

Ngành Công nghệ và Viễn thông Việt Nam

Bảy doanh nghiệp công nghệ, viễn thông và hạ tầng viễn thông niêm yết: FPT, VGI, FOX, CTR, CMG, ELC, TTN

Ngày phát hành 17/09/2026 · TCBS Research

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ của bảy mã tăng 46,8% trong sáu tháng đầu năm, lên **11.977 tỷ đồng**. Gần như toàn bộ phần tăng thêm đến từ một mã: bỏ VGI ra, sáu mã còn lại chỉ tăng 13,8%, vì nền so sánh của VGI chứa quý 1/2025 lỗ ròng 32 tỷ đồng do tỷ giá. 13,8% mới là tốc độ nền của ngành.

FPT là cơ hội rõ nhất của rổ. Giá đã giảm 28,9% trong mười hai tháng trong khi lợi nhuận sáu tháng vẫn tăng 14,1%, đưa P/E về 12,5 lần, thấp hơn nhiều mức trung vị 20,2 lần của chính mã này ba năm qua. Phần còn lại của rổ chia thành hai nhóm. FOX và CTR đã qua đỉnh đầu tư hạ tầng và bắt đầu sinh dòng tiền. VGI, CMG, ELC và TTN thì còn một biến số chưa ngã ngũ, mỗi mã một kiểu: VGI vì bội số đã phản ánh gần hết kỳ vọng, ba mã còn lại vì thanh khoản mỏng và luận điểm phụ thuộc vào chi tiêu công nghệ khu vực công.

Điểm cần nhìn khi giải ngân là tốc độ lấp đầy hạ tầng đã xây và tỷ giá tại các thị trường nước ngoài. Trung và dài hạn bức tranh tích cực: cầu trung tâm dữ liệu, 5G và dịch vụ công nghệ thông tin xuất khẩu còn dư địa nhiều năm, và phần lớn vốn đầu tư đã chi trong 2024 đến 2026 nên từ 2027 lợi nhuận ít bị khấu hao mới bào mòn. Trên nền đó, TCBS Research đánh giá FPT, FOX và CTR là ba mã hấp dẫn nhất rổ ở mặt bằng giá hiện nay.

ĐIỂM NHẤN

01 Ba trụ cột chiếm gần như toàn bộ rổ

VGI nắm 57,1% vốn hóa, FPT 28,8% và FOX 10,3%, cộng lại 96,2%. Bốn mã còn lại chỉ chiếm 4,6% lợi nhuận sáu tháng, nên chỉ số bình quân ngành phần lớn là diễn biến của ba doanh nghiệp này.

02 Bỏ hiệu ứng nền của VGI, hai khối tăng lợi nhuận gần bằng nhau

Khối viễn thông tăng 76,9%, khối công nghệ 13,6%. Nhưng bỏ VGI ra, ba mã viễn thông còn lại chỉ tăng 14,4%. Khác biệt thật ở doanh thu: viễn thông 26,4%, công nghệ -15,2%.

03 Tốc độ tăng thật của VGI là con số quý 2, không phải con số sáu tháng

Lũy kế sáu tháng tăng 129,3% vì nền chứa quý 1/2025 lỗ ròng do tỷ giá. Riêng quý 2 mức tăng là 50,3%.

04 Vốn đổ vào hạ tầng AI bằng hơn nửa lợi nhuận một năm của rổ

Năm khoản đã công bố cộng lại 13.310 tỷ đồng, bằng 53,5% lợi nhuận dự phóng 2026. Riêng FPT là 10.900 tỷ, xấp xỉ trọn một năm lợi nhuận của mã này.

CẦN THEO DÕI

01 Điểm hòa vốn của các cụm nhà máy AI FPT

Cả hai cụm AI Factory tại Nhật Bản và Việt Nam đã vượt điểm hòa vốn từ quý 2/2026. Nếu giữ được vài quý, chi phí đầu tư sẽ dần chuyển thành nguồn thu định kỳ.

02 Tỷ lệ dùng chung hạ tầng của CTR

Trên 12.000 trạm BTS mới có 495 trạm đạt từ hai khách thuê trở lên. Đây là biến số quyết định phần doanh thu cho thuê, cấu phần biên cao nhất, khi xây lắp 5G qua đỉnh.

03 Tỷ giá tại các thị trường nước ngoài

Biến số từng khiến VGI có một quý lỗ ròng và đang ép biên mỏng công nghệ thông tin nước ngoài của FPT. Hai mã chiếm 85,9% vốn hóa rổ nên đây là rủi ro chung.

LŨY KẾ 6T/2026

Doanh thu	76.710 tỷ đồng
LNST cổ đông mẹ	11.977 tỷ đồng
Tăng trưởng LNST	46,8%
Biên lợi nhuận ròng	17,3%

PHÂN HÓA HAI KHỐI

LNST 6T viễn thông	7.579 tỷ đồng
Tăng trưởng	76,9%
LNST 6T công nghệ	5.255 tỷ đồng
Tăng trưởng	13,6%

ĐỊNH GIÁ VÀ CÂN ĐỐI

Vốn hóa nhóm	435.207 tỷ đồng
P/E trung vị	12,5 lần
ROE trung vị	27,3%
Tiền ròng nhóm	52.070 tỷ đồng

Bối cảnh ngành công nghệ và viễn thông Việt Nam

1.1. Chính sách là động lực cầu lớn nhất của cả hai khối trong ba năm tới

Chúng tôi cho rằng, khác với hầu hết các ngành trên sàn, cầu của ngành công nghệ và viễn thông trong giai đoạn này chịu chi phối đáng kể bởi các chính sách thay vì chu kỳ kinh tế. Biến số cần theo dõi vì vậy không phải tăng trưởng GDP hay lãi suất, mà là tiến độ giải ngân của khu vực công, lộ trình hạ tầng viễn thông và thời điểm các mốc pháp lý được chốt.

Mốc chính sách	Thời điểm	Nội dung có ý nghĩa với doanh thu ngành
Nghị quyết 57-NQ/TW	22/12/2024	Ít nhất 3% chi ngân sách hằng năm cho khoa học công nghệ; đến 2030 phủ sóng 5G trên toàn quốc
Luật Dữ liệu 60/2024/QH15	01/07/2025	Trung tâm dữ liệu quốc gia; siết chuyển dữ liệu cốt lõi ra ngoài lãnh thổ
Luật Thuế TNDN 67/2025/QH15	01/10/2025	Giữ ưu đãi 10% trong 15 năm cho sản xuất phần mềm; bổ sung chip và trung tâm dữ liệu cho AI
Luật Công nghiệp công nghệ số 71/2025/QH15	01/01/2026	Điều chỉnh riêng công nghiệp số, bán dẫn, AI và tài sản số; ưu đãi Khu công nghệ số tập trung
Nghị quyết 11/NQ-CP	14/01/2026	Sửa đổi Nghị quyết 71; chốt mốc 12/2026 cho các cơ sở dữ liệu quốc gia
Mục tiêu hạ tầng số của Cục Viễn thông	Năm 2026	Phủ sóng 5G tới 99% dân số, tốc độ di động 170 Mbps và cố định 300 Mbps
Đã đấu giá xong băng tần 900 MHz	09/09/2026	VNPT, Viettel và Vietnamobile mỗi bên trúng một cặp khối 2x5 MHz cho 15 năm, lần lượt 1.079, 1.077 và 1.077 tỷ đồng, chỉ cao hơn giá khởi điểm 1.057 tỷ khoảng 2%. Không phát sinh cạnh tranh giữa ba nhà mạng trên cùng một khối nên chi phí tần số dừng ở mức thấp, giữ lại dư địa vốn cho vòng xây trạm tiếp theo
Đã tắt sóng 2G trên toàn quốc	15/09/2026	Toàn bộ trạm 2G đã dừng; riêng Viettel, số thuê bao chờ chuyển đổi giảm từ 9,3 triệu cuối 2025 xuống còn khoảng 750 nghìn, phần chuyển lên gói dữ liệu có doanh thu bình quân cao hơn

Nguồn: Công báo Chính phủ số 965+966 ngày 24/07/2025, Bộ Khoa học và Công nghệ, Cổng thông tin điện tử Chính phủ.

■ Chúng tôi không đưa vào bảng cam kết dành ít nhất 5% ngân sách nhà nước cho khoa học công nghệ năm 2026, vì đó là phát biểu trên kênh chính thức chứ chưa phải một văn bản quy phạm.

1.2. Chu kỳ đầu tư trí tuệ nhân tạo và trung tâm dữ liệu

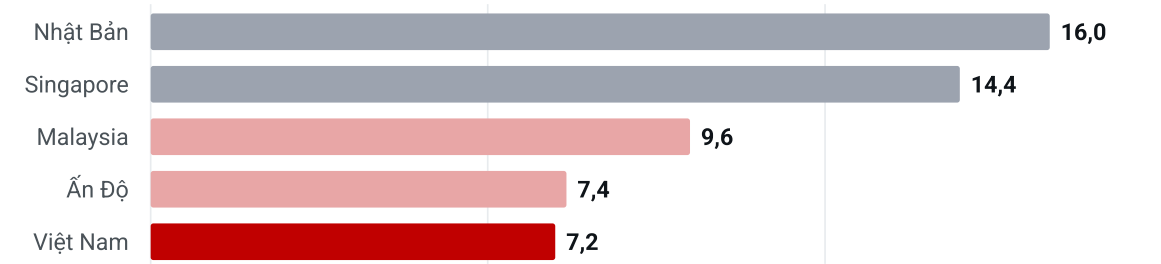
Đây là lý do lợi nhuận ngành chưa tăng tương ứng với doanh thu trong hai năm qua. Quy mô vốn mà ngành đang thu hút lớn hơn đáng kể so với phần doanh thu đã tạo ra, và khối viễn thông nay cũng tham gia cùng một cuộc đua hạ tầng.



Nguồn: Trái: VietnamBiz 24/02/2026 và kế hoạch 2026 của FPT Telecom, 200 triệu USD quy đổi giá 26.000 đồng. Phải: Báo Đầu tư 10/05/2026.

- **Công suất công bố không đồng nghĩa với công suất đang được cấp điện.** Công suất thiết kế toàn quốc đạt 372,8 MW tại tháng 5/2026, so với khoảng 104 MW đang vận hành thực tế. Các mô hình doanh thu trung tâm dữ liệu dựa trên công suất megawatt công bố cần được điều chỉnh theo tiến độ đấu nối điện.
- **Thị phần công suất lớn nhất không thuộc doanh nghiệp niêm yết nào trong rổ.** Viettel IDC là đơn vị trong nước của tập đoàn Viettel, không nằm trong VGI vốn chỉ quản lý mảng đầu tư nước ngoài, còn VNPT chưa niêm yết. Ba doanh nghiệp trong rổ có mặt ở nhóm giữa là CMG, FOX và TTN, trong đó FOX dành 580 tỷ đồng cho trung tâm dữ liệu Quận 9 giai đoạn hai và 330 tỷ đồng cho HN03, nằm trong tổng vốn đầu tư 5.100 tỷ đồng của năm 2026.
- **Lợi thế chi phí của Việt Nam là thật nhưng mỏng hơn cách thường được trích dẫn.** Chi phí xây dựng tại Hà Nội và TP.HCM khoảng 7,2 triệu USD mỗi megawatt, bằng 45% mức của Nhật Bản. Nhưng so với Ấn Độ và Malaysia, hai thị trường cạnh tranh trực tiếp cùng phân khúc chi phí thấp, khoảng cách chỉ còn 3% và 25%.

Chi phí xây dựng trung tâm dữ liệu (triệu USD mỗi megawatt, mức giữa dải)



Nguồn: Cushman & Wakefield, APAC Data Centre Construction Cost Guide 2026 (31/03/2026); chưa gồm tiền đất và thiết bị IT.

VÌ SAO KHOẢN ĐẦU TƯ NÀY LÀ BƯỚC NGOẶT, KHÔNG CHỈ LÀ CHI PHÍ

Khấu hao và chi phí vận hành trong giai đoạn đầu của các nhà máy AI tại Nhật Bản là một trong những yếu tố gây áp lực lên biên lợi nhuận trước thuế hợp nhất của FPT, khiến tập đoàn đạt 97% kế hoạch lợi nhuận năm 2025. Tuy nhiên, doanh nghiệp cho biết cả hai cụm nhà máy đã vượt điểm hòa vốn và bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ quý 2/2026. Nếu xu hướng này được duy trì và xác nhận trong các quý tới, các tài sản đã tạo áp lực lên lợi nhuận trong giai đoạn đầu có thể bắt đầu đóng góp ổn định vào doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn. Theo chúng tôi, đây là một trong những yếu tố quan trọng đối với định giá FPT tại mức P/E 12,5 lần hiện tại.

1.3. Những chỉ tiêu ngành nào thực sự liên quan đến triển vọng của bảy doanh nghiệp?

Các số liệu về quy mô ngành công nghệ số và hạ tầng viễn thông Việt Nam có giá trị tham khảo lớn nhưng không phải tất cả đều phản ánh trực tiếp triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp trong phạm vi nghiên cứu.

Chỉ tiêu công bố	Giá trị	Kỳ	Mức độ liên quan tới bảy mã
Doanh thu toàn ngành công nghiệp công nghệ số	198,0 tỷ USD	2025	Rất thấp. Khoảng 87% là lắp ráp phần cứng và điện tử của khối FDI, gần như không giao với báo cáo tài chính của bất kỳ mã nào
Doanh thu phần mềm và dịch vụ CNTT từ thị trường nước ngoài	15,0 tỷ USD	2025	Cao. Đây mới là thị trường của FPT và CMG; trên 2.100 doanh nghiệp tham gia
Doanh thu dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT	18.902 tỷ đồng	6T/2026	Tương đương khoảng một phần mười thị trường xuất khẩu dịch vụ CNTT cả nước
Công suất thiết kế trung tâm dữ liệu cả nước	372,8 MW	T5/2026	Cao với CMG, FOX và TTN. Gấp hơn bốn lần 2021; năm nhà vận hành năm 97% công suất
Số trạm phát sóng 5G trên cả nước	Vượt 40.000 trạm	Q2/2026	Rất cao với CTR. Độ phủ dân số đã lên 91,9%, nghĩa là phần lớn khối lượng xây lắp đã đi qua và trọng tâm chuyển sang vận hành khai thác mạng lưới
Chi ngân sách cho khoa học công nghệ	3,0% chi NS	Từ 2025	Cao với CMG và ELC. Đây là nguồn cầu trực tiếp của nhóm tích hợp hệ thống
Doanh thu thuần của VGI	26.178 tỷ đồng	6T/2026	Không liên quan tới bất kỳ dòng nào ở trên. Toàn bộ phát sinh tại thị trường nước ngoài nên chính sách và chu kỳ chi tiêu trong nước không tác động trực tiếp

Nguồn: Bộ Khoa học và Công nghệ, Tổng cục Thống kê qua VnEconomy và Tuổi Trẻ; công suất trung tâm dữ liệu lấy theo công suất thiết kế.

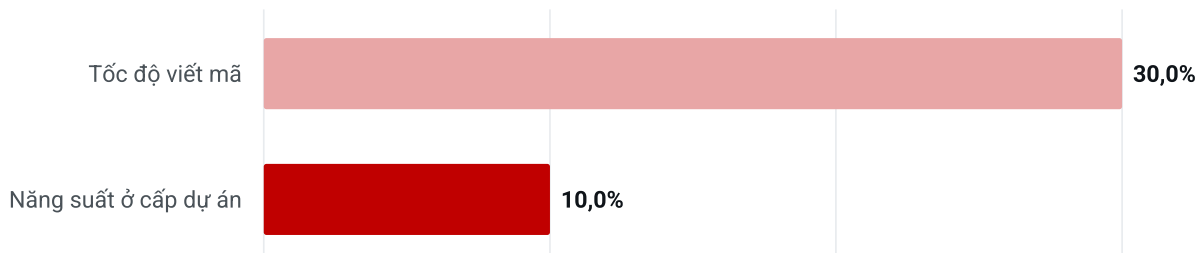
CÁCH DÙNG ĐÚNG CON SỐ 198 TỶ USD

Con số doanh thu ngành công nghiệp công nghệ số gần 200 tỷ USD thường được dùng để minh họa triển vọng ngành, nhưng không phản ánh quy mô thị trường của các doanh nghiệp niêm yết trong nước. Phần liên quan hơn là khoảng 15 tỷ USD doanh thu phần mềm và dịch vụ công nghệ thông tin xuất khẩu, chỉ tiêu công nghệ trong nước, và với khối viễn thông là số trạm phát sóng cùng số thuê bao băng rộng. Tương tự, mức tăng 37% doanh thu toàn ngành lũy kế đến tháng 5/2026 là số danh nghĩa, gồm cả phần cứng và khu vực FDI.

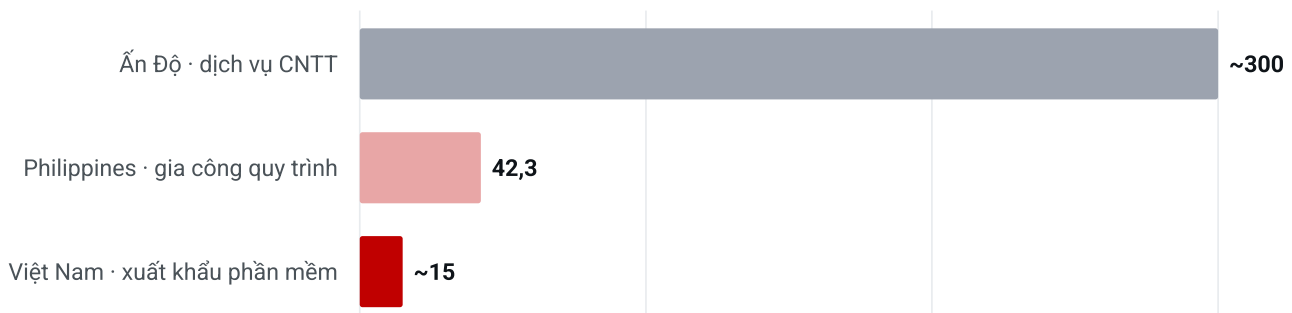
1.4. Trí tuệ nhân tạo là mối đe dọa hay đòn bẩy với mô hình gia công phần mềm

Đây là câu hỏi chi phối thị giá FPT trong mười hai tháng qua. Bằng chứng định lượng hiện có cho thấy AI chưa làm mất việc gia công phần mềm nhưng đang bào mòn đơn giá, nên tác động ròng là biên lợi nhuận đi ngang trong khi khối lượng vẫn tăng, chứ không phải sụp đổ doanh thu.

- Công cụ trợ lý lập trình nội bộ của FPT cải thiện 30% tốc độ viết mã, nhưng năng suất ở cấp dự án chỉ tăng 10%. Khoảng cách 20 điểm phần trăm này cho thấy hoạt động viết mã chỉ chiếm một phần trong tổng giá trị của một dự án gia công phần mềm. Phần còn lại bao gồm phân tích nghiệp vụ, tích hợp, kiểm thử và quản trị dự án, những hoạt động mà AI hiện chưa thể thay thế hoàn toàn.
- Tuy nhiên, áp lực lên đơn giá đã hiện hữu. Năng suất thực tế có thể tăng trong khi đơn giá vẫn chịu áp lực giảm. Phần chênh lệch được giữ lại dưới dạng biên lợi nhuận hay chuyển giao cho khách hàng chỉ có thể đánh giá qua diễn biến biên lợi nhuận mảng CNTT nước ngoài từng quý.
- Các đối thủ trong khu vực vẫn duy trì năng lực cạnh tranh, do đó đây không phải là cơ hội gia tăng thị phần dễ dàng. Ngành dịch vụ CNTT của Ấn Độ dự kiến đạt khoảng 300 tỷ USD doanh thu trong năm 2026, còn ngành gia công quy trình của Philippines hướng tới 42,3 tỷ USD. Lợi thế chi phí của Việt Nam đang thu hẹp và cần dần được thay bằng lợi thế năng lực.
- Ba chỉ tiêu nên được sử dụng thay cho doanh thu hợp nhất của FPT gồm giá trị hợp đồng ký mới của mảng công nghệ thông tin nước ngoài, biên lợi nhuận trước thuế của mảng này và mức đóng góp từ các công ty liên kết. Doanh thu từ Nhật Bản trong tháng 4/2026 đạt 2.698 tỷ đồng, tăng 24,4%, cho thấy thị trường lớn nhất vẫn duy trì tăng trưởng.

Trợ lý viết mã nội bộ của FPT: mức cải thiện công bố (%)

Nguồn: FPT công bố. Khoảng cách 20 điểm phần trăm là phần giá trị dự án nằm ngoài khâu viết mã.

Quy mô dịch vụ công nghệ và gia công năm 2026 theo thị trường (tỷ USD)

Nguồn: Dự báo ngành từng thị trường. Cột Việt Nam là xuất khẩu phần mềm và dịch vụ CNTT, không phải toàn ngành công nghệ số.

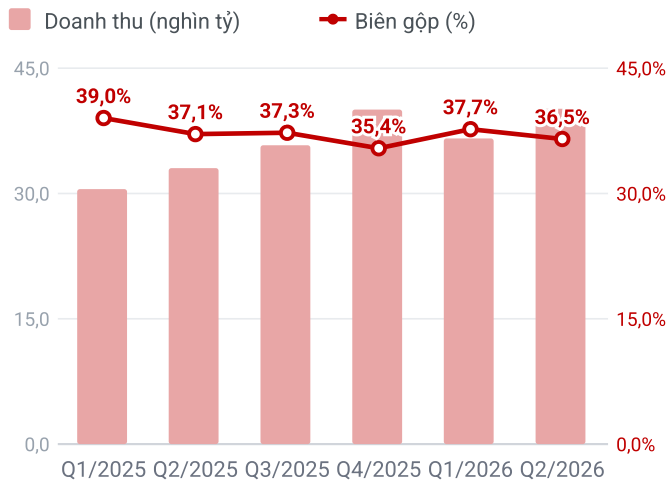
Kết quả kinh doanh

2.1. Doanh thu và lợi nhuận cùng tăng mạnh, nhưng vì những lý do trái chiều

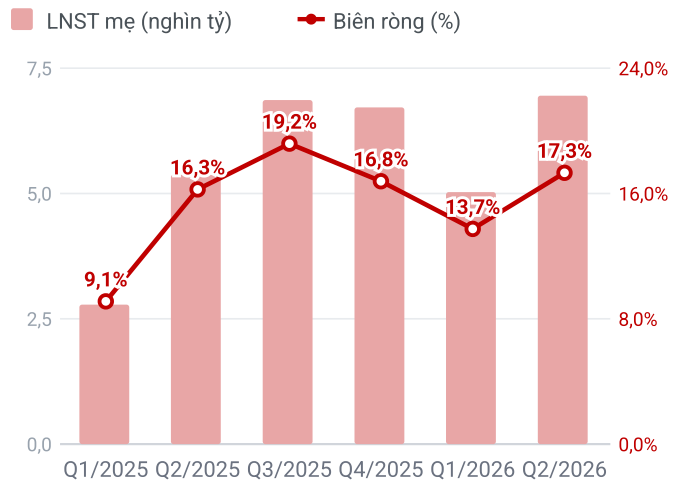
Hai chỉ tiêu tổng hợp trong kỳ chịu tác động từ nhiều yếu tố theo các hướng khác nhau, khiến biến động toàn nhóm không phản ánh đầy đủ diễn biến kinh doanh của từng doanh nghiệp. Do đó, việc chỉ nhìn vào kết quả hợp nhất có thể dẫn đến đánh giá chưa đầy đủ về triển vọng của bảy doanh nghiệp trong năm.

DOANH THU 6T 76.710 tỷ đồng 20,7% so cùng kỳ	LNST CỔ ĐÔNG MẸ 6T 11.977 tỷ đồng 46,8% so cùng kỳ	BIÊN RÒNG Q2 17,3 % Từ 16,3% cùng kỳ	LNST CỔ ĐÔNG MẸ Q2 6.950 tỷ đồng 29,3% so cùng kỳ
--	--	--	---

Doanh thu và biên gộp toàn nhóm theo quý



LNST cổ đông mẹ và biên ròng toàn nhóm theo quý



Nguồn: TCAnalysis, TCBS tổng hợp. Cột dọc trục trái, đường dọc trục phải.

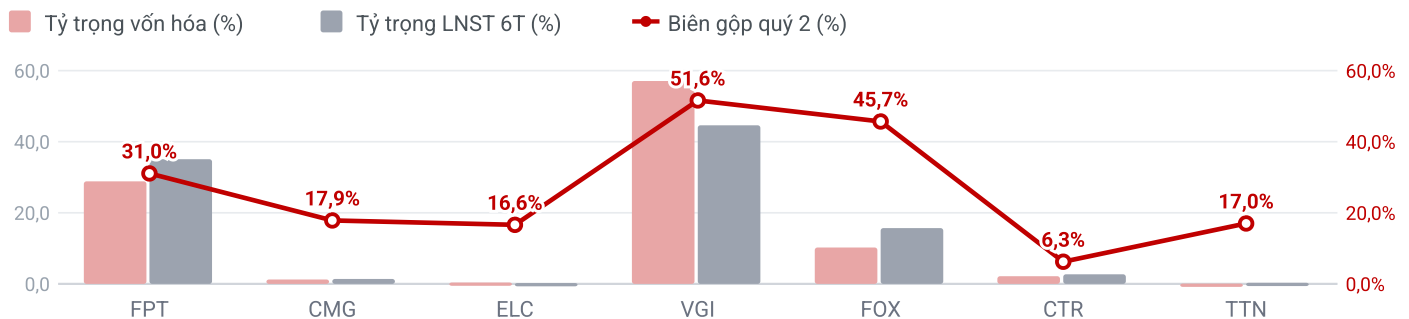
Mã	Doanh thu Q2	+/- cùng kỳ	LNST mẹ Q2	+/- cùng kỳ	Biên gộp	LNST mẹ 6T	+/- cùng kỳ
FPT	13.789	-17,1%	2.568	+13,8%	31,0%	5.055	+14,1%
CMG	2.323	+5,1%	75	-20,2%	17,9%	169	-2,9%
ELC	433	+61,0%	28	+86,7%	16,6%	31	+55,0%
VGI	13.610	+28,4%	3.552	+50,3%	51,6%	5.347	+129,3%
FOX	5.616	+17,6%	991	+12,1%	45,7%	1.877	+13,9%
CTR	4.154	+28,4%	172	+18,6%	6,3%	322	+20,6%
TTN	202	+103,3%	16	-15,0%	17,0%	33	-8,8%
Khối công nghệ	16.545	-13,4%	2.671	+12,9%	28,8%	5.255	+13,6%
Khối viễn thông	23.582	+26,0%	4.732	+38,7%	41,9%	7.579	+76,9%
Tổng nhóm	40.127	+21,4%	6.950	+29,3%	36,5%	11.977	+46,8%

Đơn vị: tỷ đồng; 6T là lũy kế sáu tháng đầu năm.

- Dòng tổng hợp không phải tổng số học của các dòng trên.** FPT nắm 45,66% FOX nên đến hết 2025 doanh thu FOX nằm trọn trong hợp nhất của FPT, còn từ 2026 phần lợi nhuận tương ứng được FPT ghi lại theo phương pháp vốn chủ sở hữu. Dòng tổng nhóm đã trừ đi phần bị đếm hai lần đó, nên mọi kỳ đều tính FOX đúng một lần.
- Hai con số trong bảng cần đọc kèm chú giải.** Niên độ tài chính riêng của CMG kết thúc 31/03 nhưng số liệu trong báo cáo đã được quy về năm dương lịch để so sánh cùng cơ sở với sáu mã còn lại, nên lợi nhuận 2025 thấp hơn tổng bốn quý đã công bố 4 tỷ đồng. Biên gộp của CTR thấp vì phần lớn doanh thu đến từ xây lắp, không phản ánh biên của mảng cho thuê hạ tầng.

- **Rổ cổ phiếu này tập trung vào ba doanh nghiệp.** VGI, FPT và FOX cộng lại chiếm 96,2% vốn hóa và 95,4% lợi nhuận sáu tháng, trong khi bốn mã còn lại đều có quy mô nhỏ hơn nhiều. Chúng tôi tách hai dòng tổng hợp theo khối vì hai khối trong kỳ này đi theo hai hướng khác nhau.
- **Doanh thu toàn nhóm chỉ tăng 20,7%, nhưng không doanh nghiệp nào thực sự đi ngang.** FPT giảm 19,6% do thay đổi cơ cấu hợp nhất, VGI tăng 29,2%, FOX tăng 15,1% và CTR tăng 33,2%. Mức tăng trưởng tổng hợp vì thế không phản ánh xu hướng chung.
- **Khoảng cách giữa hai khối là điểm đáng chú ý nhất của kỳ này.** Khối viễn thông đạt 7.579 tỷ đồng lợi nhuận sáu tháng, tăng 76,9%, trong khi khối công nghệ đạt 5.255 tỷ đồng, tăng 13,6%. Một phần khoảng cách đến từ nền so sánh thấp của VGI và từ việc FOX lần đầu tách khỏi hợp nhất của FPT, phần còn lại phản ánh đúng vị trí khác nhau trong chu kỳ đầu tư.
- **Biên gộp toàn nhóm giảm từ 37,1% xuống 36,5%, chủ yếu do hiệu ứng cơ cấu.** VGI duy trì biên 51,6% gần như không đổi, trong khi FPT giảm xuống 31,0% sau khi mảng viễn thông có biên cao không còn được hợp nhất, và CTR với biên 6,3% có tỷ trọng doanh thu tăng nhanh. Biên bình quân vì thế giảm do thay đổi tỷ trọng, không phải do từng doanh nghiệp suy giảm.

Trọng số trong rổ so với biên gộp từng mã



Nguồn: TCAnalysis, TCBS tính toán. Cột dọc trục trái, đường dọc trục phải.

2.2. FPT và VGI: hai hiệu ứng kỹ thuật, và phần tăng trưởng thực chất nằm ở đâu

Cả FPT lẫn VGI đều ghi nhận các chỉ tiêu tăng trưởng chịu ảnh hưởng đáng kể bởi yếu tố kỹ thuật trong kỳ này, nhưng theo hai cơ chế khác nhau. Ở FPT, thay đổi phạm vi hợp nhất làm doanh thu giảm mạnh về mặt báo cáo. Ở VGI, nền so sánh bất thường khiến lợi nhuận tăng với tốc độ cao. Bốn thể dưới đây tách các yếu tố kỹ thuật khỏi diễn biến kinh doanh cốt lõi của mỗi doanh nghiệp; trụ cột thứ ba là FOX được phân tích ở mục tiếp theo cùng khối viễn thông.

FPT · phạm vi hợp nhất

Doanh thu 6T giảm 19,6%

Từ 01/01/2026, FPT Telecom chuyển từ công ty con sang công ty liên kết sau khi Bộ Công an tiếp nhận 50,17% cổ phần từ SCIC. Doanh thu và chi phí viễn thông không còn được hợp nhất vào báo cáo, chỉ còn phần lợi nhuận được ghi nhận theo phương pháp vốn chủ sở hữu. Không có hợp đồng nào bị hủy, do đó mức giảm doanh thu của FPT so với cùng kỳ 2025 chủ yếu phản ánh thay đổi phạm vi hợp nhất.

FPT · phần cốt lõi

LNST mẹ 6T tăng 14,1%

LNST cổ đông công ty mẹ là chỉ tiêu có khả năng so sánh tốt hơn qua thay đổi phạm vi hợp nhất và tăng lên 5.055 tỷ đồng. Biên ròng tăng lên 18,6% trong quý, chủ yếu do lợi nhuận từ công ty liên kết được ghi nhận trực tiếp vào lợi nhuận mà không đi kèm doanh thu và chi phí tương ứng.

VGI · nền so sánh

LNST mẹ 6T tăng 129,3%

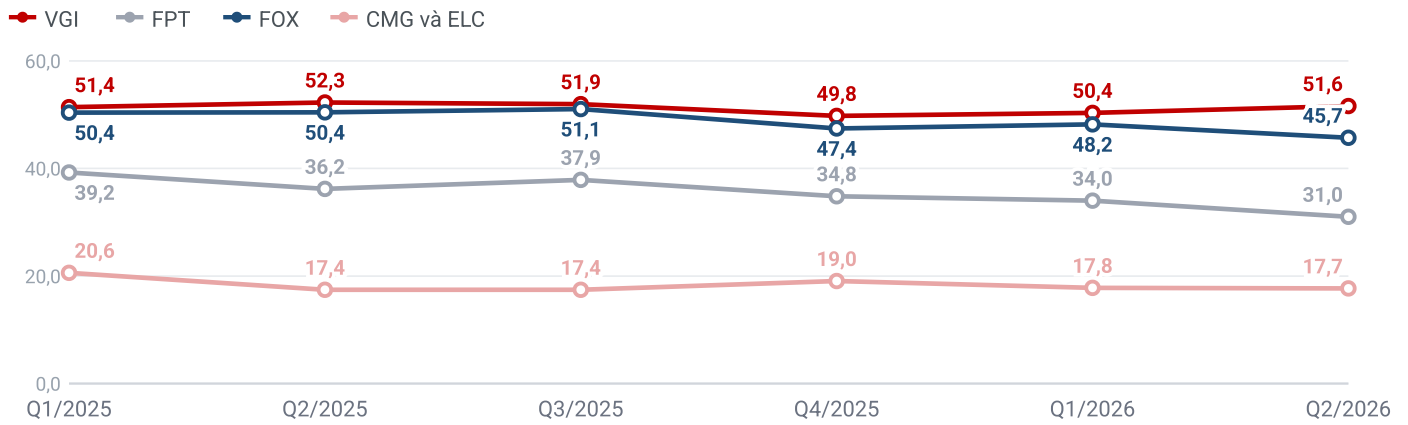
Quý 1/2025, VGI ghi nhận lỗ ròng 32 tỷ đồng do ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá tại các thị trường nước ngoài. Mẫu số của phép so sánh nửa đầu năm do đó ở mức thấp, khiến tốc độ tăng trưởng ba chữ số phản ánh đáng kể hiệu ứng nền thấp, thay vì chỉ phản ánh đà tăng trưởng hoạt động.

VGI · phần cốt lõi

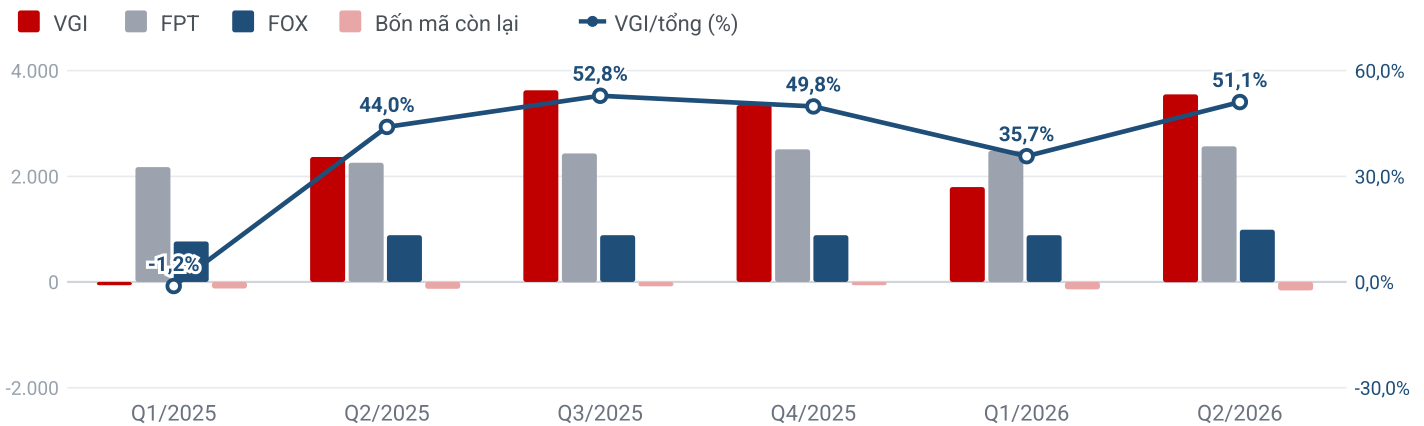
LNST mẹ quý 2 tăng 50,3%

So sánh theo quý giúp loại bỏ phần lớn hiệu ứng nền thấp, trong khi mức tăng trưởng vẫn duy trì ở mức cao. Doanh thu quý 2 tăng 28,4% lên 13.610 tỷ đồng, với biên gộp 51,6%, cao gần gấp đôi mức của phần còn lại trong rổ và gần như không thay đổi so với cùng kỳ.

Biên lợi nhuận gộp theo quý: ba trụ cột và hai mã công nghệ nhỏ (%)



Cơ cấu LNST cổ đông mẹ theo quý (tỷ đồng)



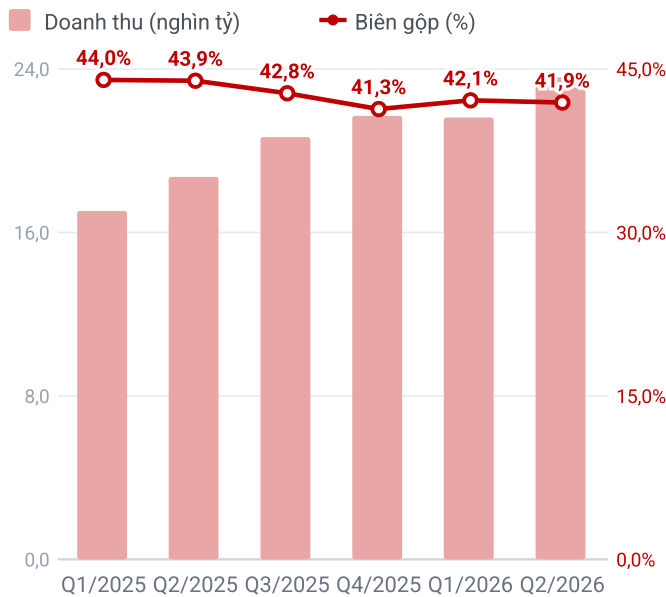
Nguồn: TCAnalysis. Cột LNST của VGI quý 1/2025 âm nên mọc xuống dưới; lợi nhuận FOX năm 2025 vẫn nằm trong hợp nhất của FPT.

- **Tỷ giá là yếu tố chung tác động đến cả hai trụ cột, nhưng theo những cơ chế khác nhau.** Ở VGI, tỷ giá tác động trực tiếp đến lợi nhuận thông qua chênh lệch đánh giá lại các khoản mục có gốc ngoại tệ, với mức độ đủ lớn để khiến kết quả một quý chuyển sang lỗ ròng. Ở FPT, tỷ giá gây áp lực lên biên mảng công nghệ thông tin nước ngoài, từ 15,3% xuống 14,9% trong quý khi đồng Yên giảm khoảng 3% so với đồng Việt Nam. Đây là rủi ro có tính lặp lại đối với cả hai doanh nghiệp.
- **Biên gộp của VGI là khác biệt mang tính cấu trúc lớn nhất trong rổ.** Mức 51,6% phản ánh mô hình nhà mạng với phần lớn hạ tầng tại các thị trường đã vận hành lâu năm đã được khấu hao, khác với mô hình cung cấp dịch vụ nhân lực công nghệ của FPT (31,0%) và mô hình tích hợp của hai mã công nghệ nhỏ (17,7%). Ba đường trong biểu đồ bên trái không hội tụ và cũng không nên được kỳ vọng hội tụ.
- **Biên gộp FPT rơi 5,2% điểm phần trăm là hệ quả của việc hết hợp nhất FOX, không phải do hoạt động lõi xấu đi.** Trong nền so sánh quý 2/2025, doanh thu viễn thông của FOX với biên 50,4% vẫn nằm trong hợp nhất và kéo biên chung của FPT lên. Từ 01/01/2026 phần đó chuyển sang phương pháp vốn chủ sở hữu, để lại một rổ doanh thu nghiêng hẳn về dịch vụ công nghệ thông tin và tích hợp, vốn có biên thấp hơn. Đây là hiệu ứng cơ cấu một lần và sẽ biến mất khỏi nền so sánh từ quý 1/2027.
- **FPT Telecom hiện không đáp ứng điều kiện duy trì tư cách công ty đại chúng.** Với Bộ Công an nắm trên 50% và FPT nắm 45,7%, tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng chỉ khoảng 4,2%, thấp hơn ngưỡng 10% theo Điều 32 Luật Chứng khoán. Căn cứ danh sách người sở hữu chứng khoán chốt ngày 05/05/2026, chính doanh nghiệp đã công bố thông tin bất thường trong tháng 5/2026 về việc chưa đáp ứng đầy đủ điều kiện này. Đây là rủi ro riêng đối với FOX, không phải đối với FPT.

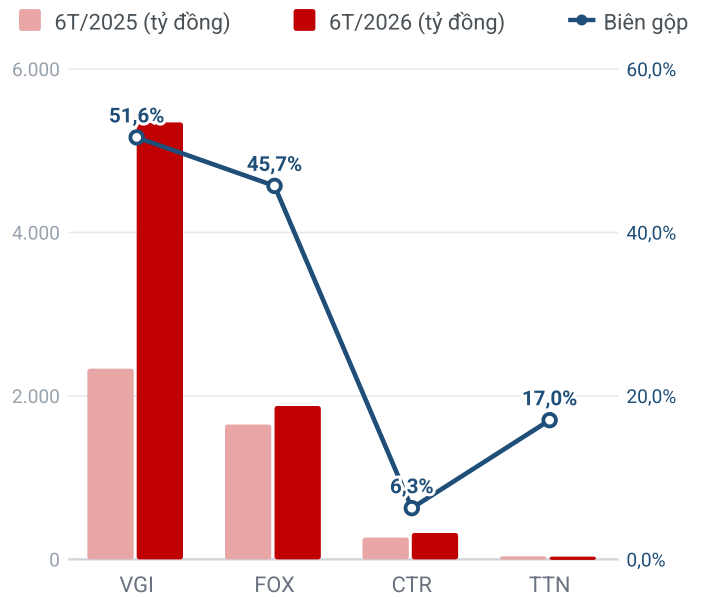
2.3. Khối viễn thông và hạ tầng: ba mô hình khác nhau trên cùng một vòng đầu tư

Bốn mã viễn thông đạt 7.579 tỷ đồng lợi nhuận sáu tháng, tăng 76,9% và chiếm 63,3% lợi nhuận toàn rổ. Điểm chung là cả bốn đều sống bằng hạ tầng đã dựng, nhưng vị trí trên vòng đầu tư thì khác hẳn nhau. VGI đã phân tích ở mục trên; ba mã còn lại đại diện cho ba mô hình thu tiền từ hạ tầng rất khác biệt, và chúng tôi cho rằng đó mới là cách đọc đúng khối này.

Doanh thu và biên gộp khối viễn thông theo quý



Lợi nhuận sáu tháng và biên gộp quý 2



Nguồn: TCAnalysis; FOX và TTN lấy từ báo cáo tài chính quý 2/2026, số 2025 của FOX là số tự lập. Cột đọc trực trái, đường đọc trực phải.

FOX · Thu tiền thuê bao, đang dựng thêm trung tâm dữ liệu

LNST 6T 1.877 tỷ đồng, +13,9%

Doanh thu sáu tháng tăng 15,1% lên 10.774 tỷ đồng với biên gộp 45,7%, cao thứ hai trong rổ sau VGI. Biên thu hẹp 4,7 điểm phần trăm vì doanh nghiệp đang giải ngân 5.100 tỷ đồng vốn đầu tư trong năm 2026, trong đó 2.600 tỷ đồng cho các dự án trọng điểm mà riêng hai trung tâm dữ liệu Quận 9 giai đoạn hai và HN03 chiếm 580 tỷ đồng và 330 tỷ đồng. Kế hoạch kinh doanh năm là 22.000 tỷ đồng doanh thu và 5.100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, trùng số với vốn đầu tư.

CTR · Thu tiền thuê hạ tầng, biên gộp thấp vì xây lắp lấn át

LNST 6T 322 tỷ đồng, +20,6%

Doanh thu sáu tháng tăng 33,2% lên 7.959 tỷ đồng, nhưng biên gộp chỉ 6,3% vì phần lớn doanh thu là xây lắp và vận hành mạng lưới. Giá trị thật nằm ở danh mục 12.000 trạm BTS và 2,45 triệu mét vuông phủ sóng trong tòa nhà đang cho thuê tại cuối tháng 4/2026. Biển số quyết định là số khách thuê trên mỗi trạm, mà hiện mới có 495 trạm, tức 4,1% danh mục, đạt từ hai khách thuê trở lên.

TTN · Doanh thu tăng vọt nhưng phần tăng thêm gần như không có biên

LNST 6T 33 tỷ đồng, -8,8%

Doanh thu sáu tháng tăng 68,6% lên 293 tỷ đồng nhưng lợi nhuận lại giảm, và biên gộp quý rơi 17,4 điểm phần trăm xuống 17,0%. Đây là dấu hiệu phần doanh thu tăng thêm đến từ xây lắp và tích hợp hệ thống biên mỏng, không phải từ dịch vụ viễn thông và trung tâm dữ liệu lõi trong các khu công nghiệp Becamex IDC, cổ đông chi phối đang nắm 48,6%. Với vốn hóa 441 tỷ đồng, đây là mã nhỏ nhất rổ.

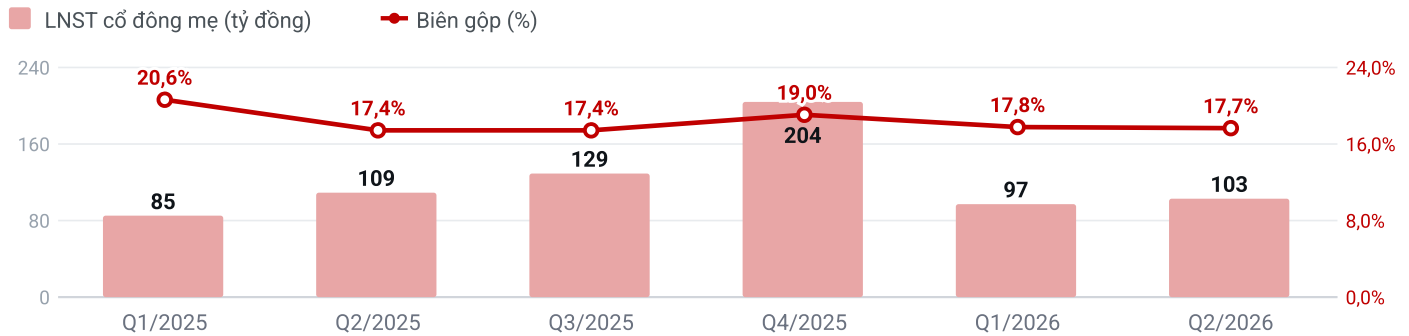
Điểm chung · Hạ tầng đã dựng bắt đầu trả tiền về Tiền rông 6.483 tỷ đồng

Cả ba đều đã qua phần nặng nhất của vòng đầu tư ban đầu và đều đang trả cổ tức tiền mặt, khác hẳn hai mã công nghệ nhỏ. Số ngày thu tiền của FOX 39 ngày và CTR 25 ngày thuộc nhóm ngắn nhất rổ, vì thu tiền thuê bao và tiền thuê hạ tầng hằng tháng thay vì chờ nghiệm thu theo giai đoạn.

2.4. Hai mã công nghệ nhỏ chịu tác động rõ từ chu kỳ đầu tư

CMG và ELC cộng lại chỉ đạt 200 tỷ đồng lợi nhuận sáu tháng, tương đương 1,7% lợi nhuận toàn nhóm. Quy mô nhỏ khiến kết quả nhạy với vài khoản mục chi phí.

Lợi nhuận và biên gộp hai mã công nghệ nhỏ theo quý



Nguồn: TCAnalysis, TCBS tính toán. Cột dọc trục trái, đường dọc trục phải; quý của CMG đã quy về quý dương lịch.

CMG · Biên cải thiện nhưng lợi nhuận đi xuống

LNST 6T 169 tỷ đồng, -2,9%

Doanh thu sáu tháng tăng 13,6% và biên gộp quý mở rộng 0,2 điểm phần trăm, nhưng lợi nhuận vẫn giảm vì chi phí cố định mới chưa được doanh thu hấp thụ, chủ yếu là khấu hao trung tâm dữ liệu Tân Thuận và nhân sự tuyển trước. Cần theo dõi tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu, thay vì biên gộp.

ELC · Tăng trưởng cao nhất nhóm nhưng chưa phản ánh đầy đủ cả năm

LNST 6T 31 tỷ đồng, +55,0%

Doanh thu sáu tháng tăng 65,8%, biên gộp mở rộng 1,4 điểm phần trăm. Nhưng sau nửa chặng đường doanh nghiệp mới hoàn thành khoảng một phần năm kế hoạch năm, đúng với đặc thù nghiệm thu dồn vào quý 4 của nhóm tích hợp. Vòng thu tiền 182 ngày dài nhất nhóm.

Điểm chung · Chu kỳ thu tiền kéo dài

DSO 52 đến 182 ngày

Cả hai bán cho khu vực công và doanh nghiệp lớn với nghiệm thu theo giai đoạn, nên lợi nhuận kế toán và dòng tiền lệch pha. Điều đó hạn chế khả năng trả cổ tức tiền mặt và làm tăng nhu cầu vay ngắn hạn. So với FOX và CTR thu tiền hằng tháng, đây là khác biệt cấu trúc.

2.5. Dự phóng lợi nhuận cả năm 2026 theo mùa vụ

Cơ sở dự phóng	Giá trị	Diễn giải
LNST cổ đông mẹ 6T/2026	11.977	Hoàn thành 55,1% mức thực hiện cả năm 2025
Mùa vụ nửa cuối năm của FPT	+11,6%	Áp cho nửa đầu 2026 ra 10.696 tỷ đồng, tăng 14,1% so 2025
Giả định nửa cuối năm của VGI	+0,0%	Mùa vụ thô 2,99 lần vì nền nửa đầu 2025 gần bằng không; thay bằng giả định nửa cuối bằng nửa đầu, ra 10.694 tỷ đồng
Mùa vụ nửa cuối năm của khối viễn thông còn lại	+9,6%	Áp riêng FOX 1,07 lần, CTR 1,25 lần và TTN 0,99 lần; cộng lại ra 4.682 tỷ đồng
Mùa vụ nửa cuối năm của CMG và ELC	+71,6%	Nghiệm thu dồn quý 4 nên mùa vụ mạnh; áp riêng CMG 1,29 lần và ELC 5,40 lần, cộng lại ra 586 tỷ
Dự phóng lợi nhuận toàn nhóm 2026	24.881	Tương đương tăng 14,5% so với 21.732 tỷ đồng của 2025

Mùa vụ nửa cuối năm là chênh lệch lợi nhuận nửa cuối 2025 so với nửa đầu 2025, tính và áp riêng cho từng mã.

Số ở cột giữa là bình quân gia quyền của cả nhóm, không phải mức áp cho từng mã. Dự phóng TCBS Research.

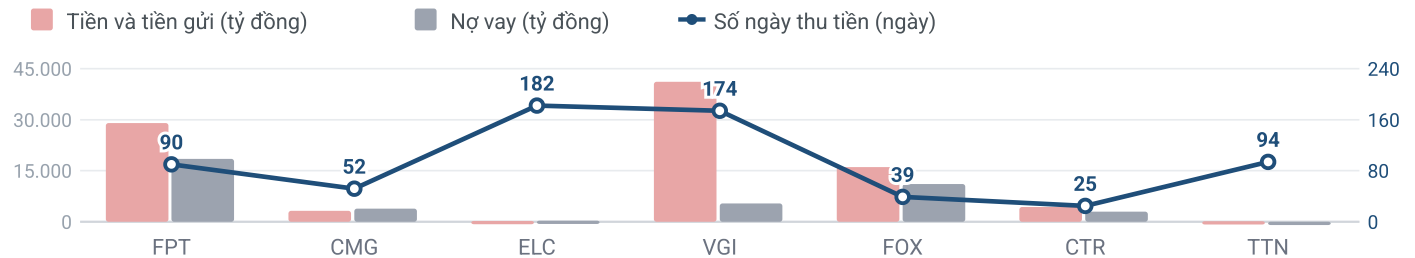
3. Cơ cấu tài sản, nguồn vốn và chính sách chi trả

3.1. Bảng cân đối tách rõ ai đã đầu tư xong và ai còn đang đầu tư

Mã	Tiền và tiền gửi	Nợ vay	Tiền ròng	Tiền/TS	TSCĐ	TSCĐ/TS	Phải thu NH	DSO	Thanh toán HH	Nợ vay/VCSH
FPT	28.971	18.450	10.521	39,4%	11.824	16,1%	13.337	90	1,6	0,45
CMG	3.199	3.819	-620	29,7%	2.835	26,3%	2.319	52	1,4	0,91
ELC	269	351	-82	11,3%	100	4,2%	813	182	2,5	0,23
VGI	41.129	5.361	35.768	44,8%	18.585	20,2%	5.717	174	1,4	0,13
FOX	16.086	11.120	4.965	51,9%	5.955	19,2%	2.261	39	1,2	0,85
CTR	4.304	2.947	1.357	44,5%	133	1,4%	3.112	25	1,2	1,31
TTN	161	0	161	23,5%	114	16,7%	138	94	2,9	0,00
Tổng nhóm	94.118	42.048	52.070	42,8%	39.547	18,0%	27.696	—	—	0,41

Đơn vị: tỷ đồng tại 30/06/2026. Tiền và tiền gửi gồm tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn.

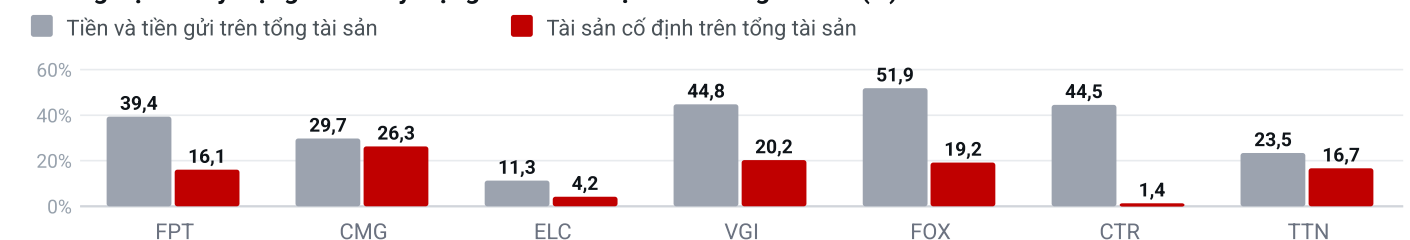
Tiền, nợ vay và số ngày thu tiền tại 30/06/2026



Nguồn: TCAnalysis. Cột dọc trục trái, đường dọc trục phải.

- **Tiền ròng tập trung chủ yếu ở khối viễn thông.** Toàn nhóm nắm 94.118 tỷ đồng tiền và tiền gửi so với 42.048 tỷ đồng nợ vay, tức tiền ròng 52.070 tỷ đồng. VGI giữ 41.129 tỷ đồng, bằng 43,7% lượng tiền cả nhóm; FOX giữ 16.086 tỷ đồng, bằng 51,9% tổng tài sản, tỷ trọng cao nhất rõ; FPT giữ 28.971 tỷ đồng nhưng kèm 18.450 tỷ đồng nợ vay.
- **VGI có đòn bẩy thấp, FPT và FOX đang dùng vốn vay cho vòng đầu tư mới.** Hệ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu của VGI là 0,13 lần, thấp nhất nhóm quy mô lớn. FPT ở 0,45 lần khi tài trợ nhà máy trí tuệ nhân tạo, FOX ở 0,85 lần khi dựng thêm trung tâm dữ liệu. CMG và ELC ở trạng thái nợ ròng 620 và 82 tỷ đồng, còn TTN không vay đồng nào.
- **Cường độ tài sản cố định phân tách đúng theo mô hình.** CMG 26,3%, VGI 20,2% và FOX 19,2% tổng tài sản đều tự sở hữu hạ tầng. Ngược lại CTR chỉ 1,4% vì thiên về xây lắp, ELC 4,2% vì mô hình tích hợp gần như không cần tài sản cố định.
- **Chu kỳ thu tiền khác biệt chủ yếu theo loại khách hàng.** ELC 182 ngày, VGI 174 ngày và TTN 94 ngày đều thu tiền chậm: ELC vướng nghiệm thu theo giai đoạn với khu vực công, VGI vướng thanh toán chưa đồng đều tại các thị trường nước ngoài. Ngược lại, CTR 25 ngày và FOX 39 ngày ngắn nhất rõ nhờ thu tiền thuê hạ tầng và thuê bao hằng tháng.
- **Thanh khoản ngắn hạn chưa phải điểm đáng lo ngại.** Hệ số thanh toán hiện hành thấp nhất rõ vẫn ở 1,2 lần; rủi ro của nhóm nằm ở tốc độ chuyển lợi nhuận thành tiền, không phải ở nghĩa vụ ngắn hạn.

Cường độ vốn: tỷ trọng tiền và tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản (%)



Nguồn: TCAnalysis, TCBS tính toán tại 30/06/2026.

3.2. Cổ tức phản ánh vị trí trong chu kỳ đầu tư, không phản ánh chất lượng

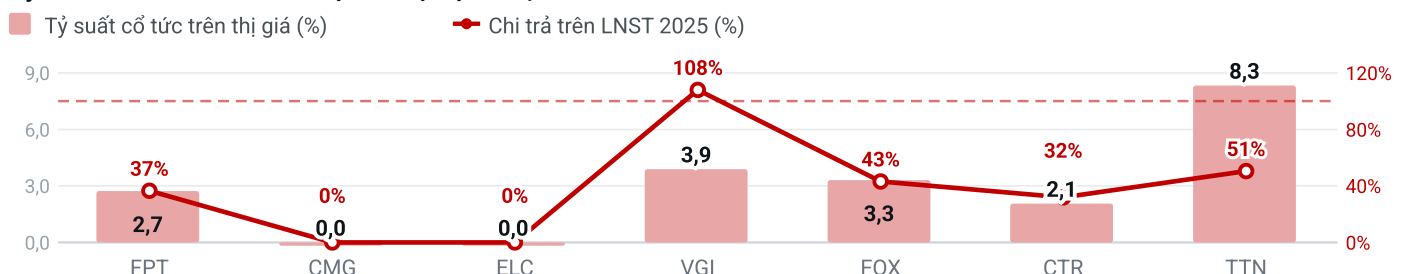
Mã	Phương án chi trả niên độ 2025 công bố tại ĐHĐCĐ 2026	Tỷ suất tiền mặt	LNST 2025	Vị trí chu kỳ
FPT	20% tiền mặt tương đương 2.000 đồng/cp, kèm cổ phiếu thưởng 10%	2,7%	9.376	Chuyển pha
VGI	33% tiền mặt tương đương 3.300 đồng/cp, khoản chi tiền mặt lớn nhất rõ	3,9%	9.303	Thu hoạch
FOX	20% tiền mặt tương đương 2.000 đồng/cp, kèm cổ phiếu thưởng 15%	3,3%	3.418	Chuyển pha
CTR	15% tiền mặt tương đương 1.500 đồng/cp, kèm cổ tức cổ phiếu 12%	2,1%	600	Đầu tư
TTN	10% tiền mặt tương đương 1.000 đồng/cp, không có cấu phần cổ phiếu	8,3%	73	Thu hoạch
CMG	10% bằng cổ phiếu; kế hoạch 2026 là 9,5% cũng bằng cổ phiếu	0,0%	395	Đầu tư
ELC	5% bằng cổ phiếu tương đương 5,5 triệu cp; kế hoạch 2026 tối đa 10%	0,0%	128	Đầu tư

Đơn vị: tỷ đồng. Tỷ suất tiền mặt bằng cổ tức theo phương án ĐHĐCĐ 2026 chia thị giá 17/09/2026 còn mang quyền nhận.

Phần chia bằng cổ phiếu không quy ra tiền nên không nằm trong cột tỷ suất, dù tổng mức chia của FPT, FOX và CTR cao hơn.

- **Mặt bằng cổ tức thấp trong giai đoạn đầu tư.** Có 5 trong 7 mã trả cổ tức tiền mặt, với tỷ suất bình quân gia quyền theo vốn hóa ở mức 3,4%, thấp hơn lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng. Cả hai khối đều chưa có đặc điểm nổi bật về khả năng tạo dòng tiền cổ tức so với các nhóm ngành trưởng thành hơn.
- **VGI · Mức chi trả cao phản ánh thay đổi trong chu kỳ đầu tư.** VGI chi 10.045 tỷ đồng tiền mặt, tương đương 108,0% lợi nhuận niên độ 2025. Phần vượt lấy từ lợi nhuận giữ lại, trên nền tiền ròng 35.768 tỷ đồng. Cổ phiếu đã không hưởng quyền từ 17/09/2026 nên tỷ suất 3,9% tính trên giá còn quyền 84.900 đồng. Chúng tôi đọc đây là tín hiệu nhu cầu vốn dựng mạng lưới ở nước ngoài đã giảm, không phải một mức nên ngoại suy cho các năm sau.
- **Khối viễn thông trả tiền mặt đều đặn hơn khối công nghệ.** Cả ba mã FOX, CTR và TTN đều có cấu phần tiền mặt, với tỷ lệ chi trả lần lượt 43,2%, 32,0% và 50,6% lợi nhuận niên độ 2025. Tiền thuê bao và tiền thuê hạ tầng về đều hằng tháng nên phần lợi nhuận chia được cao hơn. Tỷ suất 8,3% của TTN cao nhất rõ nhưng vốn hóa chỉ 441 tỷ đồng và thanh khoản rất mỏng.
- **CMG và ELC · Ưu tiên vốn cho tăng trưởng thay vì cổ tức.** CMG và ELC không trả cổ tức tiền mặt trong kỳ và vẫn đang huy động thêm vốn, riêng ELC tăng vốn 77 tỷ đồng qua hai phương án phát hành. Phần pha loãng này cần được trừ khi đánh giá tăng trưởng lợi nhuận mỗi cổ phần.

Tỷ suất cổ tức so với mức độ vắt kiệt lợi nhuận để trả



Nguồn: TCBS tính trên phương án ĐHĐCĐ 2026 và thị giá 17/09/2026. Nét đứt là ngưỡng chi hết lợi nhuận 2025.

CÁCH CHÚNG TÔI ĐỌC CỔ TỨC CỦA HAI KHỐI

Chúng tôi cho rằng tỷ suất cổ tức của hai khối nên được đọc như một chỉ báo về vị trí trong chu kỳ đầu tư, không phải như thước đo chất lượng doanh nghiệp. Một mã trả tiền mặt cao đang nói rằng nó không còn dự án nào đủ hấp dẫn để giữ tiền lại, còn một mã trả bằng cổ phiếu đang nói ngược lại. Với ngành này, câu hỏi đúng không phải mã nào trả cao hơn mà là khoản tiền giữ lại đang được đầu tư vào đâu và bao giờ sinh lời.

4. Khung pháp lý và cơ chế ưu đãi

4.1. Năm văn bản có ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn cầu và chi phí của hai khối

Khung pháp lý mới đang tác động đến cả hai khối theo hai hướng chính: **tạo thêm nguồn cầu từ đầu tư công và hạ tầng số**, đồng thời **thay đổi chi phí đầu tư thông qua các cơ chế ưu đãi thuế**. Năm văn bản dưới đây liên quan trực tiếp nhất đến bảy doanh nghiệp trong phạm vi nghiên cứu.

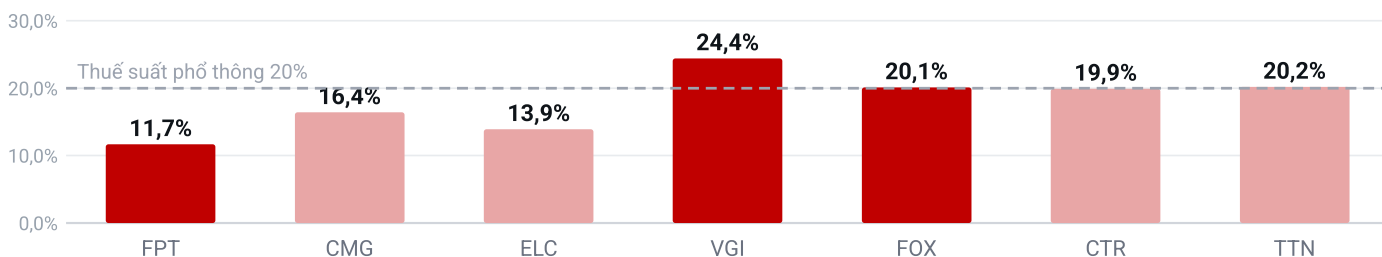
Văn bản	Hiệu lực	Nội dung cốt lõi	Doanh nghiệp hưởng lợi
Luật Công nghiệp công nghệ số 71/2025/QH15	01/01/2026	6 chương, 51 điều; điều chỉnh các lĩnh vực công nghiệp công nghệ số, bán dẫn, AI và tài sản số. Ưu đãi thuế 10% trong 15 năm, miễn 4 năm và giảm 50% trong 9 năm cho dự án trong Khu công nghệ số tập trung	FPT, CMG
Luật Thuế TNDN 67/2025/QH15	01/10/2025	Duy trì ưu đãi thuế 10% trong 15 năm đối với sản xuất phần mềm; bổ sung diện ưu đãi cho chip bán dẫn và trung tâm dữ liệu AI. Khu công nghiệp không còn thuộc địa bàn ưu đãi	FPT, CMG, ELC
Luật Dữ liệu 60/2024/QH15	01/07/2025	Hình thành Trung tâm dữ liệu quốc gia và Cơ sở dữ liệu tổng hợp quốc gia; tăng yêu cầu quản lý đối với việc chuyển dữ liệu cốt lõi và dữ liệu quan trọng ra ngoài lãnh thổ	CMG, FPT
Luật Viễn thông 24/2023/QH15	01/07/2024	Lần đầu đưa trung tâm dữ liệu, điện toán đám mây và dịch vụ viễn thông cơ bản trên Internet vào phạm vi điều chỉnh; cho phép nhà đầu tư nước ngoài sở hữu tới 100% vốn ở hai nhóm dịch vụ đầu; quy định dùng chung hạ tầng kỹ thuật	FOX, CTR, TTN, VGI
Nghị quyết 11/NQ-CP sửa đổi Nghị quyết 71/NQ-CP	14/01/2026	Đặt mốc 06/2026 hình thành trung tâm dữ liệu đạt chuẩn quốc tế; 12/2026 hoàn thành các cơ sở dữ liệu quốc gia; 06/2028 phát triển đô thị thông minh	CMG, ELC, CTR

Nguồn: Công báo Chính phủ số 965+966 ngày 24/07/2025 và Cổng thông tin điện tử Chính phủ.

4.2. Nguồn cầu bắt buộc từ yêu cầu lưu trữ dữ liệu trong nước

- **Luật Dữ liệu · Nguồn cầu trực tiếp cho trung tâm dữ liệu.** Yêu cầu lưu trữ và xử lý dữ liệu cốt lõi trong lãnh thổ tạo nguồn cầu bắt buộc, là cơ sở cho vòng đầu tư trung tâm dữ liệu của CMG, FPT và FOX, và cũng là logic đứng sau việc Bộ Công an tiếp nhận cổ phần chi phối tại FPT Telecom.
- **Thuế suất hữu dụng · Ưu đãi tập trung ở khối công nghệ.** Thuế suất hữu dụng sáu tháng 2026 là 11,7% tại FPT, 13,9% tại ELC và 16,4% tại CMG, đều thấp hơn mức phổ thông 20% nhờ ưu đãi thuế phần mềm. Ba mã viễn thông trong nước nộp quanh mức phổ thông, lần lượt 20,1%, 19,9% và 20,2%, vì vận hành mạng lưới không thuộc diện ưu đãi. VGI cao nhất ở 24,4% do nộp thuế tại các nước sở tại.
- **Độ trễ chính sách · Nguồn cầu không chuyển ngay thành doanh thu.** Giữa mốc hoàn thành của chính sách và thời điểm ghi nhận doanh thu luôn có độ trễ đầu thầu, triển khai và quyết toán. Mốc 12/2026 vì thế là biến số của CMG, ELC và CTR.
- **Ưu đãi thuế · Hỗ trợ lợi nhuận nhưng có thời hạn.** Thuế suất 10% kéo thuế suất hữu dụng của nhóm phần mềm xuống dưới mức phổ thông, nhưng lợi ích hụt dần khi từng dự án hết hạn ưu đãi. Khu công nghiệp nay không còn là địa bàn ưu đãi, còn khu công nghệ cao và khu công nghệ thông tin tập trung thì vẫn giữ.

Thuế suất hữu dụng 6T/2026 theo mã



Nguồn: TCBS tính bằng một trừ tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên lợi nhuận trước thuế lũy kế sáu tháng 2026. VGI nộp thuế tại các nước sở tại.

5. Định giá

5.1. Bội số của từng mã đang tính trên những pha rất khác nhau của chu kỳ đầu tư

VỐN HÓA TOÀN NHÓM
435.207 tỷ đồng
VGI chiếm 57,1%

LỢI NHUẬN SÁU THÁNG
11.977 tỷ đồng
Tăng 46,8% so với cùng kỳ

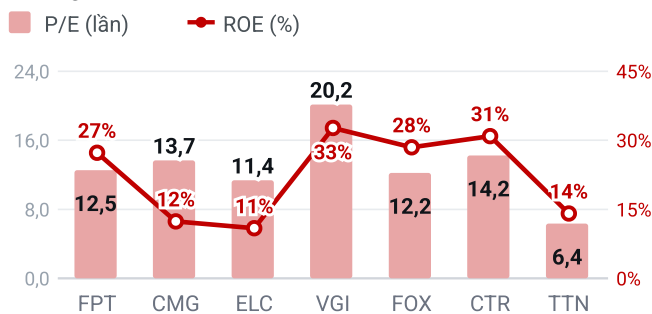
ROE TRUNG VỊ
27,3%
Khoảng 10,9 đến 32,7%

TỶ SUẤT CỔ TỨC BÌNH QUÂN
3,4%
Gia quyền theo vốn hóa

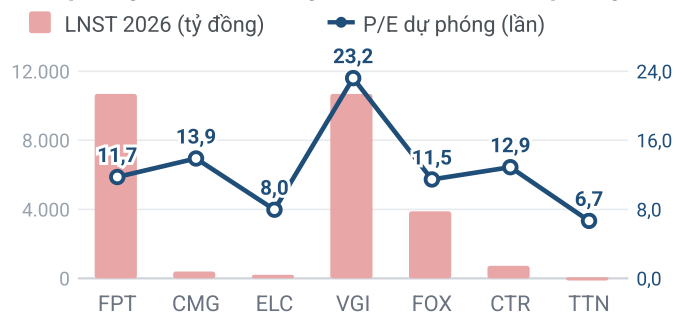
Mã	Thị giá	Vốn hóa	P/E	P/E trung vị 3 năm	P/B	EV/EBITDA	ROE	Tỷ suất cổ tức	EPS	Giá trị sổ sách
FPT	73.200	125.487	12,5	20,2	3,1	11,0	27,3%	2,7%	5.833	23.246
CMG	23.100	5.380	13,7	23,6	1,6	9,3	12,4%	0,0%	1.691	14.321
ELC	13.400	1.578	11,4	26,0	1,2	11,9	10,9%	0,0%	1.178	11.431
VGI	81.600	248.374	20,2	49,3	6,6	13,1	32,7%	3,9%	4.047	12.458
FOX	60.400	44.621	12,2	15,8	3,5	6,6	28,5%	3,3%	4.936	17.289
CTR	72.800	9.326	14,2	18,8	4,2	9,3	30,9%	2,1%	5.110	17.499
TTN	12.000	441	6,4	8,8	0,9	2,4	14,1%	8,3%	1.887	13.393

Thị giá, EPS và giá trị sổ sách theo đồng; vốn hóa theo tỷ đồng, tính tại giá 17/09/2026. ROE là số bốn quý gần nhất tại 30/06/2026.

Định giá so với suất sinh lời vốn chủ



Dự phóng 2026 và định giá trên lợi nhuận dự phóng



Nguồn: TCAnalysis và dự phóng TCBS Research, giá 17/09/2026. Cột dọc trục trái, đường dọc trục phải.

- **VGI · Định giá cao nhất, đi cùng chất lượng lợi nhuận cao.** VGI là mã có định giá cao nhất rõ và cũng là mã duy nhất tăng giá trong mười hai tháng. P/E 20,2 lần và P/B 6,6 lần đi cùng ROE 32,7% cao nhất nhóm và biên gộp 51,6%. Mức định giá cao có cơ sở từ khả năng sinh lời, nhưng đi kèm rủi ro tỷ giá và thanh khoản hạn chế do cổ phiếu giao dịch trên UPCOM.
- **FPT · Định giá thấp hơn đáng kể so với VGI.** FPT ở P/E 12,5 lần với ROE 27,3%, phù hợp với mặt bằng định giá lịch sử. Thị giá đã điều chỉnh cổ tức và cổ phiếu thưởng giảm 28,9% trong mười hai tháng, phản ánh lo ngại về tác động của trí tuệ nhân tạo lên mô hình gia công. Nếu cụm nhà máy AI đã hòa vốn, mức định giá hiện tại không đòi hỏi nhiều giả định tích cực. Chênh lệch P/E giữa FPT và VGI ở mức 7,6 lần, rộng nhất giữa hai doanh nghiệp có dự phóng lợi nhuận 2026 gần tương đương.
- **FOX và CTR · Cùng ROE cao nhưng thị trường trả giá rất khác nhau.** FOX ở P/E 12,2 lần và P/B 3,5 lần với ROE 28,5%, trong khi CTR ở P/E 14,2 lần và P/B 4,2 lần với ROE 30,9% gần tương đương. Chênh lệch nằm ở chất lượng dòng tiền: EV/EBITDA của FOX là 6,6 lần, thấp nhất rõ, phản ánh nền tiền mặt dày và doanh thu thuê bao định kỳ, còn CTR ở 9,3 lần với doanh thu chủ yếu từ xây lắp. Chúng tôi cho rằng khoảng cách này hợp lý và sẽ chỉ thu hẹp nếu tỷ trọng cho thuê hạ tầng của CTR tăng rõ rệt.
- **CMG, ELC và TTN · Cùng định giá thấp nhưng vì ba lý do khác nhau.** CMG ở P/B 1,6 lần, thấp nhất trong ba năm, do đang ở vùng thấp của chu kỳ lợi nhuận với kế hoạch 2026 chỉ tăng 3% lợi nhuận trước thuế dù doanh thu tăng 19%; điểm cải thiện phụ thuộc tỷ lệ lắp đầy trung tâm dữ liệu Tân Thuận. ELC ở P/E 11,4 lần nhưng vòng thu tiền 182 ngày cho thấy phần lớn tăng trưởng doanh thu chưa thành tiền. TTN thấp nhất rõ ở P/E 6,4 lần và P/B 0,9 lần, chủ yếu do vốn hóa 441 tỷ đồng và thanh khoản quá mỏng, không phải vì nền tảng kinh doanh yếu.

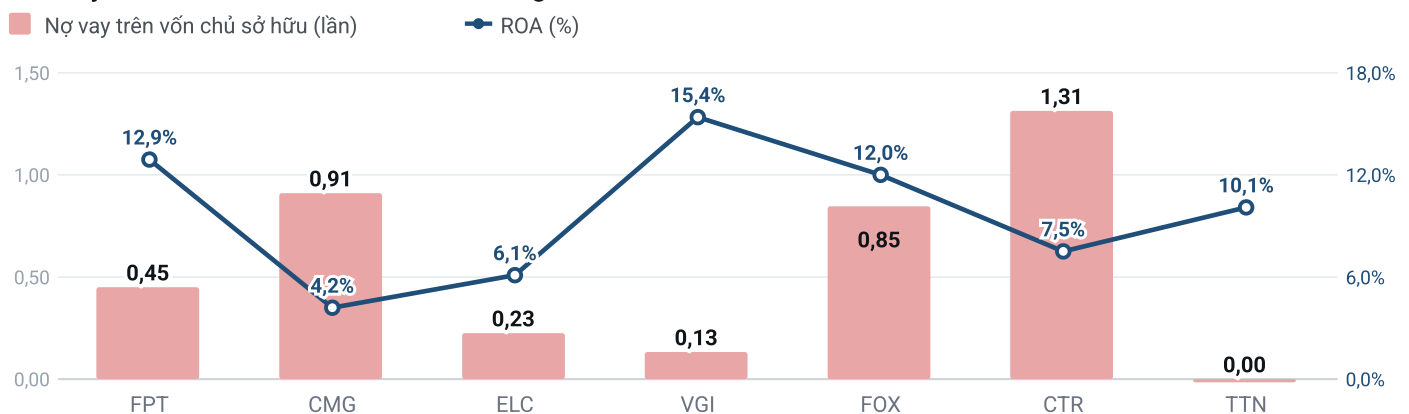
6. Rủi ro và lịch theo dõi

6.1. Tám rủi ro xếp theo mức độ ảnh hưởng tới lợi nhuận

Bốn rủi ro nhóm đầu có thể làm lệch dự phóng lợi nhuận 2026 ngay trong vài quý tới; bốn rủi ro còn lại tác động chậm hơn nhưng khó đảo ngược. Chúng tôi xếp mức độ theo biên độ ảnh hưởng tới lợi nhuận, không theo xác suất xảy ra.

Rủi ro	Mức độ	Cơ chế tác động	Mã chịu ảnh hưởng
Trí tuệ nhân tạo làm giảm đơn giá dịch vụ gia công	Cao	Nếu năng suất từ AI được chuyển hóa chủ yếu thành giảm giá thay vì cải thiện biên, doanh thu trên mỗi kỹ sư có thể giảm	FPT, CMG
Chu kỳ đầu tư ảnh hưởng dòng tiền tự do	Cao	Khấu hao trung tâm dữ liệu và chi phí lãi vay gây áp lực lên lợi nhuận trước khi doanh thu định kỳ đạt quy mô đủ lớn	CMG, FOX
Biến động tỷ giá và chuyển đổi ngoại tệ tại thị trường nước ngoài	Cao	Chênh lệch tỷ giá từng khiến VGI ghi nhận lỗ ròng trong một quý và lợi nhuận tại nước sở tại có thể chậm chuyển về; với FPT, tỷ giá Yên ảnh hưởng kết quả quy đổi	VGI, FPT
Tập trung doanh thu vào một khách hàng lớn	Cao	Phần lớn doanh thu xây lắp và vận hành của CTR đến từ hệ sinh thái Viettel, nên kết quả phụ thuộc nhịp giải ngân đầu tư của một chủ đầu tư duy nhất	CTR
Phụ thuộc chi tiêu công và vốn lưu động hợp đồng tích hợp	Trung bình	Nghiệm thu theo giai đoạn với khách hàng khu vực công kéo dài vòng thu tiền, tạo độ lệch giữa lợi nhuận kế toán và dòng tiền, đồng thời làm kết quả biến động giữa các quý	ELC, CMG, CTR
Thay đổi cơ cấu sở hữu và tỷ lệ cổ phiếu tự do tại FOX	Trung bình	Sau khi phần vốn nhà nước được chuyển về Bộ Công an, tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng còn rất thấp, ảnh hưởng tới thanh khoản và địa vị công ty đại chúng	FOX
Thanh khoản giao dịch mỏng trên sàn UPCOM	Trung bình	Khối lượng khớp lệnh thấp khiến giá dễ biến động mạnh và hạn chế khả năng giải ngân của nhà đầu tư tổ chức	TTN, FOX, VGI
Pha loãng từ cổ tức cổ phiếu và phát hành	Trung bình	Số lượng cổ phiếu lưu hành tăng làm giảm lợi nhuận trên mỗi cổ phần nếu lợi nhuận không tăng tương ứng	CMG, ELC, FOX, CTR

Đòn bẩy tài chính so với suất sinh lời trên tổng tài sản



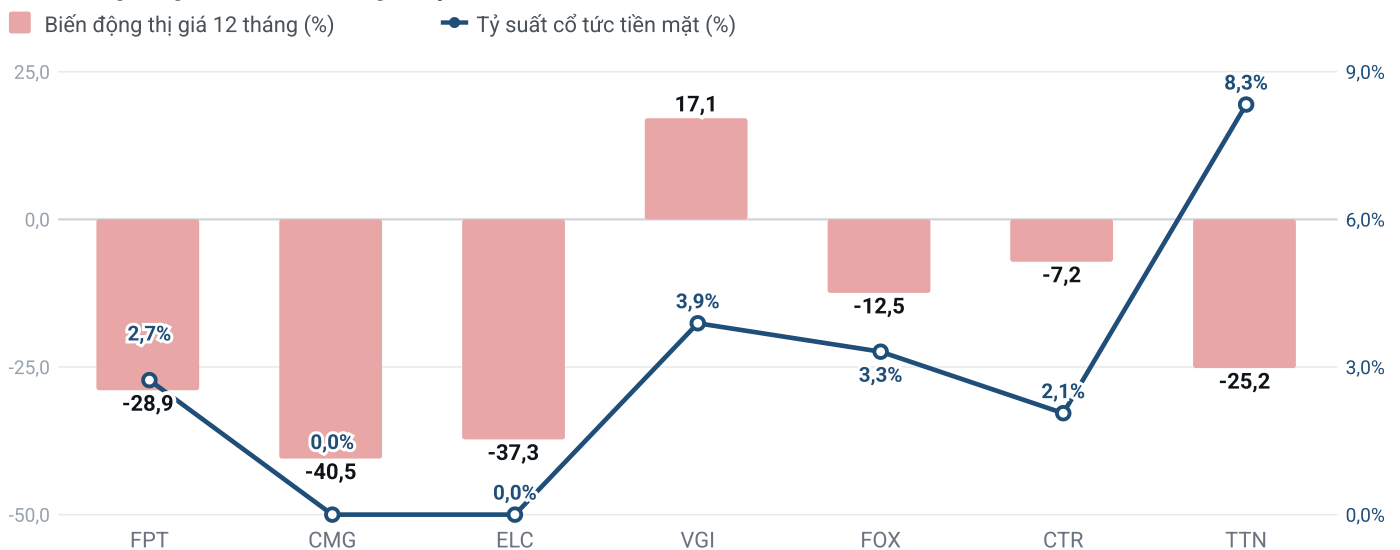
Nguồn: TCAnalysis, TCBS tính toán tại 30/06/2026. Cột đọc trục trái, đường đọc trục phải.

- **Đòn bẩy cao nhất rõ không nằm ở nhóm xây trung tâm dữ liệu.** CTR ở 1,31 lần, cao hơn CMG 0,91 lần và FOX 0,85 lần, vì xây lắp cần vốn lưu động ứng trước cho từng công trình. Đi kèm ROA 7,5%, đây là mã nhạy nhất với một nhịp giải ngân đầu tư chậm lại.
- **Khả năng trả lãi vay vẫn còn khoảng đệm rộng.** Hệ số lợi nhuận trước lãi vay trên chi phí lãi vay là 38,1 lần tại VGI, 11,1 lần tại FOX và 8,7 lần tại FPT; thấp nhất rõ là CMG 3,5 lần và CTR 4,6 lần, vẫn đủ xa ngưỡng cảnh báo. TTN không có nợ vay nên không phát sinh hệ số này.

6.2. Lịch sự kiện cần theo dõi từ nay đến giữa 2027

Thời điểm	Sự kiện	Vì sao quan trọng
Q4/2026	Triển khai băng tần 900 MHz vừa trúng đấu giá lên mạng 4G và 5G	Vòng đầu tư vùng phủ đã mở sau khi tắt sóng 2G; quyết định khối lượng việc xây lắp và vận hành trạm của CTR
10/2026	Báo cáo tài chính quý 3/2026	Kiểm chứng khả năng duy trì lợi nhuận của cụm nhà máy AI FPT
11/2026	Cập nhật giá trị hợp đồng ký mới CNTT nước ngoài của FPT	Chỉ báo dẫn dắt cho doanh thu các quý tới; hiện tăng 32,3%
12/2026	Mốc hoàn thành các cơ sở dữ liệu quốc gia theo Nghị quyết 11/NQ-CP	Ảnh hưởng đến tiến độ nghiệm thu và ghi nhận doanh thu của CMG, ELC và CTR
01/2027	Báo cáo tài chính quý 4/2026 và cả năm	Kiểm chứng giả định về mức độ tập trung doanh thu và lợi nhuận trong nửa cuối năm
03/2027	Báo cáo tài chính kiểm toán 2026 của CMG	Kiểm chứng kế hoạch lợi nhuận trước thuế chỉ tăng 3% dù doanh thu tăng 19%
04/2027	Mùa đại hội đồng cổ đông 2027	Theo dõi khả năng duy trì cổ tức tiền mặt của VGI và khả năng CMG, ELC quay lại chi trả cổ tức
Liên tục	Tỷ giá tại các thị trường của VGI và tỷ giá đồng Yên	Biến số quan trọng đối với lợi nhuận VGI và biên marge CNTT nước ngoài của FPT
Liên tục	Tiến độ lấp đầy trung tâm dữ liệu của CMG và FOX	Xác định thời điểm hai doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận sau giai đoạn đầu tư

Biến động thị giá mười hai tháng và tỷ suất cổ tức tiền mặt



Nguồn: Vietcap và phương án ĐHCĐ 2026. Cột là biến động giá đã điều chỉnh cổ tức và cổ phiếu thưởng.

ĐIỀU GÌ SẼ KHIẾN CHÚNG TÔI THAY ĐỔI QUAN ĐIỂM

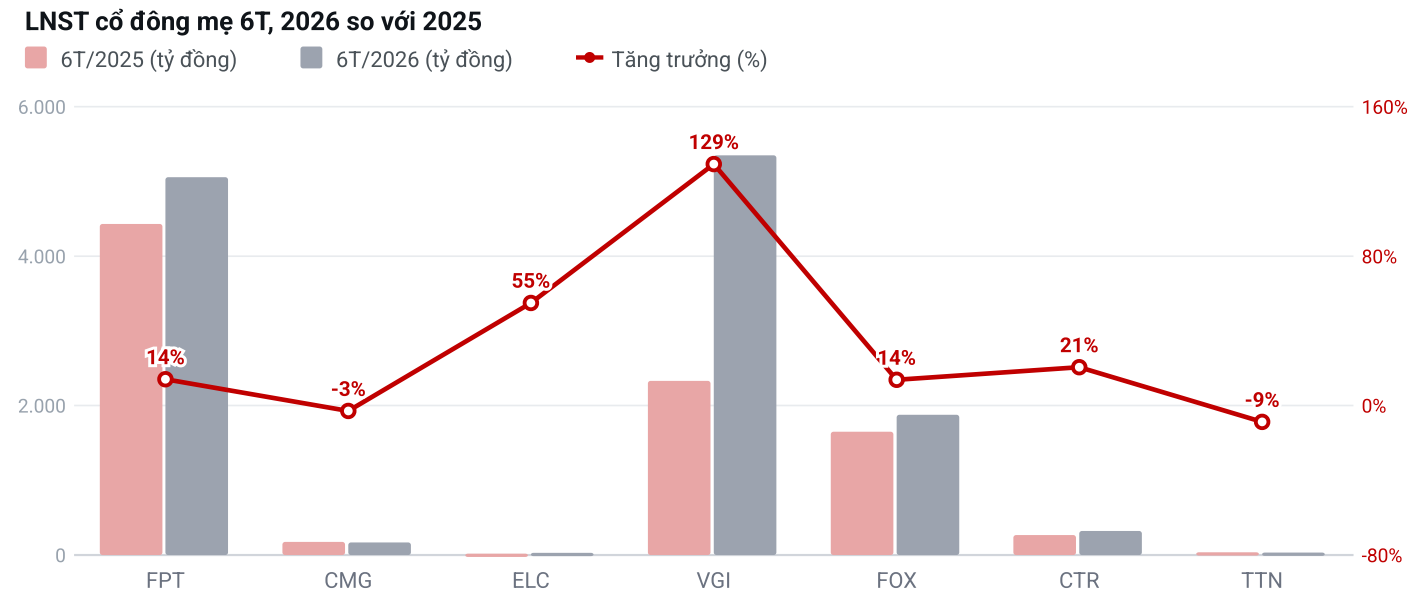
Quan điểm thận trọng với nhóm đang xây trung tâm dữ liệu dựa trên giả định khấu hao và lãi vay tiếp tục gây áp lực lên biên trong ít nhất bốn quý tới. Giả định này có thể thay đổi nếu tỷ lệ lấp đầy trung tâm dữ liệu tăng nhanh hơn kế hoạch; dấu hiệu sớm cần theo dõi là tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu, thay vì chỉ nhìn vào biên gộp. Ngược lại, quan điểm tích cực với FPT dựa trên giả định doanh nghiệp giữ lại một phần đáng kể lợi ích từ chênh lệch giữa năng suất tăng và đơn giá dịch vụ. Giả định này cần được đánh giá lại nếu biên lợi nhuận trước thuế của mảng CNTT nước ngoài giảm trong hai quý liên tiếp mà không thể giải thích chủ yếu bởi biến động tỷ giá.

7. Số liệu tổng hợp các doanh nghiệp

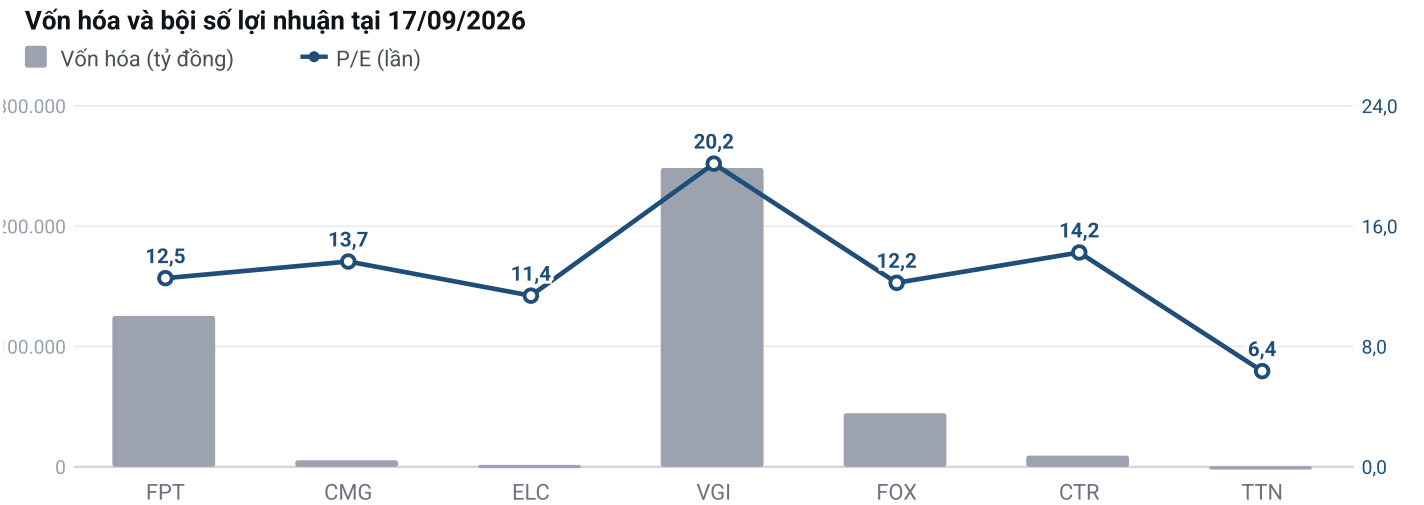
7.1. Bảng dữ liệu đầy đủ tại 17/09/2026

Mã	Doanh nghiệp	DT Q2	LNST Q2	LNST 6T	DT 2025	LNST 2025	ROE	P/E	P/B	Nợ vay/VCSH	Tỷ suất CT	Vốn hóa
FPT	FPT Corp	13.789	2.568	5.055	70.113	9.376	27,3%	12,5	3,1	0,45	2,7%	125.487
CMG	CMC Corp	2.323	75	169	9.111	395	12,4%	13,7	1,6	0,91	0,0%	5.380
ELC	Elcom	433	28	31	1.518	128	10,9%	11,4	1,2	0,23	0,0%	1.578
VGI	Viettel Global	13.610	3.552	5.347	44.271	9.303	32,7%	20,2	6,6	0,13	3,9%	248.374
FOX	FPT Telecom	5.616	991	1.877	19.507	3.418	28,5%	12,2	3,5	0,85	3,3%	44.621
CTR	Viettel Construction	4.154	172	322	13.940	600	30,9%	14,2	4,2	1,31	2,1%	9.326
TTN	VNTT	202	16	33	419	73	14,1%	6,4	0,9	0,00	8,3%	441

Đơn vị: tỷ đồng, trừ các cột hệ số; số liệu CMG đã quy về năm dương lịch. Nguồn: TCAnalysis, Vietcap.



Nguồn: TCAnalysis, TCBS tổng hợp. Cột dọc trục trái theo tỷ đồng, đường dọc trục phải theo phần trăm.



Nguồn: TCAnalysis và Vietcap. VGI cùng FPT chiếm 85,9% vốn hóa nên bốn mã nhỏ gần như không thấy.

7.2. Tóm tắt từng doanh nghiệp

Mã	Mảng kinh doanh chính	Biên gộp Q2	Chênh biên	Nhận định TCBS
FPT	Phần mềm xuất khẩu, viễn thông, giáo dục	31,0%	-5,2	Định giá đã chiết khấu gần hết rủi ro AI ép đơn giá gia công, trong khi hai cụm AI Factory bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ quý 2/2026.
CMG	Tích hợp hệ thống, trung tâm dữ liệu	17,9%	0,2	Định giá ở vùng thấp nhưng doanh nghiệp còn trong pha đầu tư; rủi ro lớn nhất là lấp đầy trung tâm dữ liệu chậm hơn tốc độ ghi nhận khấu hao.
ELC	Giao thông thông minh, viễn thông	16,6%	1,4	Tăng trưởng doanh thu và cải thiện biên gộp cao nhất rõ, nhưng vòng thu tiền dài nhất khiến kết quả sáu tháng chưa chắc chắn cho cả năm.
VGI	Viễn thông và hạ tầng số tại thị trường nước ngoài	51,6%	-0,6	Biên gộp và tiền ròng tốt nhất rõ, chi trả tiền mặt vượt lợi nhuận niên độ cho thấy nhu cầu vốn đã giảm. Đối lại bội số cao nhất nhóm và nhạy với tỷ giá.
FOX	Băng rộng cố định, truyền hình, trung tâm dữ liệu	45,7%	-4,7	Thuê bao cố định cho dòng tiền đều, tỷ trọng tiền trên tổng tài sản cao nhất rõ. Đối lại vòng đầu tư trung tâm dữ liệu đang kéo biên xuống và free float chỉ khoảng 4%.
CTR	Cho thuê hạ tầng trạm, xây lắp và vận hành mạng lưới	6,3%	-1,0	Hưởng lợi trực tiếp từ vòng phủ sóng 5G và nhu cầu dùng chung hạ tầng, ROE nhóm cao nhất. Rủi ro là mức phụ thuộc vào nhịp giải ngân của một chủ đầu tư duy nhất.
TTN	Hạ tầng viễn thông khu công nghiệp, trung tâm dữ liệu	17,0%	-17,4	Không nợ vay, cổ tức tiền mặt cao nhất rõ. Nhưng doanh thu quý 2 tăng gấp đôi mà lợi nhuận gộp đi ngang, và thanh khoản quá mỏng với nhà đầu tư tổ chức.

Chênh biên tính theo điểm phần trăm so với quý 2/2025; riêng FPT phản ánh việc mảng viễn thông rời phạm vi hợp nhất.

7.3. Chỉ số vận hành và thanh khoản tại 30/06/2026

Mã	DSO	DIO	DPO	Vòng tiền	Thanh toán nhanh	EBIT/lãi vay	ROA	EPS	Giá trị sổ sách
FPT	90	15	23	81	1,5	8,7	12,9%	5.833	23.246
CMG	52	13	43	22	1,4	3,5	4,2%	1.691	14.321
ELC	182	64	43	203	1,9	5,0	6,1%	1.178	11.431
VGI	174	62	90	145	1,3	38,1	15,4%	4.047	12.458
FOX	39	74	57	56	1,1	11,1	12,0%	4.936	17.289
CTR	25	15	10	30	1,1	4,6	7,5%	5.110	17.499
TTN	94	199	56	236	1,7	—	10,1%	1.887	13.393

DSO, DIO, DPO là số ngày phải thu, tồn kho, phải trả; vòng tiền bằng DSO cộng DIO trừ DPO. EPS và giá trị sổ sách tính bằng đồng/cp.

KẾT LUẬN

TCBS Research đánh giá tích cực với ngành trong tầm nhìn ba năm. Cầu trung tâm dữ liệu, 5G và dịch vụ công nghệ thông tin xuất khẩu còn dư địa nhiều năm, trong khi phần lớn vốn đầu tư của chu kỳ này đã chi trong 2024 đến 2026 nên từ 2027 lợi nhuận ít bị khấu hao mới bào mòn. Dự phóng lợi nhuận toàn nhóm 2026 đạt 24.881 tỷ đồng, tăng 14,5%.

Trong bảy mã, TCBS Research đánh giá cao nhất FPT, FOX và CTR. FPT đang ở P/E 12,5 lần sau nhịp giảm 28,9%, tức đã chiết khấu gần hết nỗi lo AI thay thế gia công phần mềm, trong khi hai cụm AI Factory đã qua điểm hòa vốn. FOX và CTR có dòng tiền hạ tầng đã vận hành và ROE thuộc nhóm cao nhất rõ, ở P/E 12,2 và 14,2 lần. VGI có chất lượng lợi nhuận tốt nhất rõ nhưng P/E 20,2 lần đã phản ánh gần hết phần kỳ vọng đó. CMG, ELC và TTN đều rẻ theo sổ sách, đối lại thanh khoản mỏng và luận điểm phụ thuộc vào chi tiêu công nghệ khu vực công từ cuối 2026.

Ba rủi ro chính: tỷ giá tại thị trường nước ngoài của VGI và FPT, đơn giá dịch vụ công nghệ thông tin bị AI ép xuống nhanh hơn mức năng suất bù lại, và tỷ lệ lấp đầy trung tâm dữ liệu chậm hơn tiến độ xây.

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ **research.feedback@tcbs.com.vn**. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.