

## Cơ sở hạ tầng viễn thông: Hướng tiếp cận phù hợp hơn với tình hình thị trường

**Trần Thị Thu Nga, CFA**  
 Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp  
 nga.ttthu@hsc.com.vn  
 +84 24 3933 4693 Ext. 4807

**Võ Thị Ngọc Hân, CFA**  
 Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp  
 han.vtn@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

- Vào ngày 2/7/2024, Bộ Thông tin và Truyền thông đã ban hành thông tư quy định cơ chế xác định giá thuê cơ sở hạ tầng viễn thông thụ động, với cách tiếp cận phù hợp với tình hình thị trường hơn so với dự thảo trước đó.
- Có hai phương pháp để xác định giá thuê – phương pháp chi phí và phương pháp so sánh. Đối với phương pháp chi phí, lợi nhuận được cộng vào tổng chi phí để xác định giá thuê, không còn bị giới hạn ở mức 10% tổng chi phí như trong dự thảo.
- Với cách tiếp cận theo cơ chế thị trường, quy định mới này bảo vệ quyền lợi cho cả hai bên và có lợi hơn đối với bên cho thuê. HSC ưa thích doanh nghiệp dẫn đầu thị trường CTR.

### Quy định về việc xác định giá thuê cơ sở hạ tầng viễn thông thụ động

Vào ngày 2/7/2024, Bộ Thông tin và Truyền thông đã ban hành Thông tư 07/2024/TT-BTTTT quy định cơ chế tính toán giá thuê cơ sở hạ tầng viễn thông thụ động (bao gồm tháp, ăng ten và các hạ tầng kỹ thuật khác liên quan đến việc lắp đặt thiết bị viễn thông). Thông tư đã hoàn thiện dự thảo được đề xuất hồi đầu năm nay về vấn đề nêu trên.

#### ... với cách tiếp cận phù hợp tình hình thị trường hơn

So với dự thảo, thông tư chính thức này đưa ra cách tiếp cận phù hợp với cơ chế thị trường hơn. Thông tư nêu lên 2 phương pháp xác định giá thuê, bao gồm phương pháp chi phí và phương pháp so sánh (như đã nêu trong dự thảo).

Theo phương pháp chi phí, lợi nhuận được cộng vào tổng chi phí (chủ yếu là chi phí đầu tư xây dựng công trình và chi phí quản lý vận hành) để tính ra giá thuê. Trong dự thảo, lợi nhuận này được giới hạn ở mức 10% tổng chi phí, trong khi trong Thông tư, giới hạn 10% này đã được loại bỏ. Lợi nhuận sẽ được so sánh với lợi nhuận thực tế của năm trước đó đã được kiểm toán/quyết toán (nếu có) hoặc được thỏa thuận giữa các bên.

Với việc loại bỏ giới hạn lợi nhuận 10% được nêu trong dự thảo, HSC hiểu rằng các bên liên quan – bên cho thuê và bên thuê – sẽ được tự do thỏa thuận giá thuê công bằng cho cả hai.

### Công bằng với các bên, có lợi cho doanh nghiệp dẫn đầu thị trường

Quy định mới này tạo sự công bằng cho cả bên cho thuê và bên thuê, và rõ ràng là có lợi hơn đối với bên cho thuê so với những gì được nêu trong dự thảo. HSC cho rằng doanh nghiệp dẫn đầu thị trường sẽ củng cố thêm vị thế của mình trong bối cảnh định hướng thị trường như thế này. Do đó, chúng tôi tiếp tục ưa thích CTR trong dài hạn với tư cách là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng viễn thông với hơn 20 năm kinh nghiệm, mặc dù định giá của CTR có vẻ sẽ ở mức cao trong ngắn hạn. HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với CTR ở giai đoạn này với giá mục tiêu không đổi là 146.800đ (rủi ro giảm giá 0,5%).

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/7.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
CTR	147,600	Nắm giữ	-	146,800	-	(0.54)	39.4	32.2	17.4	12.5	0.68	0.81

Giá cổ phiếu tại ngày 8/7/2024.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Cách tiếp cận theo cơ chế thị trường mang lại lợi ích cho doanh nghiệp dẫn đầu

Bộ Thông tin và Truyền thông vừa ban hành thông tư quy định cơ chế xác định giá thuê cơ sở hạ tầng viễn thông thụ động, trong đó đưa ra cách tiếp cận phù hợp với tình hình thị trường hơn thay vì giới hạn mức lợi nhuận như đã nêu trong dự thảo trước đó. HSC kỳ vọng doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực này sẽ tiếp tục củng cố vị thế của mình trong bối cảnh định hướng thị trường. Lựa chọn dài hạn của chúng tôi trong lĩnh vực này là CTR, mặc dù trong ngắn hạn, định giá có vẻ sẽ ở mức cao.

### Phương pháp tiếp cận theo cơ chế thị trường để xác định giá

Vào ngày 2/7/2024, Bộ Thông tin và Truyền thông đã ban hành Thông tư 07/2024/TT-BTTTT quy định cơ chế xác định giá thuê cơ sở hạ tầng viễn thông thụ động. Thông tư này đã hoàn thiện dự thảo được đề xuất hồi đầu năm nay về vấn đề tương tự.

Nguyên tắc xác định giá thuê bao gồm:

- Tính toán hợp lý và bao gồm tất cả các chi phí (chi phí xây dựng, chi phí vận hành, chi phí bảo trì và các chi phí hợp lệ khác có liên quan).
- Đối với cơ sở hạ tầng được đầu tư cho mục đích thương mại, giá thuê sẽ dựa trên phương pháp chi phí.

Theo Thông tư, có hai phương pháp để tính giá thuê – (i) phương pháp chi phí và (ii) phương pháp so sánh.

#### Phương pháp chi phí

Theo phương pháp này, giá thuê được xác định dựa trên công thức sau:

*Giá thuê = Chi phí khấu hao + Chi phí vận hành + Chi phí bảo trì + Các chi phí liên quan khác + Lợi nhuận dự kiến*

Công thức này tương tự như những gì được trình bày trong dự thảo. Tuy nhiên, trong dự thảo, lợi nhuận dự kiến bị giới hạn tối đa 10% tổng chi phí. Trong khi đó, trong Thông tư, giới hạn lợi nhuận 10% này đã được loại bỏ. Thay vào đó, lợi nhuận dự kiến có thể được so sánh với lợi nhuận thực tế (đã được kiểm toán) mà bên cho thuê đã thực hiện trong năm trước (nếu có) hoặc do hai bên tự thỏa thuận.

Với việc loại bỏ giới hạn lợi nhuận 10% được nêu trong dự thảo, HSC hiểu rằng các bên liên quan – bên cho thuê và bên thuê – sẽ được tự do thỏa thuận ra một mức giá thuê công bằng cho cả hai.

#### Phương pháp so sánh

Phương pháp này xác định giá thuê dựa trên giá thuê của một công trình hạ tầng tương tự, với các điều chỉnh về vị trí, chức năng, chất lượng và điều khoản cho thuê.

HSC cho rằng đây là một phương pháp mang tính lý thuyết nhiều hơn, vì rất khó để đưa ra những điều chỉnh hợp lý cho những khác biệt giữa các công trình hạ tầng.

## Cách tiếp cận theo cơ chế thị trường có lợi cho doanh nghiệp dẫn đầu

Quy định mới này tạo sự công bằng cho cả bên cho thuê và bên thuê, và rõ ràng là có lợi hơn cho bên cho thuê so với những gì được nêu trong dự thảo. HSC cho rằng doanh nghiệp dẫn đầu thị trường sẽ củng cố thêm vị thế của mình trong bối cảnh định hướng thị trường như thế này. Do đó, chúng tôi tiếp tục ưa thích CTR trong dài hạn với tư cách là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng viễn thông với hơn 20 năm kinh nghiệm.

Mảng kinh doanh cho thuê được dự đoán sẽ là động lực tăng trưởng của CTR trong dài hạn, với các trạm BTS (trạm thu phát sóng) là cơ sở hạ tầng chính yếu. Sau 5 tháng đầu năm 2024, CTR sở hữu gần 7.400 trạm BTS (chủ yếu là 4G) và đang trên đà đạt 10.000 trạm vào cuối năm nay.

Phân khúc này có tỷ suất lợi nhuận cao nhất trong tất cả các phân khúc của CTR, với tỷ suất EBITDA đạt khoảng 60%, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt khoảng 30% và LNTT

khoảng 20%. HSC nhận thấy một số nhà đầu tư lo ngại về khả năng duy trì lợi nhuận của CTR trong phân khúc cho thuê hạ tầng viễn thông, do khách hàng chính của CTR đang là Viettel (nhà cung cấp dịch vụ viễn thông hàng đầu Việt Nam và là cổ đông chính của CTR với 65,7% cổ phần).

Tuy nhiên HSC nhận thấy điều này không đáng lo ngại. Là đơn vị xây dựng của Viettel, CTR rõ ràng là doanh nghiệp dẫn đầu về cơ sở hạ tầng viễn thông tại Việt Nam. Với chuyên môn tích lũy hơn 20 năm qua, CTR có thể tối ưu hóa chi phí của mình. Thực tế, chi phí đầu tư xây dựng công trình của CTR thấp hơn khoảng 20% so với các doanh nghiệp cùng ngành và chi phí hoạt động cũng thấp hơn đáng kể do quy mô lớn và tăng nhanh (vượt xa doanh nghiệp hạ tầng viễn thông đang thứ hai là OCK (thuộc sở hữu của Malaysia), với 3.650 trạm BTS vào cuối năm 2023, tăng chậm so với 3.500 vào cuối năm 2022 và 3.240 vào cuối năm 2021). Với việc tiết kiệm chi phí đáng kể so với các đối thủ cạnh tranh, CTR có thể duy trì tỷ suất lợi nhuận cao trong phân khúc cho thuê cơ sở hạ tầng của mình.

Ngoài ra, tỷ lệ dùng chung trạm hiện tại của CTR chỉ là 1,03 lần. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ dùng chung trạm của CTR sẽ tăng đáng kể khi cơ sở hạ tầng 5G (các trạm BTS 5G) được triển khai để tạo điều kiện thuận lợi cho việc thương mại hóa mạng 5G. Điều này sẽ tiếp tục mở rộng tỷ suất lợi nhuận của mảng cho thuê cơ sở hạ tầng của CTR.

HSC tiếp tục ưa thích CTR trong dài hạn với tư cách là doanh nghiệp dẫn đầu về cơ sở hạ tầng viễn thông, sẽ có động lực mạnh mẽ cho việc thương mại hóa mạng 5G, mặc dù định giá có vẻ sẽ ở mức cao trong ngắn hạn. HSC hiện khuyến nghị Nắm giữ đối với CTR với giá mục tiêu 146.800đ (rủi ro giảm giá 0,5%).

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)