

Mảng Viễn thông: Ban hành Nghị quyết về việc sử dụng chung hạ tầng

Trần Thị Thu Nga, CFA
 Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & Công nghệ
 nga.ttthu@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4807

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

- Ngày 15/12/2025, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 66.10/2025/NQ-CP quy định về việc cho phép sử dụng chung công trình hạ tầng kỹ thuật và hạ tầng viễn thông, nhằm phục vụ nhiệm vụ quốc phòng, an ninh.
- Theo đó, các đơn vị cho thuê hạ tầng phải là doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% cổ phần. Các đơn vị được phép sử dụng chung hạ tầng miễn phí bao gồm công an, quân đội và các doanh nghiệp trực tiếp phục vụ quốc phòng, an ninh.
- CTR (Viettel sở hữu 65,7% cổ phần) không thuộc đối tượng điều chỉnh trực tiếp của nghị quyết này. Mặc dù điều này giúp loại bỏ lo ngại về việc buộc phải chia sẻ hạ tầng miễn phí, nhưng áp lực gián tiếp lên tỷ lệ dùng chung trạm vẫn là vấn đề đáng lo ngại. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu đối với CTR.

Quy định mới áp dụng cho các đơn vị do Nhà nước sở hữu 100% vốn

Ngày 15/12/2025, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 66.10/2025/NQ-CP quy định về việc cho phép sử dụng chung công trình hạ tầng kỹ thuật và cơ sở hạ tầng viễn thông, nhằm phục vụ nhiệm vụ quốc phòng, an ninh, có hiệu lực đến ngày 28/2/2027.

Theo nghị quyết, các đơn vị chia sẻ miễn phí hạ tầng kỹ thuật và viễn thông (không bao gồm các doanh nghiệp quốc phòng/an ninh) bao gồm: (i) các doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn, và (ii) các công ty con do các doanh nghiệp này nắm giữ 100% vốn.

Trong khi đó, các đơn vị được sử dụng chung hạ tầng miễn phí bao gồm: (i) các đơn vị công an, quân đội, và (ii) các doanh nghiệp trực tiếp phục vụ quốc phòng, an ninh và các đơn vị được giao thực hiện nhiệm vụ liên quan theo quyết định của Bộ trưởng Bộ Quốc phòng hoặc Bộ trưởng Bộ Công an. Nhìn chung, cơ chế chia sẻ miễn phí này chỉ áp dụng giữa các đơn vị do Nhà nước sở hữu 100% vốn. Chúng tôi lưu ý rằng các thỏa thuận dùng chung hạ tầng phải được Bộ trưởng Bộ Quốc phòng hoặc Bộ trưởng Bộ Công an phê duyệt.

Điều này hoàn toàn hợp lý, vì việc thanh toán phí thuê hạ tầng giữa các đơn vị có 100% vốn của Nhà nước về bản chất chỉ là sự luân chuyển nguồn vốn sở hữu Nhà nước.

Không còn rủi ro trực tiếp đối với CTR, nhưng xuất hiện rủi ro gián tiếp

Với việc Viettel (nhà mạng 100% vốn Nhà nước) sở hữu 65,7% cổ phần, CTR – đơn vị cung cấp dịch vụ hạ tầng viễn thông hàng đầu tại Việt Nam – không phải là đối tượng trực tiếp bị điều chỉnh bởi nghị quyết này. Thực tế, đối với một doanh nghiệp như CTR, việc cung cấp dịch vụ hạ tầng miễn phí về bản chất là bán dưới giá thành. Hành vi này vi phạm Luật Cạnh tranh và có thể bị thanh tra thuế. Do đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro CTR bị yêu cầu cung cấp miễn phí dịch vụ hạ tầng hầu như không có.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy nghị quyết này có tác động tiêu cực gián tiếp đến việc cải thiện tỷ lệ dùng chung trạm của CTR. Mobifone, một trong ba nhà mạng lớn nhất Việt Nam, được phê duyệt trở thành "doanh nghiệp trực tiếp phục vụ quốc phòng/an ninh" sau khi chuyển về Bộ Công an vào tháng 2/2025. Như vậy, Mobifone đủ điều kiện để sử dụng miễn phí hạ tầng của các đơn vị có 100% vốn Nhà nước (không thuộc khối an ninh/quốc phòng), cho mục đích an ninh/quốc phòng, thay vì phải thuê từ CTR. Điều này có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ dùng chung trạm của CTR, do Mobifone hiện là khách thuê chính của các trạm BTS dùng chung của CTR.

Giá cổ phiếu của CTR hiện cũng đang chịu áp lực trong bối cảnh HSC dự báo QKQD Q4/2025 kém khả quan (ước đạt 167 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 1% so với quý trước) và tiến độ lắp đặt các trạm BTS dự kiến chậm lại trong năm 2026. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu sau khi giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/12/2025.

(Xem tiếp trang 2)

Mã CK	Giá		Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
	(đồng)	Tăng tỷ trọng	Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
CTR	84,000	Tăng tỷ trọng		-	106,000	-	26.2	21.2	19.1	7.71	6.76	2.98	2.98

Giá cổ phiếu tại ngày 26/12/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Bối cảnh ban hành nghị quyết

Bối cảnh ra đời của nghị quyết này bắt nguồn từ dự án “Xây dựng mạng cáp quang ngành Công an từ Trung ương đến cấp xã” do Bộ Công an đề xuất vào tháng 8/2025.

Dự án có vốn đầu tư ước tính khoảng 8,4 nghìn tỷ đồng, với tổng chiều dài 120.000 km, cung cấp hạ tầng cốt lõi nhằm tăng cường năng lực giữ vững an ninh trật tự trên toàn quốc. Các lý do cho việc sử dụng chung hạ tầng miễn phí bao gồm:

- Thứ nhất: Việc đầu tư vào một hệ thống hạ tầng mới (cống, bể cáp, trụ, cột điện, v.v.) sẽ cần vốn đầu tư rất lớn, dẫn đến sự kém hiệu quả trong đầu tư và thời gian triển khai dài, làm dự án có thể không được hoàn thành trong năm 2026.
- Thứ hai: Những hạ tầng nêu trên cơ bản đã được đầu tư tương đối đồng bộ, trong khi một số công trình vẫn còn dư công suất để chia sẻ. Việc xây dựng mới có thể dẫn đến sự chồng lán không cần thiết.

Tuy nhiên, trước đó chưa có cơ chế cho việc chia sẻ hạ tầng miễn phí, nên cần phải có một nghị quyết của Chính phủ để làm rõ vấn đề này. Theo tính toán sơ bộ, nếu không có cơ chế này, Bộ Công an sẽ phải chi khoảng 2,1 nghìn tỷ đồng mỗi năm để thuê hạ tầng của EVN, VNPT, VNR, v.v. (tất cả đều là các công ty 100% vốn Nhà nước).

CTR có thể bị ảnh hưởng gián tiếp

Không còn rủi ro trực tiếp...

Tại thời điểm đề xuất, thị trường đã bắt đầu lo ngại liệu CTR, với tư cách là đơn vị cung cấp dịch vụ hạ tầng viễn thông hàng đầu tại Việt Nam, có phải chia sẻ miễn phí hạ tầng của chính mình hay không (không chỉ cho dự án cụ thể này mà còn cho các dự án khác với mục đích tương tự), mặc dù bản đề xuất đã đề cập rằng việc dùng chung hạ tầng chỉ nên áp dụng với các đơn vị có 100% vốn Nhà nước. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng nghị quyết này có thể làm rõ và giải tỏa những lo ngại trên.

... nhưng xuất hiện những khó khăn gián tiếp

Tuy nhiên, HSC nhận thấy nghị quyết này gián tiếp tạo ra tác động tiêu cực đến việc cải thiện tỷ lệ dùng chung trạm của CTR. Tính đến cuối tháng 11/2025, CTR có 11.780 trạm BTS và dự kiến đạt 12.000 trạm vào cuối năm 2025. Chúng tôi lưu ý rằng, mảng cho thuê hạ tầng đóng góp khoảng 6% tổng doanh thu và 40% EBITDA của CTR trong năm 2025. Tỷ lệ dùng chung trạm đạt 1.037 lần, với 437 trạm có nhiều hơn một khách thuê (ngoài Viettel). Mobifone là khách thuê quan trọng thứ hai (đóng góp khoảng 70% tổng số trạm dùng chung).

Ngày 28/2/2025, Mobifone đã chính thức được chuyển giao từ CMSC (Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp) sang Bộ Công an. Sau khi chuyển giao, Mobifone đã được Thủ tướng phê duyệt để trở thành một ‘doanh nghiệp trực tiếp phục vụ quốc phòng và an ninh’. Như vậy, theo nghị quyết, đơn vị này đủ điều kiện để được sử dụng chung miễn phí cơ sở hạ tầng kỹ thuật và viễn thông cho mục đích quốc phòng và an ninh. Điều này có nghĩa là Mobifone có thể sử dụng miễn phí hạ tầng của các nhà mạng viễn thông do Nhà nước sở hữu 100% vốn và không thuộc khối an ninh/quốc phòng khác (ví dụ như VNPT). Viettel được miễn cung cấp dịch vụ hạ tầng miễn phí vì là đơn vị do quân đội vận hành, nằm ngoài phạm vi điều chỉnh của nghị quyết.

Chúng tôi lưu ý rằng cơ chế này chỉ nhằm phục vụ mục đích quốc phòng và an ninh quốc gia. Nếu Mobifone hoặc bất kỳ đơn vị nào khác sử dụng hạ tầng miễn phí cho nhiệm vụ an ninh/quốc phòng kết hợp với hoạt động kinh doanh, thì cơ chế sử dụng miễn phí chỉ áp dụng cho các nhiệm vụ trực tiếp phục vụ mục đích quốc phòng và an ninh.

Đánh giá sơ bộ về tác động của nghị quyết

Do CTR thường ký hợp đồng thuê có thời hạn 5 năm với các khách thuê, tác động trực tiếp ngay lập tức lên mảng cho thuê khá hạn chế.

Tuy nhiên, việc Mobifone chuyển từ thuê thương mại sang sử dụng miễn phí nhằm phục vụ an ninh có thể ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng tỷ lệ dùng chung trạm

của CTR trong tương lai. Tốc độ tăng trưởng chậm lại của tỷ lệ dùng chung trạm hoặc việc phân loại lại các hợp đồng thuê thành 'nhiệm vụ an ninh/quốc phòng' sẽ ảnh hưởng đến KQKD của mạng cho thuê hạ tầng. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng này cần phải được phân tích sâu hơn.

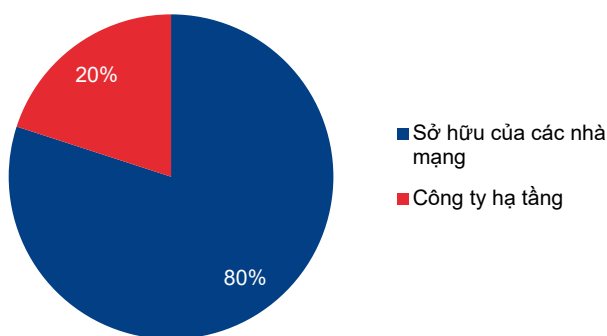
Kết quả phân tích độ nhạy sơ bộ của HSC cho thấy, trong trường hợp xấu nhất, tỷ lệ dùng chung trạm giảm xuống còn 1 lần so với mức 1,04-1,05 lần được giả định cho giai đoạn 2026-2027 (nghĩa là Viettel sẽ là khách thuê duy nhất) – điều vốn rất khó xảy ra do các điều khoản trong hợp đồng thuê đã đề cập trước đó – thì doanh thu của mạng này sẽ giảm khoảng 4% trong năm 2026-2027, trong khi EBITDA sẽ giảm khoảng 6%. Tuy nhiên, tác động trong dài hạn có thể lớn hơn, vì chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ dùng chung trạm sẽ cải thiện thực chất hơn từ nay đến năm 2030 khi mạng 5G được áp dụng rộng rãi hơn. Điều này có thể không còn đúng nữa nếu Mobifone tận dụng vị thế đặc biệt là 'doanh nghiệp an ninh/quốc phòng' để sử dụng hạ tầng miễn phí.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi việc triển khai cụ thể cơ chế chia sẻ miễn phí này, vì cơ chế này có thể làm CTR chậm đạt được "tỷ lệ dùng chung trạm 1,1-1,2 lần" mà thị trường đang kỳ vọng.

Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng nếu không có các khách thuê bên ngoài, CTR sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào công ty mẹ Viettel để phát triển mạng cho thuê và các phân khúc liên quan đến viễn thông khác, có nghĩa là CTR sẽ đối mặt với nhiều rủi ro hơn nếu Viettel có những thay đổi trong các chính sách nội bộ.

Biểu đồ 1: Thị phần trạm BTS tại Việt Nam

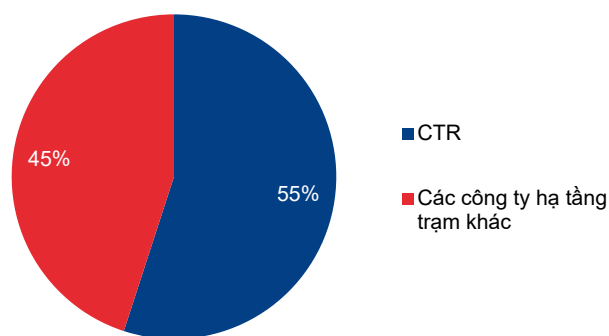
20% số trạm BTS thuộc sở hữu của các công ty hạ tầng, trong khi 80% còn lại thuộc sở hữu của các nhà mạng



Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Thị phần của các công ty hạ tầng BTS, Việt Nam

Với 11.780 trạm BTS tính đến hết 11 tháng đầu năm 2025, CTR hiện dẫn đầu thị trường với 55% thị phần



Nguồn: CTR, HSC

Xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, CTR đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 7,8 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 10,8 lần. Theo đó, chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu trước khi phân tích kỹ hơn về tác động của nghị quyết này.

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 được giữ nguyên ở mức 603 tỷ đồng (tăng trưởng 12%), cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 167 tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 1% so với quý trước).

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
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 W: www.hsc.com.vn