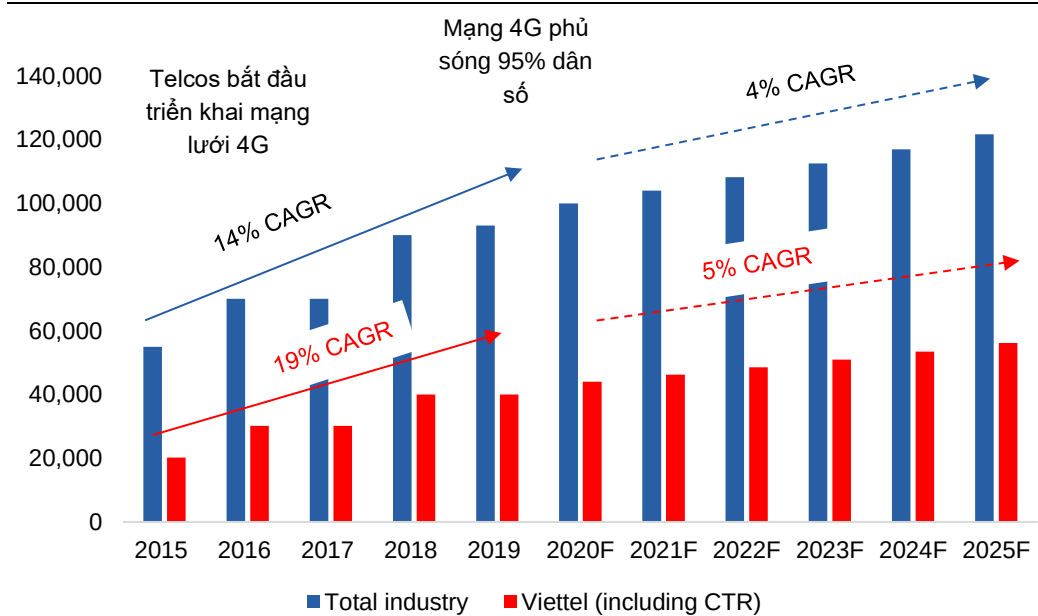
Nguồn: American Tower, VCSC; *trạm di động và trạm viễn thông giống nhau

Để đánh giá việc mở rộng trạm viễn thông ở Việt Nam, chúng tôi quan sát thị trường Trung Quốc. Theo Bộ Truyền thông Trung Quốc, tỷ lệ thuê bao băng thông rộng của Trung Quốc trong tổng số thuê bao di động đã tăng từ 60% trong năm 2015 (tương tự như mức của Việt Nam trong năm 2019) lên 84% trong năm 2019 trong khi số lượng trạm của China Tower (chiếm 96% tổng số trạm của Trung Quốc) ghi nhận CAGR 7% trong giai đoạn 2015-2019. Sự tăng trưởng số trạm này đã đạt được mặc dù tỷ lệ chia sẻ hạ tầng giữa các MNOs Trung Quốc gia tăng. Theo China Tower, số lượng khách thuê tăng ở mức CAGR 14% trong giai đoạn 2015-2019.

Với kỳ vọng của chúng tôi về sự tăng trưởng hai con số hàng năm về khối lượng dữ liệu di động, dự báo CAGR 4% của chúng tôi cho tổng số trạm của Việt Nam trong giai đoạn 2020F-2025F nằm ở vùng thận trọng. Đối với Viettel (bao gồm cả trạm của CTR), chúng tôi dự kiến CAGR cao hơn 5% do chúng tôi kỳ vọng (1) Viettel giành nhiều thị phần hơn từ các telcos khác và (2) thuê bao của Viettel sẽ tiêu thụ nhiều dữ liệu hơn so với thị trường chung. Theo công ty phân tích di động OpenSignal của Anh, Viettel có chất lượng và vùng phủ sóng mạng 4G cao nhất trong năm 2020, việc này, cùng với các chương trình chăm sóc khách hàng (ví dụ, Viettel ra mắt ứng dụng khách hàng thân thiết tập trung mang tên Viettel++ trong năm 2019) và các sáng kiến thúc đẩy tiêu thụ dữ

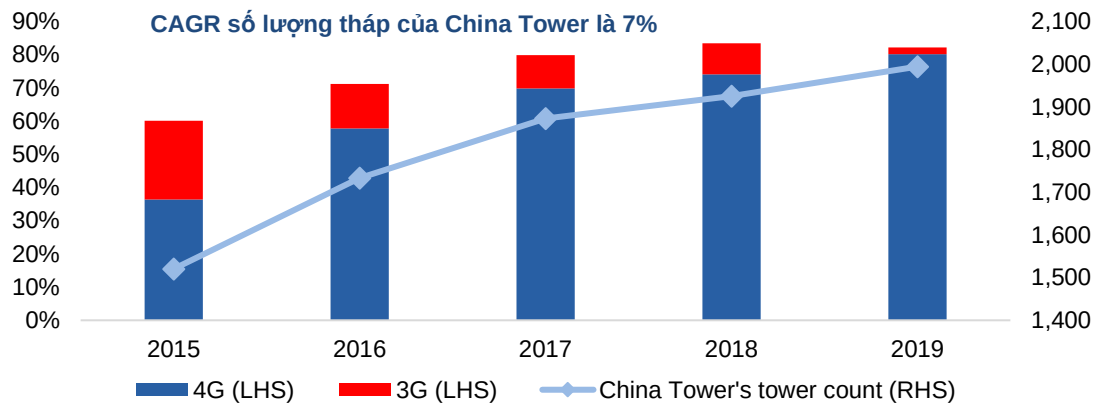
liệu (ví dụ, Viettel ra mắt ứng dụng streaming video trực tuyến và các giải đấu E-Sport vào năm 2020), sẽ thúc đẩy Viettel giành thêm thị phần.

Hình 23: Số lượng trạm viễn thông của Vietnam và Viettel giai đoạn 2015-2025F



Nguồn: TowerXchange, CTR, VCSC

Hình 24: Tỷ lệ thâm nhập băng thông rộng di động và số lượng trạm di động ('000)* của Trung Quốc trong 2015-2019



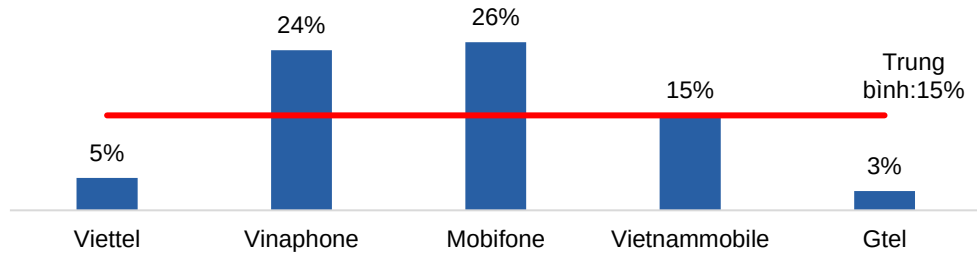
Nguồn: Bộ Truyền thông Trung Quốc, China Tower, VCSC; *Số trạm của China Tower – công ty chiếm 96% tổng số trạm của Trung Quốc.

2.2. Chính phủ Việt Nam kêu gọi chia sẻ hạ tầng viễn thông

Chỉ thị số 52/CT-BTTTT ngày 11/11/2019 yêu cầu các doanh nghiệp viễn thông tăng cường chia sẻ hạ tầng. Theo Chỉ thị này, mục tiêu của Chính phủ là (1) để tăng cường hiệu quả lợi nhuận trên vốn của telcos và (2) làm giảm tác động tiêu cực của trạm viễn thông đối với quan cảnh và môi trường. Quan trọng hơn, Chỉ thị đưa ra một khuôn khổ thực thi yêu cầu các sở Thông tin và Truyền thông tỉnh, các tổ chức chính phủ và các bên liên quan lập kế hoạch và đánh giá lại các hoạt động chia sẻ hạ tầng của các MNOs ở mỗi tỉnh nửa năm một lần. Theo quan điểm của chúng tôi, Chỉ thị này sẽ thúc đẩy tỷ lệ thuê chung (tenancy rate) của các towerco trong tương lai.

Chia sẻ hạ tầng giữa các telcos ghi nhận thành quả ban đầu năm 2020. Theo MIC, 45 trong số 63 tỉnh thành ở Việt Nam đã có quy hoạch chia sẻ hạ tầng giai đoạn 2020-2025. Theo tổng hợp của chúng tôi, hầu hết các tỉnh đều đặt mục tiêu tăng tỷ lệ số trạm dùng chung (tức là tỷ lệ trạm được chia sẻ) từ 15% hiện nay lên 30%-50% đến năm 2025. Ngoài ra, các công ty viễn thông Việt Nam cũng công bố kế hoạch chia sẻ ~2.200 trạm viễn thông trong năm 2020.

Hình 25: Tỷ lệ trạm dùng chung* của các MNO Việt Nam tính đến cuối quý 2 năm 2020



Nguồn: MIC; *tỷ lệ phần trăm cá trạm được dùng chung bởi các MNOs và không bao gồm 13 tỉnh chưa báo cáo cho Bộ TTTT bao gồm TP HCM, Hà Giang, Kiên Giang, Lào Cai, Nghệ An, Ninh Bình, Ninh Thuận, Phú Thọ, Quảng Nam, Quảng Trị, Thái Bình, Thanh Hóa, Thừa Thiên - Huế.

Hình 26: Thỏa thuận chia sẻ cơ sở hạ tầng được công bố vào năm 2020

Telcos	Số lượng tháp chung
VNPT, Mobifone	700
Viettel, VNPT, Mobifone, Gtel	326
Viettel, VNPT, Mobifone	1.200

Nguồn: MIC, VCSC tổng hợp

Hình 27: Kế hoạch chia sẻ hạ tầng viễn thông của một số tỉnh/thành phố

Tỉnh thành	Tỷ lệ trạm dùng chung mục tiêu năm 2025
Hà Nội	30%-35%
Bình Định	50%
Bình Thuận	30%
Thái Nguyên	40%-45%
Vĩnh Phúc	40%

Nguồn: Bộ Thông tin và Truyền thông, VCSC tổng hợp

2.3. Triển khai 5G thúc đẩy chu kỳ capex mới cho các small cell bên cạnh khuyến khích dùng chung trạm

Chúng tôi kỳ vọng việc triển khai mạng 5G sẽ thúc đẩy tăng mật độ mạng. Do phổ tần số và khả năng mang dữ liệu cao hơn, vùng phủ sóng của 5G nhỏ hơn nhiều so với 4G (Hình 28). Như vậy, đối với 5G, các telcos sẽ cần nhiều điểm phát sóng hơn để đạt được vùng phủ sóng địa lý tương tự như 4G. Chúng tôi lưu ý rằng sóng vô tuyến có mối quan hệ nghịch đảo giữa tần số và khả năng lan truyền (tức vùng phủ sóng). Phổ tần số cao có khoảng cách truyền ngắn hơn nhưng có khả năng mang lượng dữ liệu cao hơn. Trong khi đó, phổ tần số thấp tốt hơn trong việc truyền khoảng cách dài và thâm nhập vào sâu các tòa nhà.

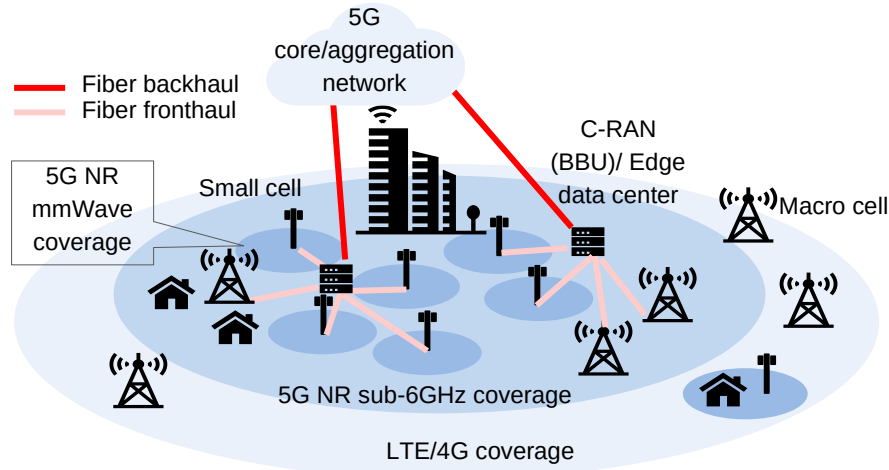
Theo CTR, số lượng điểm phát sóng (base station) mà lớp mạng 5G tăng thêm yêu cầu có thể gấp mười lần so với 4G. Theo quan điểm của chúng tôi, các base station mới này sẽ được triển khai trên cả các trạm viễn thông hiện có và các small cell 5G mới – nhóm này có thể được triển khai nhiều nhất ở các khu vực đô thị dày đặc. Theo CTR, capex cần thiết cho mỗi small cell là khoảng một phần mười trạm macro.

Hình 28: So sánh các công nghệ mạng khác nhau

	5G	LTE (4G)	Wi-Fi 802.11n (đường truyền cố định)
Lưu lượng	10 Gbps	>10 Mbps	450 Mbps
Tần số	Được cấp phép (700-900Mhz)	4G bands	2.4/5 GHz Không được cấp phép
Phủ sóng	< 15 km	100 km	<300 m
Độ trễ	Rất thấp	Thấp	Cao

Nguồn: EY, VCSC

Hình 29: Kiến trúc và vùng phủ sóng của 5G so với 4G (LTE)



Nguồn: EY, Qualcomm, VCSC

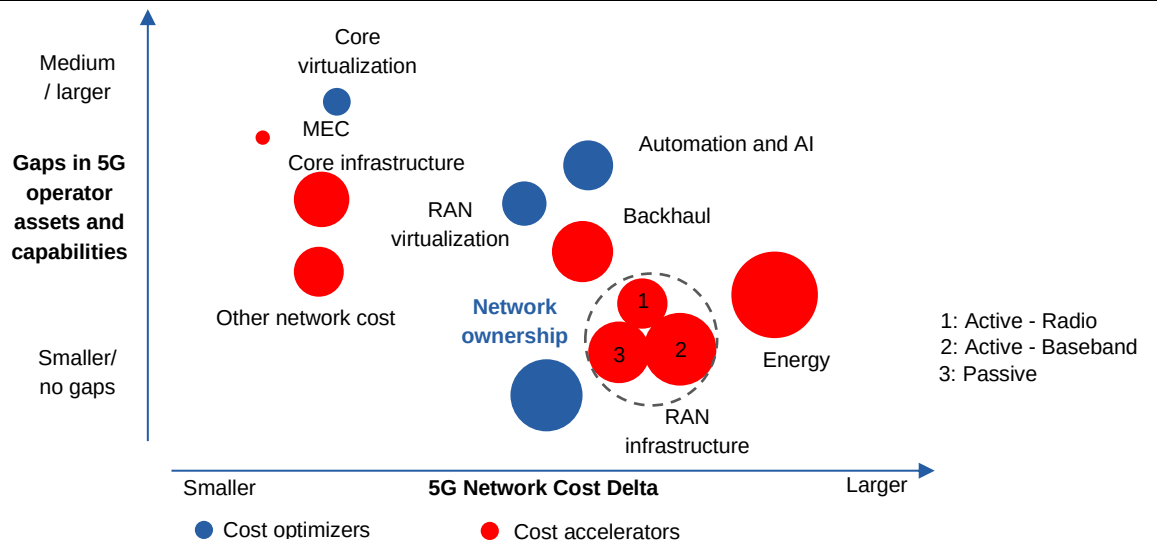
Hình 30: Phổ tần số di động của Việt Nam

Tần số	Công nghệ hiện tại	Ghi chú
700 MHz - 800 MHz	N/A	Kế hoạch cho 5G
900 MHz - 1,000 MHz	2G (GSM)	Chính phủ có kế hoạch đóng mạng 2G vào năm 2022. Dải tần số này sẽ được phân bổ lại cho 5G. Chúng tôi kỳ vọng tất cả các tháp 2G sẽ được tái sử dụng cho các công nghệ mới hơn.
1,700 MHz - 1,900 MHz	2G, 4G (LTE)	Có thể được phân bổ lại cho các công nghệ mới hơn.
1,900 MHz - 2,200 MHz	3G (UMTS), 4G	
Other Sub-6GHz* (e.g., 2,500 MHz - 2,700 MHz)	5G (trial)	Chính phủ có kế hoạch tổ chức đấu giá tần số vào năm 2021. Các dải phổ này có thể được sử dụng cho cả 4G và 5G.
mmWave** (e.g., 24.25 GHz - 27.5 GHz)	5G (trial)	

Nguồn: MIC, Spectrummonitoring, VCSC. *Phổ tần dưới 6 GHz (6.000 MHz). **Phổ tần nằm giữa 30 GHz và 300 GHz. bán kính phủ sóng của mmWave là ít hơn một km.

Theo quan điểm của chúng tôi, việc triển khai 5G cũng sẽ thúc đẩy xu hướng chia sẻ hạ tầng tại Việt Nam. Theo Hiệp hội Viễn thông Di động Toàn cầu (GSMA) – một hiệp hội của các MNO, hạ tầng thụ động như trạm viễn thông là một trong những thành phần chi phí lớn nhất trong quá trình chuyển đổi từ 4G sang 5G. Mặt khác, chia sẻ hạ tầng là sáng kiến tối ưu hóa chi phí tốt nhất về mức độ quy mô và khả năng thực hiện được.

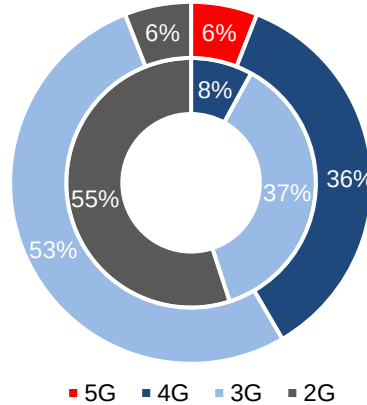
Hình 31: Các chi phí tăng thêm và giải pháp tối ưu hóa chi phí của 5G



Nguồn: GSMA's [5G-era Mobile Network Cost Evolution](#) report, VCSC; * Kích thước hình tròn đại diện % đóng góp vào tổng chi phí sở hữu mạng thời kỳ 5G; "RAN" và "MEC" là viết tắt của Radio Access Network và Multi-access Edge Computing.

Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng việc triển khai 5G ở Việt Nam sẽ diễn ra dần dần trong khi 4G sẽ ngày càng quan trọng giai đoạn 2021-2025. Với sự phổ biến của 4G (~40% tổng số thuê bao vào năm 2020, theo ước tính của chúng tôi) và mức tiêu thụ dữ liệu trên mỗi thuê bao di động thấp như hiện nay, chúng tôi kỳ vọng việc triển khai 5G ở Việt Nam sẽ chủ yếu ở các khu vực đô thị và cụm công nghiệp lớn, đặc biệt là những nhà máy sử dụng công nghệ IoT (internet of things) và tự động hóa. Theo GSMA, thuê bao 5G sẽ đạt 6% tổng số thuê bao di động tại Việt Nam vào năm 2025 so với gần như bằng 0 tính đến thời điểm hiện tại.

Hình 32: Tỷ lệ đóng góp công nghệ di động của Việt Nam trong năm 2018 (vòng trong) và 2025F (vòng ngoài)



Nguồn: GSMA, VCSC

Hình 33: Lịch triển khai 5G của Việt Nam

Cấp phép tần số 5G thử nghiệm	2019
Thử nghiệm 5G	Cuối 2020
Cấp phép tần số 5G thương mại	2021
Triển khai tần số 5G thương mại	Nửa cuối 2021

Nguồn: MIC, VCSC

Chúng tôi kỳ vọng 5G sẽ được triển khai chủ yếu ở các thành phố cấp 1 trong giai đoạn 2021-2025. Chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn 2021-2025 - về cơ bản là giai đoạn đầu tiên của việc triển khai 5G tại Việt Nam - một phần đáng kể của các thiết bị 5G sẽ được lắp đặt trên các trạm viễn thông hiện có, điều này sẽ làm giảm áp lực nhu cầu xây dựng các small cell 5G mới. Chúng tôi dự kiến ~44.000 small cell 5G mới sẽ được triển khai tại Việt Nam vào năm 2025.

Hình 34: Dự báo của VCSC cho số small cell 5G mới vào năm 2025

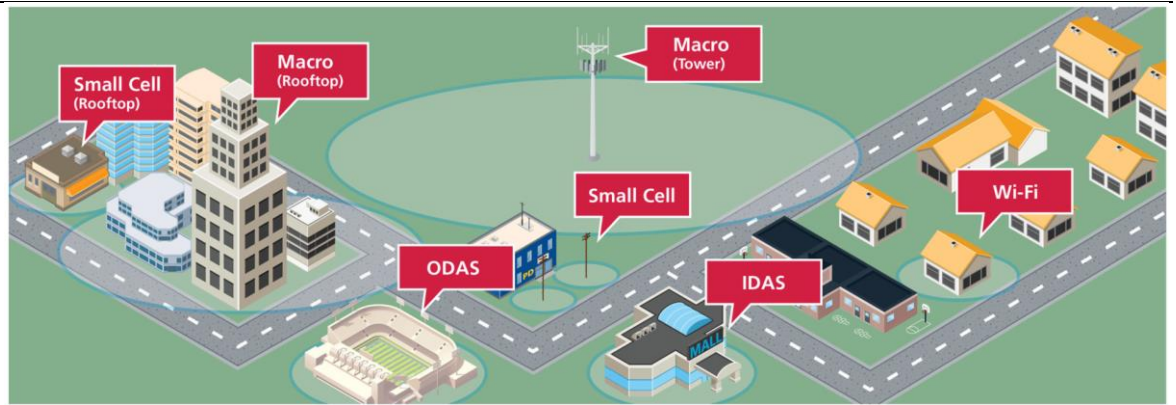
	Dân số 2019 (mn)	Diện tích (squared km)	Số trạm 2019	% diện tích bao phủ bởi 5G năm 2025	Số small cell 5G tại 2025*
TP. HCM	8,9	2.095	4.508	80%	14.427
Hà Nội	8,1	3.359	4.039	80%	12.925
Hải Phòng	2,0	1.523	1.459	50%	4.669
Đà Nẵng	1,1	1.285	1.591	50%	3.182
Cần Thơ	1,2	1.439	1.637	50%	3.274
Các cụm công nghiệp ở các tỉnh khác (~15% số lượng small cell 5G mới ở các tỉnh cấp 1)					5.771
Tổng cộng					44.248

Nguồn: GSO, MIC, VCSC estimates; * Chúng tôi giả định số lượng small cell 5G mới sẽ gấp bốn lần số lượng trạm hiện tại - thấp hơn ước tính của CTR rằng số base station 5G sẽ gấp 10 lần số base station 4G - vì chúng tôi giả định các trạm hiện hữu sẽ được dùng nhiều để lắp base station 5G

2.4. Không chỉ có trạm: Hệ thống ăng ten phân tán, cáp quang và hệ thống năng lượng mặt trời là các cơ hội tăng trưởng khác

Sự phát triển công nghệ mở ra cơ hội mới cho việc chia sẻ hạ tầng thụ động và chủ động. Theo TowerXchange, các towerco toàn cầu đã và đang đa dạng hóa các loại tài sản của họ cũng như chuyển dịch vào dịch vụ để tìm ra con đường tăng trưởng mới. Tài sản phổ biến nhất để đa dạng hóa là cáp quang trong khi các dịch vụ chính là hệ thống ăng-ten phân tán (DAS), quản lý năng lượng và tối ưu hóa hạ tầng thụ động. Theo EY, các towerco có lợi thế đặc biệt để tận dụng chuyên môn của họ trong các mảng kinh doanh liên kế nhờ kinh nghiệm của họ trong việc quản lý tài sản phân tán, quan hệ với các cơ quan chính phủ và duy trì mối quan hệ cân bằng với các MNO. Bảng dưới đây của chúng tôi tóm tắt một số phân khúc liên kế mà các towerco có thể hoạt động (Hình 36) cũng như các dịch vụ sản phẩm của các towerco hàng đầu thế giới (Hình 37).

Hình 35: Mạng di động không chỉ có trạm viễn thông



Nguồn: American Tower, VCSC; IDAS và ODAS viết tắt cho in-building distribution antenna systems và outdoor distribution antenna systems.

Hình 36: Cơ hội kinh doanh liên kế của các towerco và CTR

Mảng liên kế	Vai trò của Towerco	Nhu cầu thúc đẩy
Fibers/Cáp quang	Sở hữu và cho thuê cáp quang	- Fiber to towers/Cáp quang đến trạm (thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu dùng data và 5G) - Tiêu dùng internet băng thông rộng cố định bằng cáp quang - Data centers
DAS (distributed antenna system)	Sở hữu và cho thuê DAS	- Diện tích thương mại và công cộng như shopping malls, văn phòng, bệnh viện, sân bay và metro. - Nhu cầu tiêu thụ dữ liệu di động trong nhà
Smart city	- Sở hữu và cho thuê các cảm biến, thiết bị smart city - Triển khai và bảo dưỡng các hệ thống smart city	Nhu cầu smart city từ Chính phủ
Edge data centers	- Xây dựng và vận hành các data center cho edge computing - Triển khai và vận hành data centers	Ứng dụng nhiều hơn của 5G (Mạng 5G yêu cầu các data centers gần người sử dụng hơn. Các data centers có thể được đặt tại nhà máy hoặc trạm viễn thông).
Internet of Things (IoT)	Triển khai và vận hành hệ thống IoT	Nhu cầu Internet of Things
Power management services	- Cung cấp dịch vụ dự phòng năng lượng và quản lý năng lượng - Chia sẻ các tài sản năng lượng như pin mặt trời hoặc bán điện dư thừa. - Triển khai và bảo dưỡng hệ thống năng lượng	Nhu cầu năng lượng tái tạo và dự phòng năng lượng ở các địa điểm phân tán.

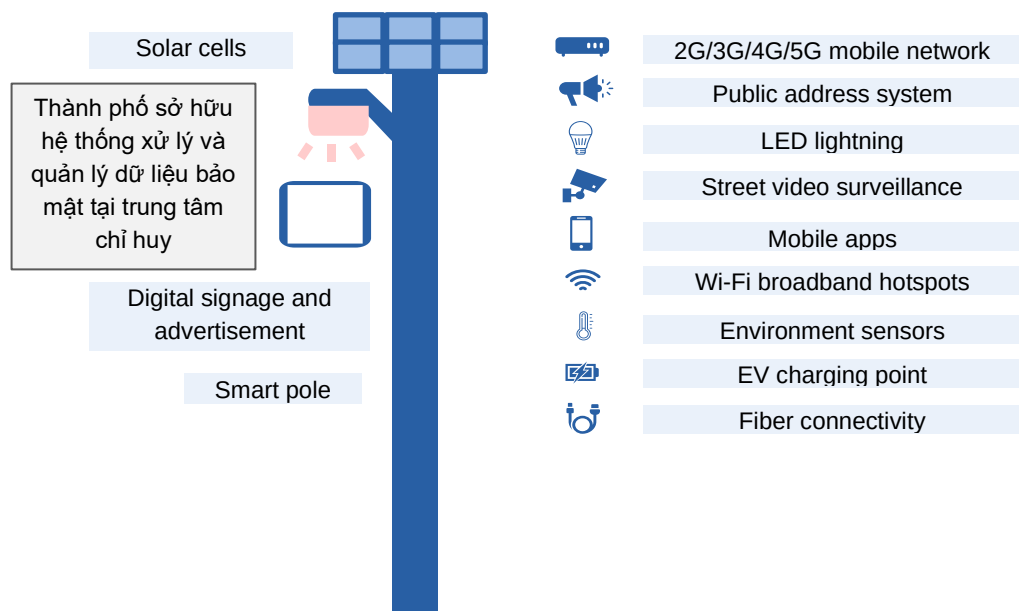
Nguồn: TowerXchange, EY, VCSC; *Màu đỏ thể hiện các lĩnh vực mà CTR đang tham gia.

Hình 37: Sản phẩm cung cấp của các towerco toàn cầu lớn (2018)

Quốc gia/Khu vực	Towerco	Số lượng tháp ('000)	Towers	DAS	Small cells	Fiber	Data center	Wi-Fi
Trung Quốc	China Tower	1.900	X	X	X			
Trung Quốc	Goudong	20	X	X		X		
Czech	CETIN	5	X			X		
Europe	Cellnex	25	X	X	X	X		
India	Bharti Infratel	40	X	X	X	X		
Indonesia	Protelindo	15	X	X	X	X		
Indonesia	Tower Bersama	13,5	X	X	X	X		
Indonesia	STP	6	X	X	X	X		
Ý	INWIT	11	X	X	X	X		
Malaysia, Myanmar, Việt Nam	OCK	3	X			X		
Nigeria & Trung Phi	HIS	23	X	X		X		
Nga	Russian towers	3	X	X		X		
Anh	Arqiva	9	X	X	X	X		
Anh, Ireland, Netherlands	Wireless Infra Group	2	X	X	X	X		
Mỹ	AMT	170	X	X	X	X	X	X
Mỹ	Crown Castle	40	X	X	X	X	X	X
Mỹ	Uniti Towers	<1	X	X	X	X		

Nguồn: TowerXchange, VCSC. Màu xanh thể hiện các dịch vụ đang tìm hiểu vào năm 2018

Hình 38: Kiến trúc của một cột đèn thông minh trong các thành phố thông minh và vai trò có thể có của các towerco (màu xanh)



Nguồn: EY, VCSC

2.5. Bán và cho thuê lại (SALB) với các MNO cung cấp cơ hội tăng trưởng cho towercos

Nhiều MNOs toàn cầu đã tách hạ tầng (carveout) để hình thành mảng towerco riêng hoặc đưa hạ tầng của họ vào các giao dịch SALB. Theo TowerXchange, nhiều MNOs muốn nắm bắt càng nhiều giá trị càng tốt từ hạ tầng thụ động của họ trong khi vẫn duy trì một số mức độ kiểm soát hạ tầng (ví dụ, khả năng giữ vị trí của trạm). Do đó, nhiều MNOs đã và đang tạo ra các công ty hạ tầng chuyên về trạm, cáp quang và trung tâm dữ liệu.

Ngoài ra còn có một xu hướng trong đó MNOs bán trạm của họ tạo ra các towerco thay thế. Ví dụ, tại Mỹ, Softbank (thông qua Sprint) đã đầu tư vào công ty hạ tầng viễn thông Lendlease trong khi các nhà mạng khác như Verizon và AT&T đang tìm cách hợp tác phát triển các công ty hạ tầng thay thế, theo TowerXchange.

Hình 39: Ví dụ về các giao dịch carvout hạ tầng những năm 2000

Trạm	Cáp quang	Cáp ngầm dưới biển	Data centers
- Telxius (owned by Telefonica) - Saudi Telecom Company - INWIT - ECO - Deutsche Funkrum - Vodafone - America movi - CTIL - China Mobile, China Telecom, China Unicom	- MTN - Chorus - Airtel - Uniti - Telesonic Network - Windstream - Openreach	- MTN - Telxius - Sparkle - Telkom Indonesia - MTN	- Telkom Indonesia - MTN

Nguồn: TowerXchange, VCSC

Hình 40: Các giao dịch bán và cho thuê lại trạm giai đoạn 2014-2020

	MNO	Towerco	Nước	Số trạm	Giá trị (tr USD)
2018	Tigo	SBA	El Salvador	800	145
2015	Airtel	IHS Tower	Zambia and Rwanda	1.100	180-200
2014	Estisalat	IHS Tower	Nigeria	2.136	400
2020	ZAIN	IHS Tower	Saudi Arabia	1.620	130

Nguồn: TowerXchange

Viettel có kế hoạch chuyển 10.000 trạm viễn thông sang CTR trong giai đoạn 2021-2025. Theo CTR và Viettel, Viettel ban đầu đặt mục tiêu bán và cho thuê lại 10.000 trong tổng số 40.000 trạm viễn thông hiện hữu tại Việt Nam cho CTR vào năm 2020; tuy nhiên, quá trình này đã chậm hơn so với dự kiến của Viettel. Chúng tôi lưu ý rằng giao dịch này vẫn được coi là một giao dịch liên quan đến tài sản nhà nước, có thể tốn thời gian và phức tạp mặc dù mối quan hệ công ty mẹ - con giữa Viettel và CTR. Theo Viettel, giá giao dịch sẽ đảm bảo lợi ích của cả Viettel và CTR.

Các dự báo hiện tại của chúng tôi hiện chưa bao gồm tác động tiềm năng của giao dịch SALB này vì cần thêm bằng chứng về việc CTR và Viettel có thể xóa bỏ các rào cản dẫn đến sự chậm trễ thực hiện trong năm 2020. Nếu được thực hiện thành công, các SALBs này sẽ có tác động tích cực đến hiệu suất kinh doanh của CTR, như chúng tôi thảo luận ở trang 35.

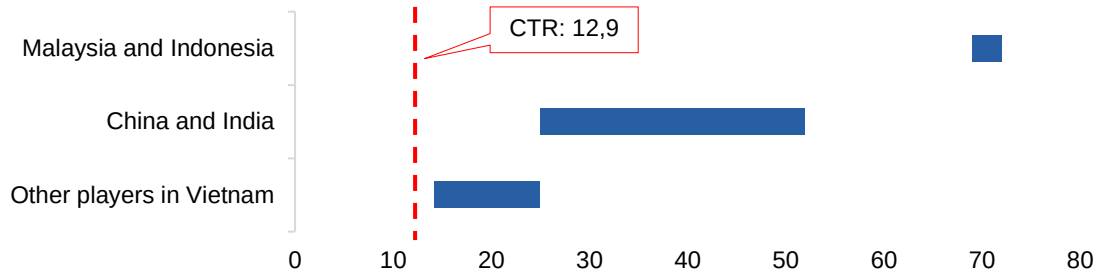
Lợi thế cạnh tranh của CTR: Chuyên môn hàng đầu đem lại lợi thế về chi phí, đảm bảo vị trí trạm hiệu quả, và tận dụng lợi thế kinh doanh của Viettel

Chuyên môn kinh nghiệm hàng đầu. Như chúng tôi đã đề cập, CTR đã xây dựng hạ tầng viễn thông cho Viettel từ cuối những năm 1990 và được thừa hưởng mảng vận hành viễn thông của Viettel vào năm 2017. Việc xây dựng 120.000 trạm viễn thông ở mười quốc gia khác nhau và vận hành hơn 35.000 trạm viễn thông là quy mô mà chỉ có một vài công ty towerco toàn cầu đạt được.

Chi phí đầu tư và vận hành thấp nhờ bí quyết kinh doanh, số hóa và khả năng nghiên cứu và phát triển (R&D) nội bộ. Theo Frost & Sullivan, hiệu quả chi phí xây dựng trạm tương quan chặt chẽ với quy mô, và các towerco lớn có thể có các giải pháp hiệu quả hơn thông qua R&D và thực hành tốt nhất (best practices). Theo CTR, chi phí đầu tư trạm thấp hơn ít nhất 10% so với các MNOs khác và thấp hơn nhiều so với các trạm viễn thông được tài trợ bởi các nhà đầu tư tài chính. CTR cho rằng lợi thế chi phí này là do (1) kinh nghiệm sâu rộng trong xây dựng hạ tầng viễn thông, (2) văn hóa kiểm soát chi phí chặt chẽ giống như quân đội của Viettel, và (3) khả năng R&D nội bộ của Viettel cho phép các sáng kiến kỹ thuật tiết kiệm chi phí như thiết bị tự thiết kế và tự lắp ráp (ví dụ: hệ thống pin, cấu trúc trạm và thanh chiếu sáng). CTR cũng chuẩn hóa và số hóa 90% hoạt động của mình, giúp tăng năng suất của nhân viên.

Theo quan điểm của chúng tôi, cơ sở chi phí vượt trội của CTR sẽ cho phép công ty cung cấp mức giá cho thuê cạnh tranh so với các towerco khác cũng như hấp dẫn đối với các MNOs.

Hình 41: Chi phí đầu tư của CTR cho một trạm mới so với trung bình ngành (USD '000)

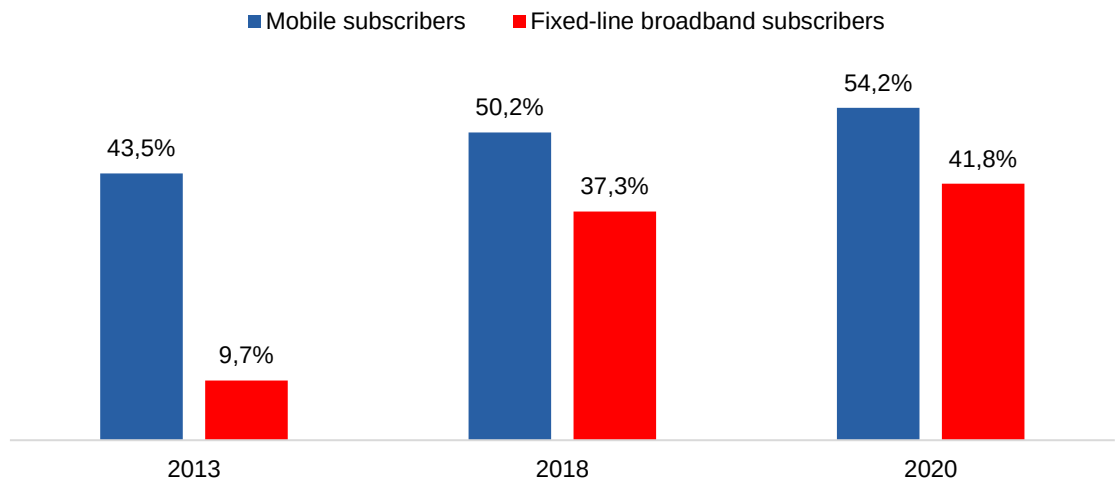


Nguồn: CTR, Frost & Sullivan, VCSC

CTR thành thạo trong việc xin giấy phép và đảm bảo vị trí trạm. Có được giấy phép cho trạm mới từ chính quyền địa phương và đảm bảo vị trí trạm thuận lợi là một trong những nhiệm vụ khó khăn nhất trong quá trình xây dựng trạm viễn thông mới. Số lượng các trạm viễn thông lớn mà CTR đã xây dựng và vùng phủ sóng mạng rộng lớn của Viettel cho thấy CTR - với sự hỗ trợ của Viettel - thành thạo trong môi trường pháp lý Việt Nam, theo quan điểm của chúng tôi.

Tận dụng lợi thế dẫn đầu của Viettel trên thị trường viễn thông. Ngoài việc là khách hàng chủ chốt trong các mảng xây dựng và vận hành của CTR, Viettel sẽ là khách thuê chính (anchor tenant) của các trạm viễn thông CTR.

Hình 42: Thị phần của Viettel trong viễn thông di động và băng thông rộng cố định

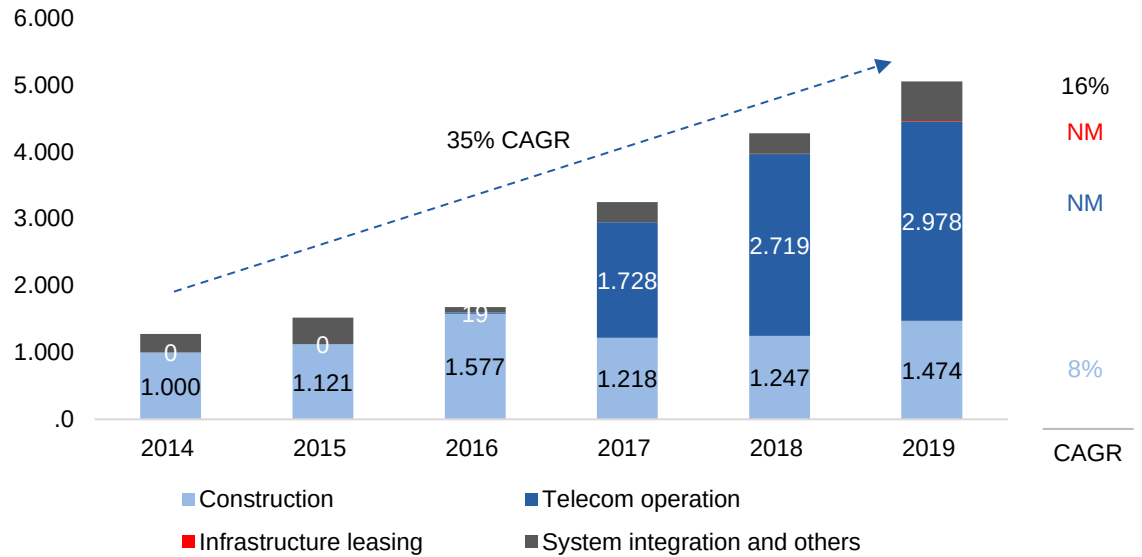


Nguồn: MIC, Viettel (Viettel cũng cho biết, trong năm 2020, Viettel chiếm 57% tổng số thuê bao data di động của Việt Nam).

Kết quả tài chính lịch sử của CTR

CTR ghi nhận 35% doanh thu CAGR trong năm 2014-2019 dẫn dắt bởi CAGR 8% trong mảng xây dựng và đóng góp mới từ mảng vận hành. Mảng xây dựng được thúc đẩy bởi nhu cầu tăng mật độ mạng và triển khai mạng của Viettel, bằng chứng là doanh thu xây dựng của CTR, đạt đỉnh vào năm 2016. Sự tăng trưởng doanh thu của CTR tiếp tục được hỗ trợ thêm từ việc chuyển giao mảng vận hành từ Viettel sang CTR vào năm 2017.

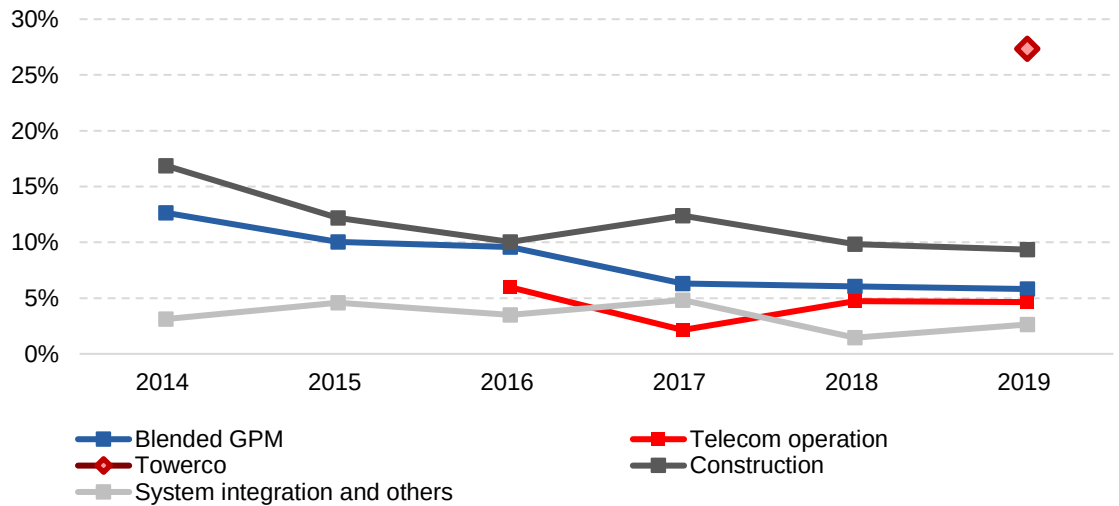
Hình 43: Doanh thu CTR (tỷ đồng) trong giai đoạn 2013-2018



Nguồn: CTR, VCSC

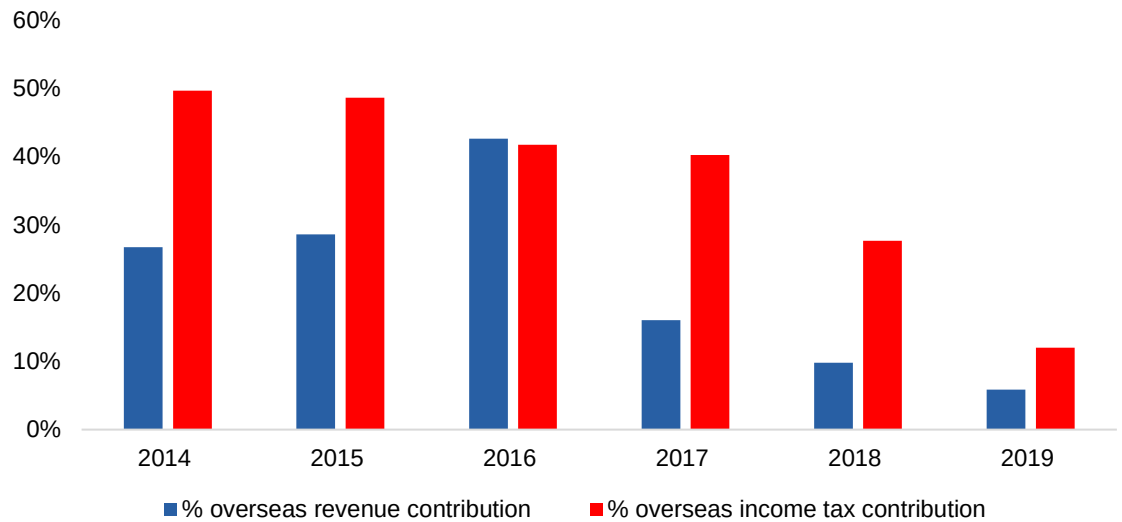
NPAT có CAGR chậm hơn khoảng 14% trong giai đoạn 2014-2019 khi GPM tổng giảm từ 12,6% năm 2014 còn 5,8% năm 2019 do suy giảm GPM trong Xây dựng và đóng góp doanh thu lớn hơn từ Vận hành. Sau khi đạt 16,9% trong năm 2014, GPM xây dựng dao động khoảng 9%-10% trong giai đoạn 2016-2019 trong bối cảnh doanh thu nước ngoài thu hẹp. Trong khi đó, GPM vận hành đạt 4,7% trong năm 2019, phản ánh tính chất khối lượng lớn, biên lợi nhuận thấp của mảng kinh doanh này. Mặt khác, mảng Towerco có GPM mạnh 27% trong năm 2019 nhưng đóng góp doanh thu vẫn tối thiểu.

Hình 44: GPM tổng và theo mảng của CTR



Nguồn: CTR, VCSC

Hình 45: Đóng góp từ thị trường nước ngoài vào tổng doanh thu và tổng thuế thu nhập của CTR trong giai đoạn 2014-2019

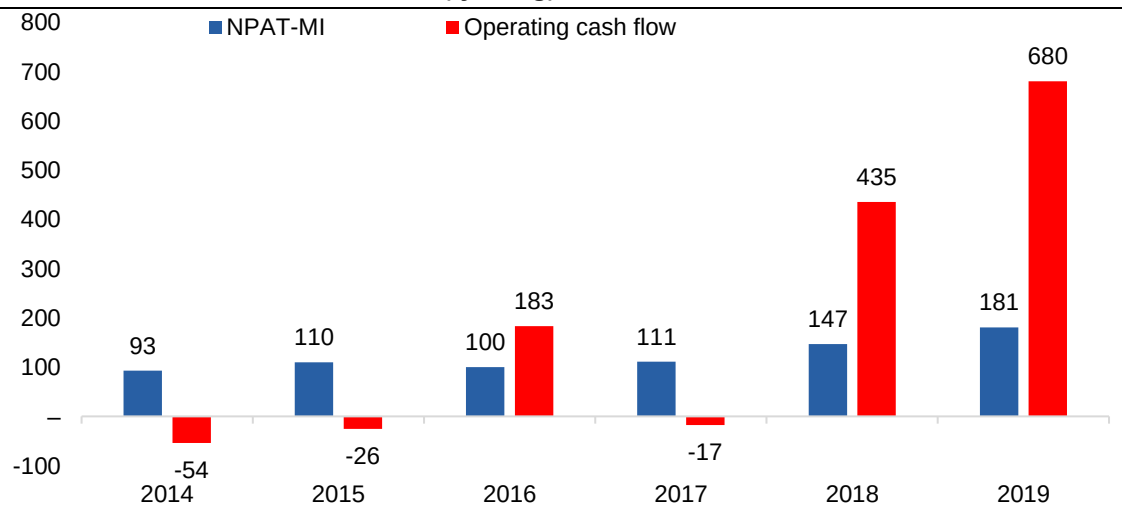


Nguồn: CTR, VCSC

CTR có dòng tiền hoạt động (CFO) dương từ năm 2018 sau khi có mảng vận hành. Chúng tôi cho rằng CFO âm của CTR trước năm 2018 là do (1) đóng góp doanh thu cao từ mảng xây dựng, thường có chu kỳ tiền mặt dài và (2) chính sách dòng tiền của Viettel. Chúng tôi lưu ý rằng Viettel chiếm 70%-80% các khoản phải thu của CTR trong giai đoạn 2014-2019. Tuy nhiên, trong năm 2018-2019, CTR đã tạo ra tổng cộng 1.1 nghìn tỷ VND (USD47mn) dòng tiền hoạt động, gấp 2,5 lần LNST của công ty. Theo quan điểm của chúng tôi, sự cải thiện này chủ yếu là do (1) giảm các khoản phải thu từ Viettel và (2) đóng góp từ mảng vận hành, trong đó khách hàng thanh toán CTR hàng quý hoặc hàng tháng.

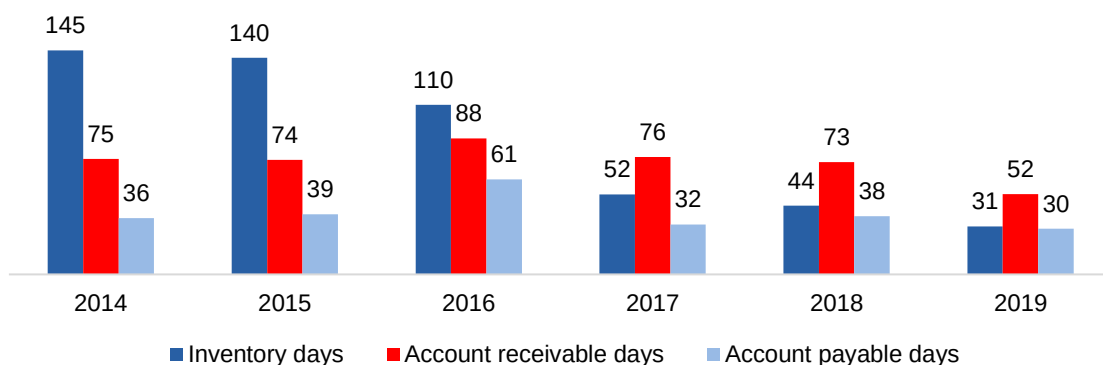
Trong tương lai, chúng tôi tin rằng sự xuất hiện của mảng towerco sẽ củng cố khả năng sản sinh dòng hoạt động của CTR do trong mảng này, khách hàng cũng thường trả CTR trên cơ sở hàng quý hoặc hàng tháng. Tuy nhiên, dòng tiền tự do sẽ ghi nhận áp lực trong ngắn hạn và trung hạn do các chi phí đầu tư trước cần thiết để xây dựng trạm viễn thông mới.

Hình 46: NPAT-MI và CFO của CTR (tỷ đồng)



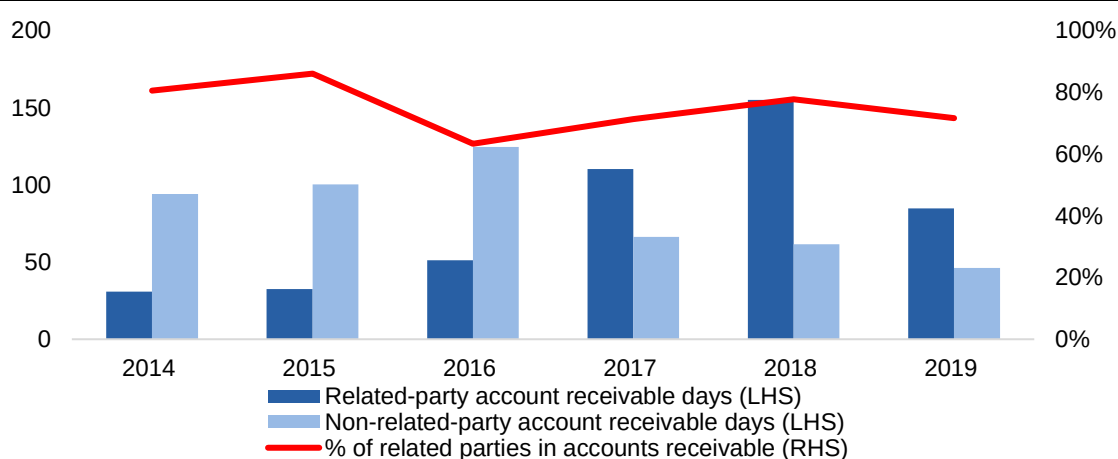
Nguồn: CTR, VCSC

Hình 47: Số ngày tồn kho, khoản phải thu và khoản phải trả của CTR



Nguồn: CTR, VCSC

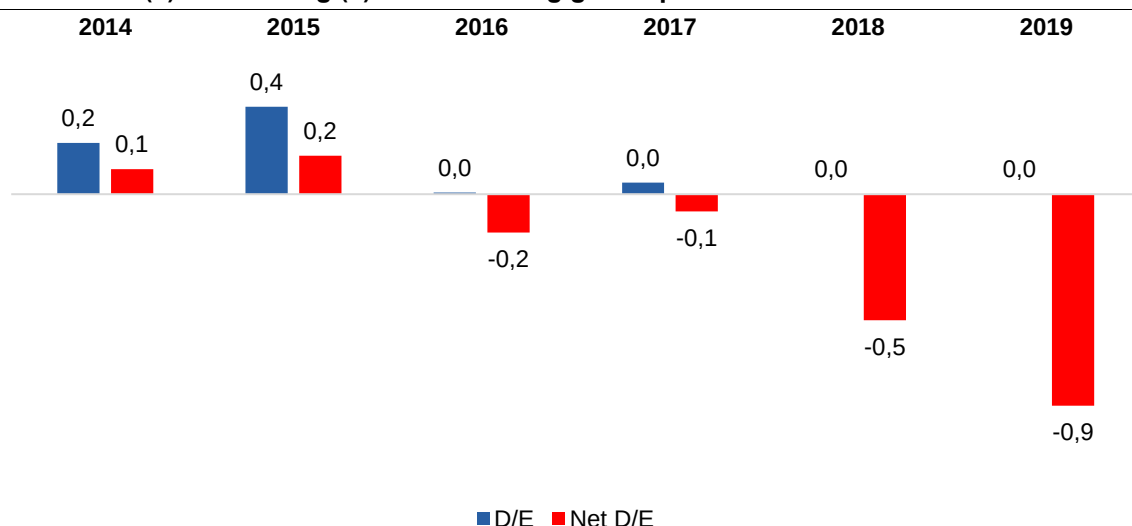
Hình 48: Số ngày khoản phải thu của CTR theo loại khách hàng



Nguồn: CTR, VCSC

CTR có tỷ lệ tiền mặt trên vốn chủ sở hữu mạnh mẽ là 1.0 lần tính đến quý 3 năm 2020. Tuy nhiên, trong vài năm tới, công ty có kế hoạch sử dụng nợ để tài trợ cho việc mở rộng trạm. Theo ban lãnh đạo, 60% capex cho các trạm viễn thông mới có thể được tài trợ bởi nợ, mức phù hợp với cơ cấu vốn của các towerco khác.

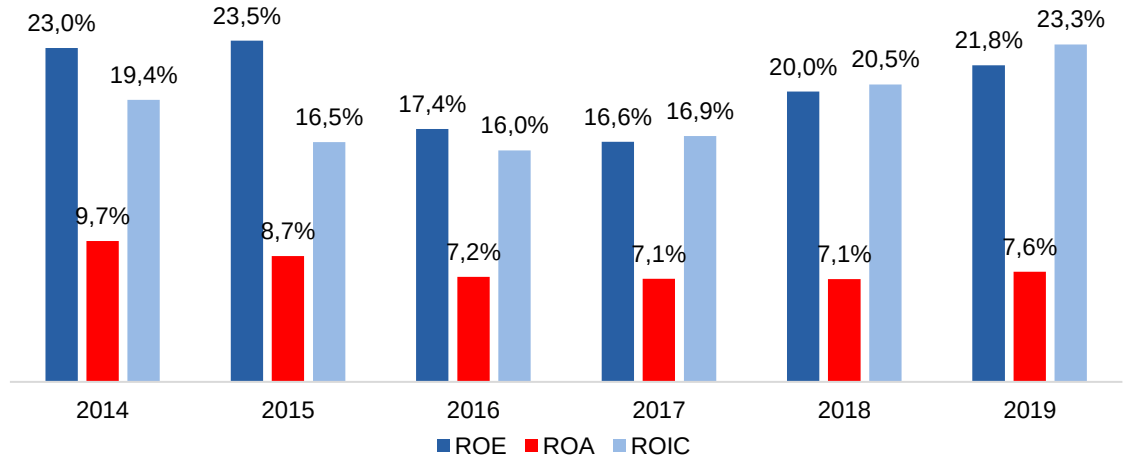
Hình 49: D/E (x) và D/E ròng (x) của CTR trong giai đoạn 2014-2019



Nguồn: CTR, VCSC

ROIC/ROE có xu hướng tăng kể từ năm 2016/2017 nhờ vào cải thiện về vòng quay tài sản, mà chúng tôi cho rằng chủ yếu là do những đóng góp ngày càng tăng từ mảng vận hành. Chúng tôi dự báo ROE của CTR sẽ được cải thiện lên khoảng xung quanh 25% trong giai đoạn 2020F-2023F nhờ mảng Towerco cũng như kế hoạch sử dụng vốn nợ của CTR.

Hình 50: ROE, ROA và ROIC của CTR trong giai đoạn 2014-2019



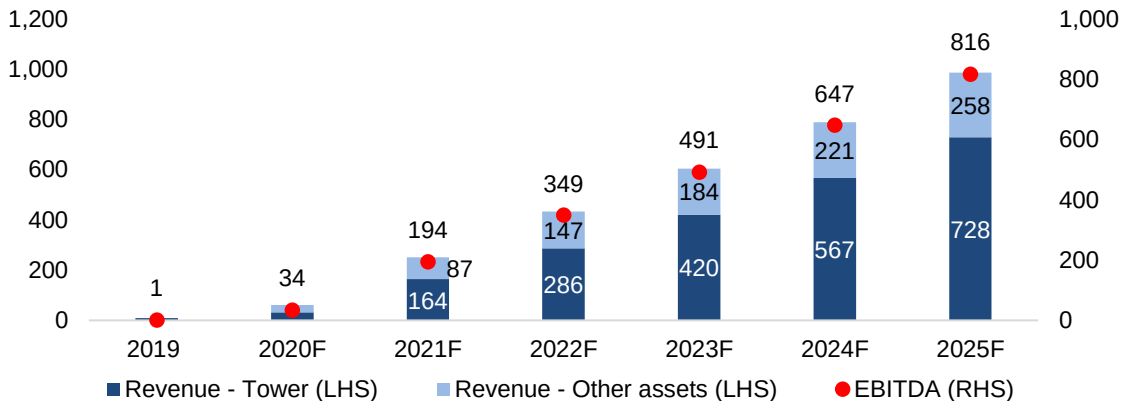
Nguồn: CTR, VCSC

CTR phát hành ESOP đầu tiên vào năm 2020 nhưng ban lãnh đạo cho biết công ty không có chính sách ESOP lập lại định kỳ. Năm 2020, CTR phát hành cổ phiếu ESOP lần đầu với số lượng tương đương 2% tổng số cổ phiếu đang lưu hành ở mức giá 10.000 đồng/cổ phiếu. Số cổ phiếu này sẽ có thời gian hạn chế chuyển nhượng hai năm. Việc phát hành ESOP này là để thưởng cho các nhân viên đã giúp CTR mở rộng thành công dịch vụ vận hành viễn thông và mảng towerco. Theo CTR, công ty sẽ cân bằng lợi ích của cổ đông và nhân viên, và ESOP sẽ được xem xét chỉ khi thích hợp hơn là được phát hành hàng năm.

Triển vọng công ty: EBITDA tăng mạnh nhờ mảng towerco

1. Towerco: Trạm mới thúc đẩy EBITDA

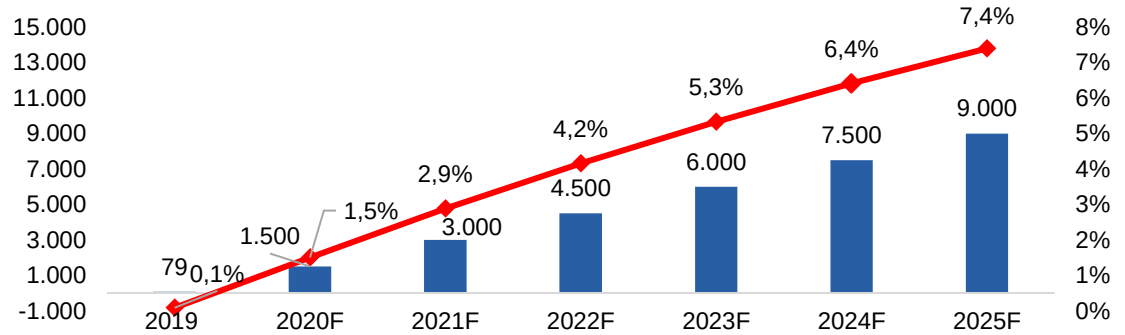
Hình 51: Doanh thu và EBITDA towerco của CTR trong giai đoạn 2019-2025F (tỷ đồng)



Nguồn: CTR, VCSC

Chúng tôi dự báo số lượng trạm riêng của CTR (không bao gồm các small cell 5G) sẽ đạt 6.000/9.000 vào YE2023 / YE2025 từ ~ 1.500 tính đến YE2020, do chúng tôi giả định rằng CTR sẽ chịu trách nhiệm cho 50% -60% số trạm mới của Viettel tức ~ 2.700 mỗi năm. Theo dự báo của chúng tôi, CTR sẽ chiếm 7% tổng số trạm của Việt Nam và 45% trạm thuộc sở hữu của các towerco vào YE2025.

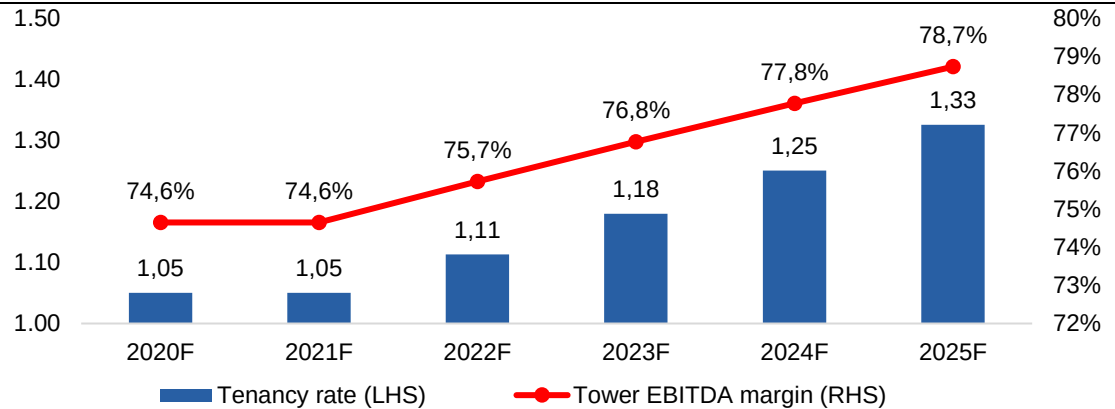
Hình 52: Số lượng trạm và thị phần sở hữu trạm của CTR trong giai đoạn 2019-2025F



Nguồn: CTR, VCSC

Được củng cố bởi sự gia tăng dự kiến trong việc chia sẻ trạm giữa các MNOs, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ thuê chung (tenancy rate) của CTR sẽ tăng từ 1,05 trong 2020F lên 1,33 vào năm 2025F, sẽ thúc đẩy Tower EBITDA (EBITDA riêng từ trạm). Tỷ lệ thuê chung (tenancy rate) hiện tại của CTR là 1,05 thấp hơn mức trung bình của ASEAN là 1,5-1,6 cũng như tỷ lệ 1,33 đạt được trong năm 2019 của công ty towerco lớn nhất hiện nay của Việt Nam - OCK. Cùng với tỷ lệ thuê chung tăng, chúng tôi dự báo Tower EBITDA của CTR (trạm chiếm ~ 80% doanh thu towerco của CTR) sẽ mở rộng từ 74,6% trong năm 2020 đến 78,7% trong năm 2025F.

Hình 53: Tower EBITDA margin và tỷ lệ thuê chung mỗi trạm của CTR giai đoạn 2020F-2025F



Nguồn: CTR, VCSC

EBITDA Towerco khác tăng 88% CAGR trong 2020F-2025F, dẫn dắt bởi DAS, cáp quang, small cell 5G và các hệ thống năng lượng mặt trời. Đầu tiên, chúng tôi dự báo công suất DAS của CTR (24% doanh thu towerco khác trong giai đoạn 2020F-2025F) sẽ tăng từ 2,2 triệu m2 vào năm 2020 lên 10 triệu m2 vào năm 2025 trong bối cảnh khu văn phòng và thương mại đang phát triển của Việt Nam cùng với các địa điểm công cộng như bệnh viện và tuyến metro. Thứ hai, chúng tôi kỳ vọng tài sản cáp quang của CTR (21% doanh thu towerco khác trong giai đoạn 2020F-2025F) sẽ tăng trưởng 10%/năm, được củng cố bởi sự tăng trưởng hai con số trong các thuê bao băng thông rộng cố định của Việt Nam và nhiều cáp quang hơn sẽ được sử dụng trong mạng viễn thông trong bối cảnh tiêu thụ dữ liệu di động gia tăng. Thứ ba, chúng tôi dự báo doanh thu small cell 5G của CTR (19% doanh thu khác của Towerco trong giai đoạn 2020F-2025F) tăng CAGR 73% trong giai đoạn 2021F-2025F do CTR sẽ xây dựng các small cell 5G mới để hỗ trợ Viettel mở rộng mạng 5G. Cuối cùng, chúng tôi cho rằng công suất điện mặt trời áp mái 30 MWp đầu tiên của CTR sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2021 và công suất của phân khúc phụ này sẽ đạt 14% CAGR trong giai đoạn 2020-2025 trong bối cảnh Việt Nam thúc đẩy năng lượng tái tạo. Theo ban lãnh đạo, CTR sẽ cho thuê pin mặt trời cho các MNOs, nhà máy và hộ gia đình.

Hình 54: Tài sản hạ tầng khác của CTR trong giai đoạn 2019-2025

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
DAS (triệu m2)	2,2	2,5	4,0	5,5	7,0	8,5	10,0
Fiber (km)	22	2.615	2.615	2.615	2.615	2.615	2.615
Solar (MWp)	33	61	71	80	90	99	108
5G small cells (đơn vị)	0	0	2.000	4.000	6.000	8.000	10.000

Nguồn: CTR, VCSC

Hình 55: Các dự án cho thuê ngoài trạm đáng chú ý được thực hiện bởi CTR



DAS cho Samsora Premier 105
(100.000 m2)



DAS cho Flamingo Cát Bà, Hải Phòng
(150.000 m2)



Cấp quang cho Mobifone (2.600 km)

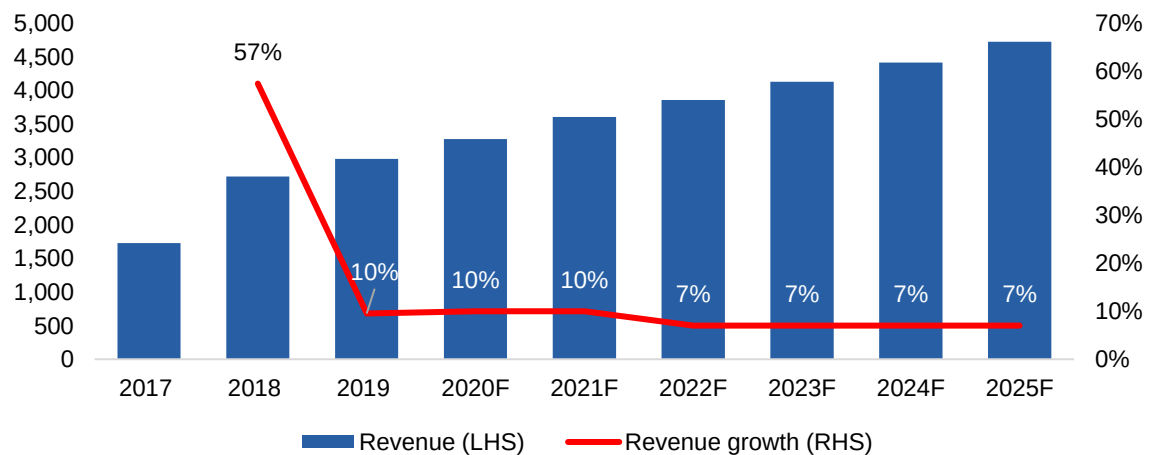
Nguồn: CTR, VCSC

2. Vận hành: Tăng trưởng ổn định được thúc đẩy bởi việc mở rộng hạ tầng của Viettel

Chúng tôi dự báo CAGR 8% cho doanh thu vận hành giai đoạn 2020F-2025F. CTR vận hành cả trạm viễn thông di động và cáp cố định cho Viettel. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu vận hành của CTR sẽ tăng trưởng cùng với việc mở rộng hạ tầng của Viettel, được thúc đẩy bởi tiêu thụ dữ liệu của người tiêu dùng và số thuê bao băng rộng cố định của Viettel. Cho giai đoạn 2020-2025, tại Việt Nam, chúng tôi dự báo số trạm của Viettel sẽ tăng với tốc độ trung bình một chữ số trong khi chúng tôi kỳ vọng tập thuê bao cố định của Viettel sẽ mở rộng với tốc độ hai chữ số.

Ngoài Việt Nam, CTR bắt đầu quản lý lớp mạng truy nhập viễn thông của Viettel tại Myanmar và Campuchia trong năm 2019 và có thêm nhiều công việc hơn trong năm 2020. CTR đặt mục tiêu tận dụng thành tích của mình tại hai thị trường này để cung cấp dịch vụ vận hành cho các MNO và các towerco khác trong khu vực ASEAN. Ví dụ, CTR hiện đang quản lý vận hành cho towerco độc lập NTD tại Myanmar. Theo GSMA, thuê ngoài vận hành mạng phổ biến trên toàn cầu với 50% MNOs ở châu Âu đã thuê ngoài hoạt động mạng cho các nhà thầu bên ngoài tính tới YE2019 (**Hình 58**).

Hình 56: Doanh thu vận hành của CTR (tỷ đồng)



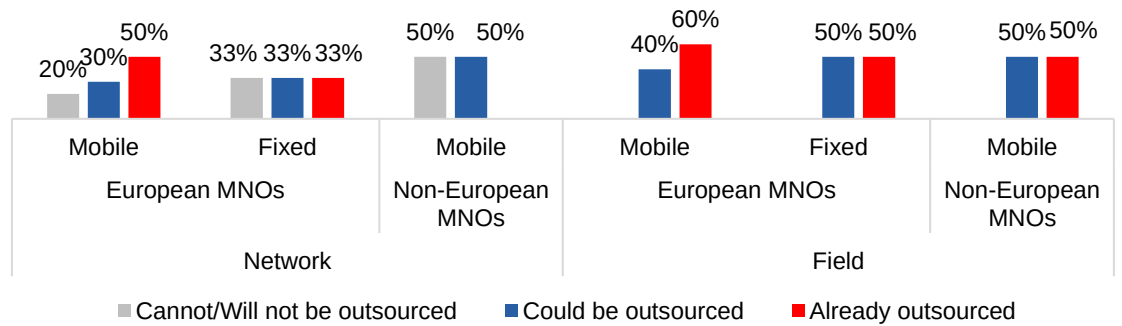
Nguồn: CTR, VCSC

Hình 57: Hợp đồng của CTR với Viettel Telecom (chỉ tại Việt Nam)

	Giá trị hợp đồng 2020 (gồm VAT; VND bn)	Ghi chú
Trạm viễn thông di động	1.648	62 tỉnh tại Việt Nam, trừ TP. HCM 36.000 trạm, theo ước tính
Internet cố định	1.732	5,5 triệu đôi dây thuê bao, theo ước tính
Tổng	3.380	

Nguồn: CTR, VCSC

Hình 58: Mức độ sẵn sàng thuê ngoài vận hành của MNOs toàn cầu (% số người được hỏi)



Nguồn: CTR, GSMA

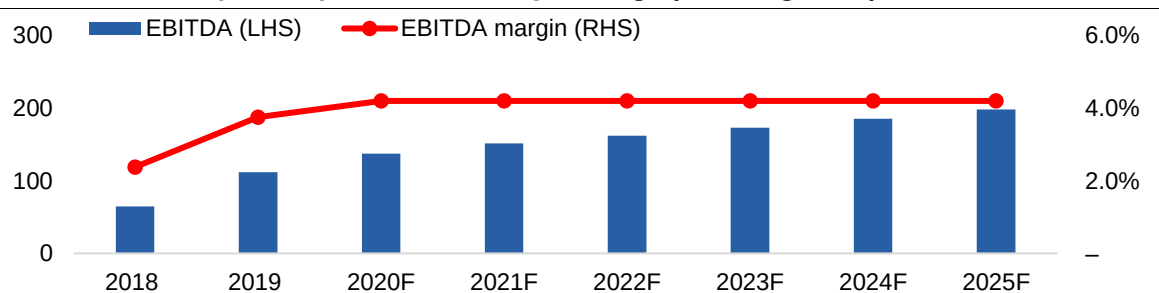
Hình 59: Số lượng trạm của Viettel tại thị trường nước ngoài và vai trò vận hành của CTR

Thị trường	Thị phần của Viettel (2019)	Số trạm của Viettel (YE2019)	Công ty con của CTR hiện diện	CTR cung cấp dịch vụ vận hành
ASEAN				
Myanmar	21%	18.250	X	X
Cambodia	41%	16.000	X	X
Laos	56%	7.100	X	
East Timor	53%	530		
Châu Phi				
Cameroon	30%	2.700		
Mozambique	38%	3.300	X	
Burundi	55%	950		
Tanzania	13%	4.500		
Mỹ Latin				
Haiti	38%	1.900		
Peru*	~ Xung quanh 15%	5.300	X	
Tổng		~70.000		

Nguồn: VGI, CTR, VCSC tổng hợp.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ổn định cho mảng vận hành. Chúng tôi cho rằng biên EBITDA của mảng này sẽ duy trì khoảng 4%, tương tự như mức 9M 2020. Tuy vậy, CTR sẽ tập trung nâng cao năng suất lao động để giảm thiểu rủi ro Viettel có thể yêu cầu giá dịch vụ thấp hơn trong thời gian tới.

Hình 60: EBITDA (VND bn) và EBITDA margin mảng vận hành giai đoạn 2018-2025F

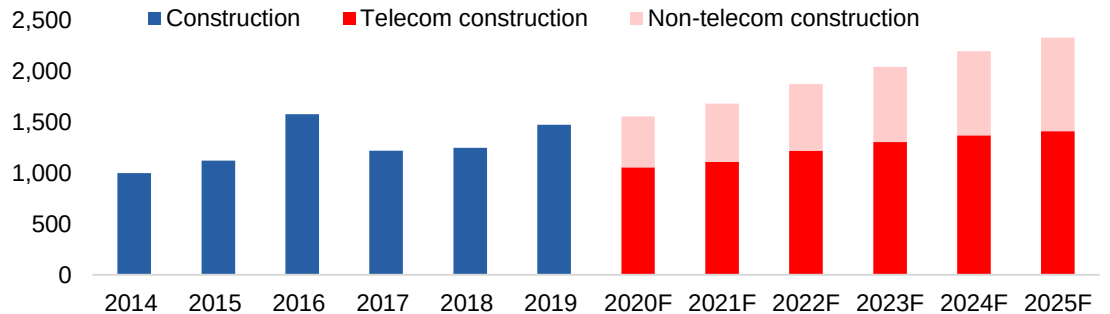


Nguồn: CTR, VCSC dự báo

3. Xây dựng: Tăng trưởng EBITDA một chữ số, một phần được hỗ trợ bởi triển khai 5G

Chúng tôi dự báo doanh thu CAGR 8% trong giai đoạn 2020F-2025F cho mảng xây dựng. Dự báo tăng trưởng một chữ số của chúng tôi dựa trên vùng phủ sóng mạng địa lý đã hoàn thiện của Viettel ở cả Việt Nam và các thị trường nước ngoài hiện tại, mặc dù có doanh thu được tạo ra từ việc xây dựng các small cell 5G.

Hình 61: Tăng trưởng doanh thu và doanh thu xây dựng của CTR theo phân khúc



Nguồn: CTR, VCSC ước tính và dự báo

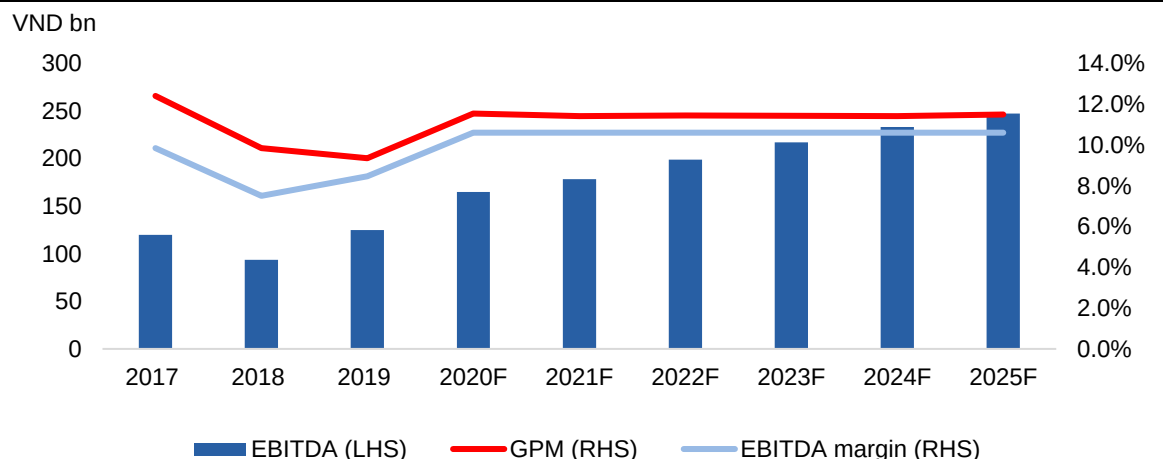
Chúng tôi dự báo doanh thu xây dựng phi viễn thông (chủ yếu là dân dụng) sẽ đạt CAGR 13% trong 2020F-2025F từ cơ sở thấp. Theo dự báo của chúng tôi, đóng góp phi viễn thông vào doanh thu xây dựng sẽ tăng từ 33% trong năm 2020F và 41% vào năm 2025F. Theo ban lãnh đạo, CTR có giấy phép xây dựng cho biệt thự thấp tầng và các tòa nhà dưới 30 tầng. CTR sẽ tập trung vào các dự án thấp tầng vì có chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ngắn hơn (một vài tháng) bên sự cạnh tranh nhẹ nhàng hơn trong phân khúc này so với các dự án cao tầng. Mặc dù xây dựng phi viễn thông là mảng ngoài cốt lõi, CTR đã có kinh nghiệm trong việc xây dựng văn phòng cho Viettel trước năm 2020.

Hình 62: Hình ảnh các dự án xây dựng phi viễn thông của CTR



Nguồn: CTR, VCSC

Hình 63: Doanh thu, GPM và biên EBITDA xây dựng của CTR trong giai đoạn 2014-2025



Nguồn: CTR, VCSC dự báo

4. Tích hợp hệ thống: Tìm kiếm các cơ hội tăng trưởng liền kề trong năng lượng tái tạo, hệ thống ICT và giải pháp thông minh

CTR có mảng tích hợp hệ thống đang bùng nổ dựa trên chuyên môn kỹ thuật có sẵn. Công ty cung cấp bốn nhóm giải pháp, bao gồm năng lượng tái tạo (năng lượng mặt trời và gió), ICT (hệ thống wifi và camera), cơ điện M&E (HVAC - sưởi ấm, thông gió và điều hòa không khí; hệ thống chiếu sáng và trung tâm dữ liệu) và các giải pháp thông minh (nhà thông minh và thành phố thông minh). Theo quan điểm của chúng tôi, kinh nghiệm và kỹ năng của CTR đạt được trong các mảng xây dựng và vận hành sẽ giúp công ty mở rộng thị phần trong thị trường tích hợp hệ thống vì hạ tầng viễn thông cũng đã đòi hỏi các kỹ năng kỹ thuật phức tạp liên quan đến năng lượng, HVAC và cảm biến thông minh. Ngoài ra, phân khúc này cũng là một phần mở rộng kinh doanh tự nhiên cho các towerco toàn cầu khác. CTR đặt mục tiêu trở thành nhà thầu năng lượng trong top 5 và nhà thầu cơ điện trong top 10 tại Việt Nam vào năm 2025.

Hình 64: Các dự án tích hợp hệ thống của CTR



Hệ thống camera giám sát cho OCB



Nhà thông minh và hệ thống an ninh cho dự án Vinhomes Imperia Hải Phòng



Dự án nhà máy điện mặt trời Thuận Minh (50 MW)



Dự án smart light

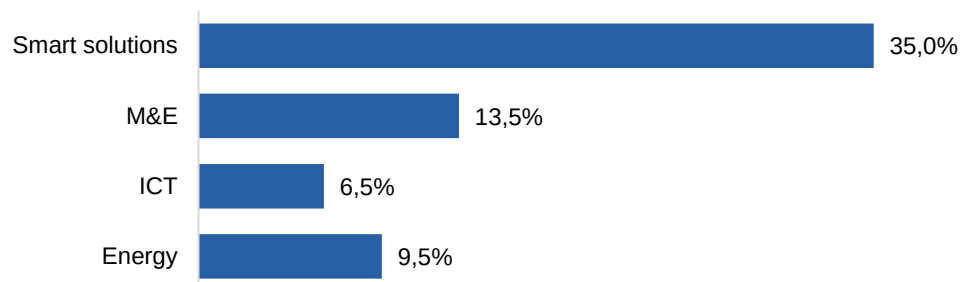
Nguồn: CTR, VCSC tổng hợp

Mối quan hệ của CTR với Viettel đem lại vị thế thuận lợi so với các đối thủ tư nhân trong các thị trường được quản lý bởi Nhà nước như năng lượng và thành phố thông minh. Chính phủ vẫn điều tiết chặt chẽ thị trường năng lượng ở Việt Nam và cũng nắm vai trò điều phối chính trong các dự án đầu tư thành phố thông minh.

Chúng tôi dự báo CAGR 16% cho EBITDA mảng tích hợp hệ thống trong 2020F-2025F, dẫn đầu bởi năng lượng tái tạo và các giải pháp thông minh. Trong 9M 2020, doanh thu tích hợp hệ thống tăng vọt 93% YoY khi CTR bắt đầu cung cấp các giải pháp năng lượng mặt trời. Theo ban lãnh đạo, công ty đặt mục tiêu lắp đặt tổng công suất 100MWp cho các hộ gia đình, doanh nghiệp trong năm 2020. Tuy nhiên, sự tăng trưởng của phân khúc này sẽ giảm bớt trong năm 2021 do (1) cơ sở doanh thu cao và (2) cơ chế giá mới của Chính phủ cho các dự án điện mặt trời mới sau năm 2020 chưa được xác định (dự kiến sẽ được công bố vào năm 2021), việc này có thể làm chậm tạm thời các khoản đầu tư mới vào năng lượng mặt trời. Tính đến YE2020, công suất năng lượng mặt trời của Vietnam đạt ~16.500 MWp, đã vượt qua công suất mục tiêu của Việt Nam vào năm 2025.

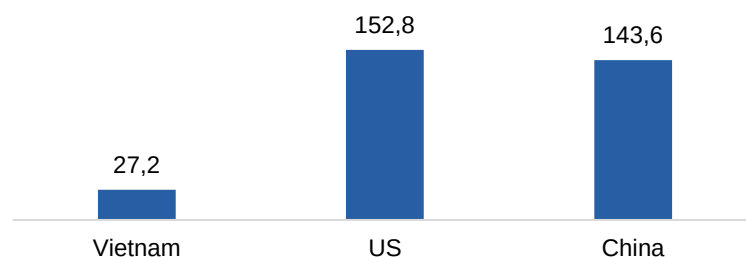
Mặt khác, việc Việt Nam ứng dụng còn thấp các giải pháp thành phố thông minh như hệ thống camera giám sát (**Hình 66**) và đèn đường thông minh (**Hình 67**) cho thấy tiềm năng trưởng dồi dào cho mảng tích hợp hệ thống của CTR. Theo CTR, ngành giải pháp thông minh của Việt Nam – bao gồm thành phố thông minh và nhà thông minh – sẽ có doanh thu CAGR là 35% trong giai đoạn 2020-2025F.

Hình 65: CAGR doanh thu ngành có liên quan đến CTR giai đoạn 2020F-2025F



Nguồn: CTR

Hình 66: Số lượng camera giám sát (CCTV) của Việt Nam trên 1,000 người so với các nước khác



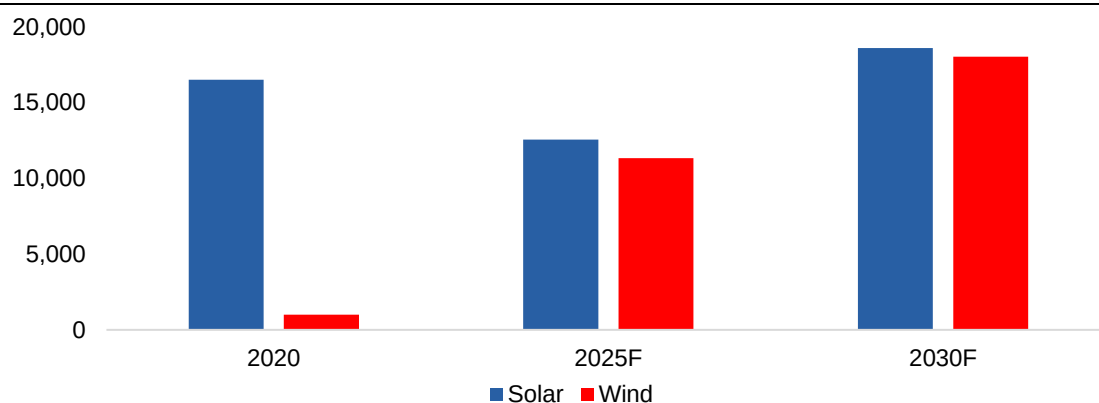
Nguồn: Comparitech, VCSC

Hình 67: Việc Việt Nam áp dụng đèn đường kết nối vẫn còn thấp (2018)

Nước	Thành phố	Số đèn đường có kết nối	Dân số (mn)	Số đèn đường kết nối trên 1.000 người
Mỹ	Miami	500.000	0,5	1.062
Pháp	Paris	280.000	2,2	130
Indonesia	Jakarta	140.000	10,5	13
Trung Quốc	Đông Hoàn	120.000	7,4	16
Việt Nam	TP. HCM	~0	8,1	~0

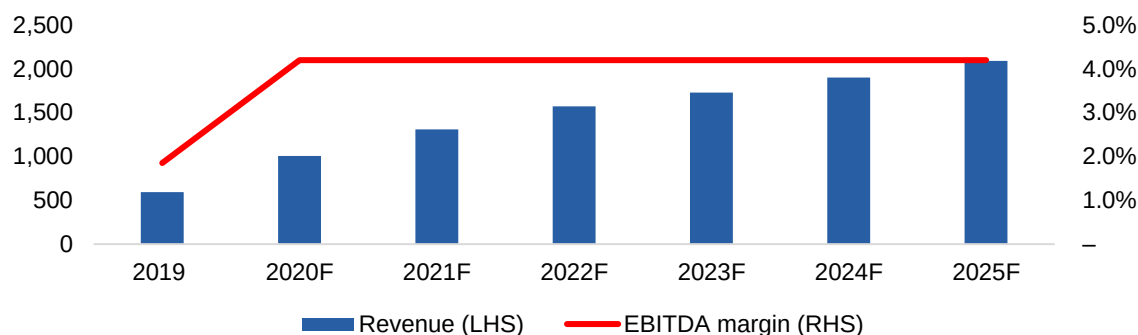
Nguồn: IoT Analytics, VCSC

Hình 68: Công suất năng lượng mặt trời và năng lượng gió của Việt Nam trong năm 2020 so với mục tiêu mới nhất của Chính phủ cho năm 2025 và 2030 (MW)



Nguồn: EVN, MOIT, VCSC

Hình 69: Doanh thu (tỷ đồng) và biên EBITDA tích hợp hệ thống của CTR



Nguồn: CTR, VCSC dự báo

Tổng quan dự báo giai đoạn 2020-2023

Hình 70: Dự báo của VCSC cho 2020F-2023F

Tỷ đồng	2019	9T 2020	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	5.054	4.235	5.901	6.847	7.735	8.504
Vận hành viễn thông	2.978	2.456	3.276	3.603	3.856	4.125
Towerco	9	37	62	251	433	604
Xây dựng	1.474	972	1.556	1.684	1.875	2.045
Tích hợp hệ thống và khác	593	771	1.008	1.310	1.572	1.729
EBITDA	249	259	379	579	776	954
Vận hành viễn thông	112	105	138	151	162	173
Towerco	1	22	34	194	349	491
Xây dựng	125	103	165	178	199	217
Tích hợp hệ thống và khác	11	29	42	55	66	73
Chi phí lãi vay	0	0	0	-15	-38	-47
Lợi nhuận trước thuế	230	170	318	361	411	487
LNST sau cổ đông thiểu số	181	168	255	288	329	390

Tăng trưởng YoY	2019	9T 2020	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	18%	15%	17%	16%	13%	10%
Vận hành viễn thông	10%	8%	10%	10%	7%	7%
Towerco	615%	965%	615%	307%	73%	39%
Xây dựng	6%	-4%	6%	8%	11%	9%
Tích hợp hệ thống và khác	70%	96%	70%	30%	20%	10%
EBITDA	57%	62%	52%	53%	34%	23%
Vận hành viễn thông	73%	23%	23%	10%	7%	7%
Towerco	NM	NM	2.209%	467%	79%	41%
Xây dựng	33%	22%	32%	8%	11%	9%
Tích hợp hệ thống và khác	NM	NM	286%	30%	20%	10%
LNTT	21%	36%	39%	13%	14%	18%
LNST sau lợi ích CĐTS	23%	35%	41%	13%	14%	18%

Biên lợi nhuận	2019	9T 2020	2020F	2021F	2022F	2023F
Biên lợi nhuận gộp	5,8%	6,8%	7,0%	7,3%	7,7%	8,2%
Vận hành viễn thông	4,6%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Towerco	27,3%	23,8%	25,5%	25,4%	25,3%	27,9%
Xây dựng	9,3%	11,6%	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%
Tích hợp hệ thống và khác	2,6%	4,6%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Biên EBITDA	4,9%	6,1%	6,4%	8,5%	10,0%	11,2%
Vận hành viễn thông	3,8%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Towerco	17,2%	58,6%	55,6%	77,6%	80,6%	81,4%
Xây dựng	8,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Tích hợp hệ thống và khác	1,9%	3,8%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Biên LNTT	4,5%	4,0%	5,4%	5,3%	5,3%	5,7%
Biên LNST	3,6%	4,0%	4,3%	4,2%	4,3%	4,6%

Nguồn: CTR, VCSC

Định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp 50/50 phương pháp DCF và phương pháp tổng các thành phần (SoTP) dựa trên EV/EBITDA để định giá CTR. Chúng tôi chọn phương pháp SoTP dựa trên EV/EBITDA do các mảng kinh doanh đa dạng và thâm dụng vốn của CTR trong khi phương pháp DCF nắm bắt tốt khả năng tăng trưởng và sản sinh tiền mặt của CTR trong dài hạn. Nhóm các công ty so sánh cùng ngành được lựa chọn của chúng tôi cho CTR bao gồm các towerco tại các thị trường châu Á mới nổi.

Đối với phương pháp DCF, chúng tôi sử dụng unlevered/levered beta là 0,6/0,7 dựa trên beta trung bình của các công ty so sánh của CTR với trọng số theo tỷ lệ đóng góp EBITDA của các mảng của CTR trong giai đoạn 2021F-2025F.

Hình 71: Ước tính của VCSC cho beta của CTR

	Đóng góp EBITDA 2021F-2025F	Unlevered beta	Ghi chú
Vận hành viễn thông	18%	0,4	Bảng beta của mảng Towerco do mối quan hệ chặt chẽ giữa hai mảng và nguồn doanh thu dự đoán được của mảng vận hành.
Towerco	52%	0,4	Dựa trên trung bình 5 năm beta của các công ty so sánh
Xây dựng	22%	1,0	Bảng với beta của VCSC cho công ty xây dựng hàng đầu Việt Nam Coteccon (HOSE: CTD).
Tích hợp hệ thống	8%	1,0	Mảng tích hợp hệ thống có nhiều điểm tương tự với mảng xây dựng như doanh thu dựa theo từng dự án và khách hàng B2B.
Tổng	100%	0,6	
Tỷ lệ Debt-to-Capital mục tiêu		21%	Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn giai đoạn 2021F-2025F
CTR's beta (levered)		0,7	

Nguồn: VCSC

Hình 72: Tóm tắt định giá CTR của VCSC

Phương pháp	Trọng số	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Đóng góp (VND/CP)
Chiết khấu dòng tiền	50,0%	101.462	50.731
SoTP theo EV/EBITDA	50,0%	91.383	45.691
Giá mục tiêu (đồng/CP)			96.400
P/E dự phóng năm 2021 theo giá mục tiêu			28,6x
EV/EBITDA dự phóng năm 2021 theo giá mục tiêu			10,3x

Nguồn: VCSC

Hình 73: Định giá DCF cho CTR

Chi phí vốn		Dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF) (5 năm)	tỷ đồng
Beta	0,7	Giá trị hiện tại của DTTD	259
Phần bù rủi ro thị trường %	9,9%	Giá trị cuối cùng (4,0% g)	6.080
LS phi rủi ro %	3,1%	Tổng DTTDCK và GTCC	6.339
Chi phí Vốn CSH %	10,0%	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	967
Chi phí nợ %	9,0%	- Nợ	-23
Nợ %	21,0%	- Lợi ích CĐTTS	0
Vốn CSH %	79,0%	Giá trị vốn CSH	7.283
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	Cổ phiếu (triệu)	72
WACC %	9,4%	Giá cổ phiếu, đồng	101.462

Nguồn: VCSC

Hình 74: Dự báo dòng tiền cho CTR

Tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
LN trước thuế và lãi vay	329	396	471	554	656
- Thuế	-66	-79	-94	-111	-131
+ Khấu hao	214	332	427	523	611
- Đầu tư XDCB ròng	-953	-641	-650	-658	-666
(Tăng)/giảm vốn lưu động	4	-7	26	27	28
Dòng tiền tự do	-472	2	180	335	498
Giá trị hiện tại của DTTD	-431	2	137	234	317
Tổng giá trị hiện tại của DTTD	-431	-430	-292	-59	259

Nguồn: VCSC

Hình 75: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu cho CTR theo WACC và tốc độ tăng trưởng năm cuối trong định giá DCF của chúng tôi, giả định các yếu tố khác không đổi

Giá mục tiêu (đồng)		WACC				
		8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
Tăng trưởng năm cuối cùng (g)	2,0%	91.000	87.400	84.400	81.800	79.500
	3,0%	98.100	93.400	89.500	86.100	83.200
	4,0%	108.600	101.900	96.400	91.900	88.100
	5,0%	125.100	114.600	106.500	100.000	94.800
	6,0%	155.300	136.000	122.400	112.300	104.500

Nguồn: VCSC

Hình 76: Định giá tổng thành phần cho CTR

tỷ đồng	EBITDA 2021	Đóng góp vào quỹ khen thưởng, phúc lợi*	EV/EBITDA mục tiêu (x)	Giá trị doanh nghiệp (EV) mục tiêu	Ghi chú về EV/EBITDA mục tiêu của VCSC
Vận hành viễn thông	151	12	9,0	1.252	Triển vọng tăng trưởng ổn định, biên lợi nhuận thấp
Towerco	194	16	16,0	2.861	Hệ số mục tiêu của chúng tôi cao hơn 9% so với mức trung bình 5 năm của các công ty so sánh là 14,7x, chúng tôi cho rằng mức này là phù hợp trong bối cảnh EBITDA CAGR của đạt 89% giai đoạn 2020F-2025F. Các công ty towerco ở thị trường phát triển có mức trung bình EV/EBITDA khoảng 21x trong 5 năm qua.
Xây dựng	178	14	7,0	1.148	Dựa theo TTM EV/EBITDA trung bình 5 năm của các công ty xây dựng trong nước
Tích hợp hệ thống	55	4	7,0	354	Bảng mãng xây dựng
Tổng				5.616	
Tiền mặt ròng				944	
Giá trị VCHS mục tiêu				6.560	
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				72	
Giá mỗi cổ phiếu (VND)				91.383	

Nguồn: VCSC; * bằng 16.2% LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số hằng năm.

Các công ty so sánh cùng ngành

Hình 77: Các Towerco ở các thị trường châu Á mới nổi

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	TT DT trượt (%)	TT EPS trượt (%)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ ròng /vốn CSH (lần)	Biên EBITDA (%)	P/E trượt (lần)	EV/ EBITDA trượt (lần)	EV/ EBITDA 2021
China Tower	Trung Quốc	29.289,3	5,1	41,7	3,1	1,7	0,6	73,1	33,4	5,8	4,7
Indus Towers	Ấn Độ	9.463,8	-0,8	-7,1	21,7	15,4	0,1	51,4	16,5	9,6	18,2
Digital Telecom	Thái Lan	4.563,1	9,2	24,1	10,5	8,4	0,2	N/A	8,4	N/A	13,1
Sarana Menara	Indonesia	3.480,0	19,1	26,9	29,5	9,0	1,7	77,4	18,1	12,2	9,8
Tower Bersama	Indonesia	3.002,6	11,8	42,7	20,0	3,0	4,1	83,5	40,7	12,5	13,4
Centratama	Indonesia	376,7	25,7	N/A	-3,1	-1,3	0,5	68,4	N/A	10,9	N/A
Trung vị ngành		4.021,5	10,5	26,9	15,2	5,7	0,6	73,1	18,1	10,9	13,1
Trung bình ngành		8.362,6	11,7	25,7	13,6	6,0	1,2	70,8	23,5	10,2	11,8
CTR	Việt Nam	272,6	15,3	18,9	25,2	7,5	-1,0	6,0	33,2	16,1	9,3

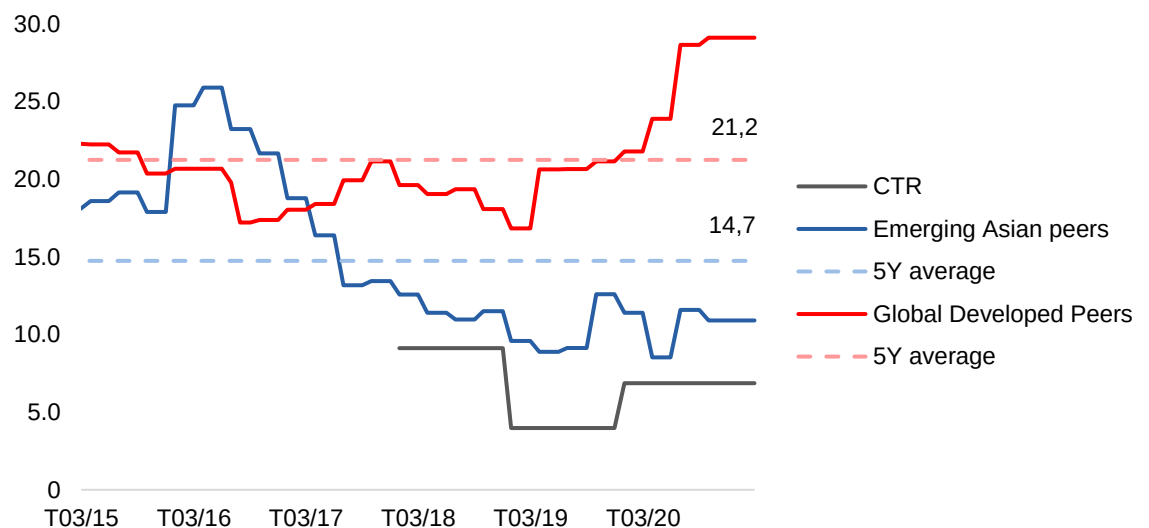
Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 78: Các Towerco ở các thị trường phát triển

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	TT DT trượt (%)	TT EPS trượt (%)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ ròng /vốn CSH (lần)	Biên EBITDA (%)	P/E trượt (lần)	EV/ EBITDA trượt (lần)	EV/ EBITDA 2021
American Tower	Mỹ	97.678,1	0,7	17,8	42,1	4,7	4,5	65,3	50,1	27,0	23,1
Crown Castle	Mỹ	67.821,6	0,5	-11,3	7,0	2,0	2,3	57,6	84,0	29,1	25,6
UNITI	Mỹ	2.973,7	0,0	N/A	N/A	-13,6	N/A	7,9	N/A	85,5	9,1
SBA	Mỹ	29.900,9	3,8	N/A	N/A	-0,2	N/A	68,4	703,5	34,2	27,1
JTower	Nhật Bản	2.152,5	85,7	93,9	N/A	-0,1	-0,9	28,7	N/A	84,3	102,6
Cellnex	Tây Ban Nha	27.500,2	46,2	N.M.	-1,7	-0,5	0,8	69,3	N/A	31,1	18,4
INWIT	Ý	10.751,9	49,1	13,8	5,0	2,6	0,5	91,3	44,9	24,4	17,5
RAI Way	Ý	1.729,6	1,6	3,7	38,6	19,6	0,1	59,9	22,0	11,3	10,6
Trung vị ngành		29.900,9	0,7	17,8	24,5	-0,1	2,3	57,6	84,0	34,2	25,6
Trung bình ngành		30.063,6	23,5	23,6	18,2	1,8	1,2	56,1	180,9	40,9	29,3
CTR	Việt Nam	272,6	15,3	18,9	25,2	7,5	-1,0	6,0	33,2	16,1	9,3

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 79: EV/EBITDA trượt của CTR so với các công ty so sánh cùng ngành (lần)



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Kịch bản cao: SALB trạm hiện có của Viettel

Theo ước tính của chúng tôi, nếu CTR thực hiện SALB cho 10.000 trạm viễn thông của Viettel trong giai đoạn 2022-2024, EBITDA CAGR 2020F của chúng tôi có thể được nâng từ 29% lên 40%. Trong kịch bản cao, chúng tôi cho rằng Viettel sẽ bán 10.000 trạm viễn thông cho CTR trong giai đoạn 2022-2024 ở mức chi phí thay thế và sau đó cho thuê lại. Để tài trợ cho việc mua lại này, chúng tôi dự báo D/E ròng của CTR sẽ tăng lên 1,0x vào năm 2024F từ -0,4x vào năm 2020F. Tuy vậy, lợi nhuận sẽ gặp áp lực trong giai đoạn ban đầu (tức là 2022F-2023F) bởi chi phí khấu hao và lãi vay (Hình 81).

Trong kịch bản cao của chúng tôi, giá trị hợp lý DCF ước tính của chúng tôi sẽ là 177.550 VND / cổ phiếu, cao hơn 75% so với giá trị hợp lý DCF ước tính trong kịch bản cơ bản của chúng tôi.

Hình 80: Các giả định chính của giao dịch SALB giữa Viettel và CTR

Các giả định chính		Ghi chú
Số trạm	10.000	Đều mỗi năm 2022-2024
Giá chuyển giao mỗi trạm (triệu đồng)	300	Chúng tôi giả định 100% các tòa tháp giao dịch sẽ là tháp lớn và giá giao dịch sẽ bằng chi phí xây dựng mới.
Giá thuê mỗi trạm (triệu đồng)	70	Bằng giá thuê hiện tại

Nguồn: VCSC

Hình 81: Các chỉ số tài chính chính của CTR giai đoạn 2020F-2025F trong kịch bản bầu trời xanh so với trường hợp cơ bản của chúng tôi

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	CAGR
Kịch bản cơ sở							
Số lượng tháp	1.500	3.000	4.500	6.000	7.500	9.000	
Doanh thu	5.901	6.847	7.735	8.504	9.303	10.133	11%
EBITDA	379	579	776	954	1.145	1.350	29%
LNST sau lợi ích CĐTS	255	288	329	390	470	574	18%
Vốn XDCB	628	953	641	650	658	666	
Nợ ròng/CSH (x)	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,0	
Kịch bản tích cực							
Số lượng tháp	1.500	3.000	7.833	12.667	17.500	19.000	
Doanh thu	5.901	6.847	7.863	8.904	10.004	11.015	13%
EBITDA	379	579	872	1.262	1.690	2.044	40%
LNST sau lợi ích CĐTS	255	288	311	356	453	612	19%
Vốn XDCB	628	953	1.641	1.650	1.658	666	
Nợ ròng/CSH (x)	-0,4	0,1	1,0	1,5	1,6	1,0	

Nguồn: VCSC

Hình 82: DCF giá trị hợp lý của chúng tôi trong kịch bản cao so với kịch bản cơ sở

Giá hợp lý (đồng)	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực
Giá trị hợp lý theo phương pháp DCF	101.462	177.550
Nợ/vốn CSH (trung bình trong 2020F-2025F)	21%	49%
Beta	0,7	0,9
WACC	9,4%	9,9%
P/E dự phóng năm 2021 theo giá mục tiêu	30,1x	50,5x
EV/EBITDA dự phóng năm 2021 theo giá mục tiêu	10,9x	19,4x

Nguồn: VCSC

Rủi ro đầu tư

1. Phụ thuộc nhiều vào Viettel

Viettel đóng góp 85% vào doanh thu CTR năm 2019, theo ước tính của chúng tôi, và hầu hết các hoạt động và chiến lược của CTR đều gắn liền với Viettel. Như vậy, không có gì không công bằng khi nói rằng triển vọng kinh doanh của CTR là một phái sinh từ hoạt động kinh doanh tương lai của Viettel.

Ngoài ra, nếu Viettel thay đổi hướng đi cho việc mở rộng trạm viễn thông theo hướng ưu tiên tiếp tục xây dựng các trạm viễn thông cho riêng mình thay vì thuê ngoài từ CTR, luận điểm đầu tư tập trung vào towerco của chúng tôi sẽ gặp rủi ro.

2. Tốc độ gia tăng tỷ lệ cho thuê chung mỗi trạm (tenancy rate) chậm hơn dự kiến

Theo TowerXChange, các towerco độc lập thường ghi nhận tỷ lệ thuê cao hơn so với các trạm viễn thông do MNO dẫn đầu như CTR do lợi ích mâu thuẫn tiềm năng giữa các MNOs. Tuy vậy, rủi ro này được giảm nhẹ bởi sự thúc đẩy chia sẻ hạ tầng hiện tại của Chính phủ, theo quan điểm của chúng tôi.

3. Tăng cạnh tranh từ các MNO-led towerco mới

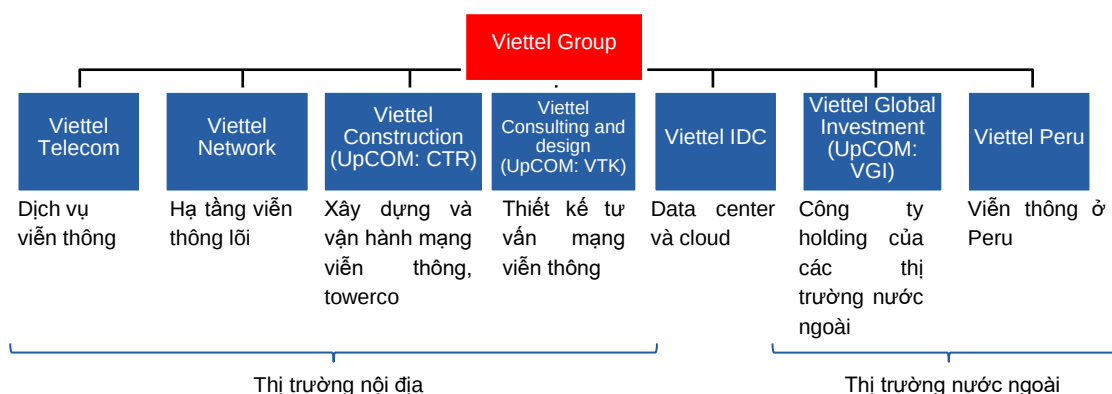
Trong ngắn hạn và trung hạn, chúng tôi tin rằng CTR sẽ được hưởng sự cạnh tranh nhẹ vì công ty hiện là towerco do MNO dẫn đầu (MNO-led) duy nhất tại Việt Nam trong khi các đối thủ cạnh tranh của CTR có quy mô nhỏ hoặc mở rộng từ từ. Tuy nhiên, nếu các MNOs khác như Vinafone và Mobifone cũng tạo ra các công ty con towerco của riêng họ, điều đó sẽ đẩy mạnh áp lực cạnh tranh lên CTR.

Thuật ngữ

	Tên đầy đủ hoặc định nghĩa
2G/3G/4G/5G	Mạng viễn thông di động thế hệ 2/3/4/5
LTE	Long-term evolution hoặc mạng 4G
GSM	Mạng 2G
UTSM	Mạng 3G
Sub-6	Tần số dưới 6 GHz (6,000 MHz)
mmWave	Tần số từ 30 GHz đến 300 GHz.
DAS	Distributed antenna system
BTS	Base transceiver station
IoT	Internet of Things

Phụ lục

Hình 83: Các công ty con liên quan đến viễn thông của Viettel



Nguồn: Viettel, VCSC tổng hợp; *Không bao gồm các công ty con hoạt động trong các phân khúc phi viễn thông như dịch vụ IT (vd, Viettel Business Solutions) và dịch vụ số (vd, Viettel Digital).

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	5.054	5.901	6.847	7.735
Giá vốn hàng bán	-4.760	-5.486	-6.345	-7.137
Lợi nhuận gộp	294	415	502	598
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-101	-118	-137	-155
LN thuần HĐKD	193	297	365	443
Thu nhập tài chính	21	21	10	6
Chi phí tài chính	-2	0	-15	-38
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>-15</i>	<i>-38</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	17	0	0	0
LNTT	230	318	361	411
Thuế TNDN	-49	-64	-72	-82
LNST trước CĐTS	181	255	288	329
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS. báo cáo	181	255	288	329
LNST sau lợi ích CĐTS. điều chỉnh ⁽¹⁾	181	255	288	329

EBITDA	249	379	579	776
EPS báo cáo, VND	2.153	3.003	3.368	3.842
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	2.153	3.003	3.368	3.842
EPS pha loãng ⁽¹⁾ , VND	2.153	3.003	3.368	3.842
DPS, VND	862	1.200	1.300	1.500
DPS/EPS (%)	40,0%	40,0%	38,6%	39,0%

(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	18,2%	16,8%	16,0%	13,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	56,9%	52,3%	52,8%	33,9%
Tăng trưởng LNTT	21,1%	38,7%	13,2%	14,1%
Tăng trưởng EPS. điều chỉnh	23,1%	39,5%	12,2%	14,1%

Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	5,8%	7,0%	7,3%	7,7%
Biên LN từ HĐ %	3,8%	5,0%	5,3%	5,7%
Biên EBITDA	4,9%	6,4%	8,5%	10,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	3,6%	4,3%	4,2%	4,3%
ROE %	21,8%	26,6%	26,0%	26,0%
ROA %	7,6%	9,6%	8,9%	8,4%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	31,1	27,1	28,0	29,3
Số ngày phải thu	52,0	37,7	38,8	40,2
Số ngày phải trả	29,5	20,4	20,4	20,7
TG luân chuyển tiền	53,6	44,4	46,4	48,8

Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,1	1,0	1,0
CS thanh toán nhanh	1,1	0,9	0,7	0,7
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,2	0,1	0,1
Nợ/Tài sản	0,0	0,0	0,1	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,0	0,0	0,2	0,3
Nợ/Vốn CSH	-0,9	-0,4	0,1	0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	0,0	0,0	24,0	11,6

Nguồn: Dữ liệu công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền và tương đương	809	428	176	199
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	555	665	790	914
Hàng tồn kho	371	443	530	616
TS ngắn hạn khác	400	468	543	613
Tổng TS ngắn hạn	2.136	2.003	2.038	2.341
TS dài hạn (gộp)	389	1.017	1.970	2.611
- Khấu hao lũy kế	-115	-197	-411	-743
TS dài hạn (ròng)	274	820	1.559	1.867
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	38	38	38	38
Tổng TS dài hạn	312	858	1.598	1.906
Tổng Tài sản	2.449	2.861	3.636	4.246

Phải trả ngắn hạn	289	333	385	433
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	1.278	1.492	1.732	1.956
Tổng nợ ngắn hạn	1.567	1.825	2.116	2.389
Nợ dài hạn	0	0	338	511
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	1.567	1.825	2.455	2.900

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Vốn cổ phần	607	718	718	718
Lợi nhuận giữ lại	236	279	424	589
Vốn khác	39	39	39	39
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	882	1.036	1.181	1.346
Tổng cộng nguồn vốn	2.449	2.861	3.636	4.246

Số cp lưu hành cuối năm, tr	70,4	71,8	71,8	71,8
Số cp quỹ, tr	0,0	0,0	0,0	0,0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền đầu năm	424	809	428	176
Lợi nhuận sau thuế	181	255	288	329
Khấu hao	43	82	214	332
Thay đổi vốn lưu động	529	10	4	-7
Điều chỉnh khác	-73	-41	-47	-53
Tiền từ hoạt động KD	680	306	460	601

Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-258	-628	-953	-641
Đầu tư	16	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-242	-628	-953	-641

Cổ tức đã trả	-53	-73	-97	-110
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	14	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	338	173
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-53	-59	242	62

Tổng lưu chuyển tiền tệ	385	-381	-252	23
Tiền cuối năm	809	428	176	199

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Đào Danh Long Hà và Đặng Văn Pháp, 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 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

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

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- 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

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, 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 Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149

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.