

CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC (HOSE: CMG)

Hành trình tăng trưởng hấp dẫn phía trước

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu về CMG với quan điểm **GIẢM TỶ TRỌNG** do chúng tôi không kỳ vọng mức định giá hiện tại còn nhiều dư địa tăng trưởng, đặc biệt là khi FPT, một công ty Công nghệ quy mô lớn hơn, đang được giao dịch với mức định giá chiết khấu khá nhiều so với CMG. Điều này, theo chúng tôi, dường như không hợp lý khi so sánh hiệu quả sử dụng vốn ROE, và các tỷ suất lợi nhuận giữa hai doanh nghiệp, mặc dù chúng tôi đang kỳ vọng rằng lợi nhuận của CMG có thể tăng trưởng kép trong 5 năm với tốc độ 30%, tốt hơn so với mức 21% của FPT do quy mô hiện tại còn tương đối nhỏ. Do đó, chúng tôi tin rằng CMG nên được mua khi giá giảm sâu với mức giá mục tiêu là **36.400 đồng/cổ phiếu**, dựa trên phương pháp SoTP và DCF, hàm ý P/E FY22F/FY23F lần lượt là 23,5x/17,3x.

Chúng tôi đánh giá cao CMG ở những điểm sau:

- Vị thế của CMG trong ngành CNTT Việt Nam.** CMG hiện là công ty tư nhân lớn thứ hai trong ngành và là đối tác uy tín cho nhiều dự án CNTT, chuyển đổi số và Viễn thông của Chính phủ và các khách hàng doanh nghiệp trong các lĩnh vực chính như Tài chính-Ngân hàng, Sản xuất và Bất động sản.
- Chúng tôi tin rằng CMG đang trong hành trình tăng trưởng hấp dẫn phía trước với tiềm năng tăng trưởng doanh thu được dẫn dắt bởi các dịch vụ áp dụng công nghệ mới, cùng với câu chuyện mở rộng tỷ suất lợi nhuận.** Công ty đã và đang tái định vị các khối kinh doanh theo hướng gia tăng các dịch vụ có hàm lượng công nghệ cao. Trên thực tế, CMG đã có những sự chuẩn bị về nền tảng hạ tầng cũng như nguồn nhân lực để tăng cường khả năng cung cấp dịch vụ của khối Viễn thông (Trung tâm dữ liệu, Cloud) và khối Kinh doanh quốc tế (KDQT). Điều này giúp CMG nhanh chóng đáp ứng nhu cầu của khách hàng doanh nghiệp trong xu hướng chuyển đổi kỹ thuật số, và hiện thực hóa tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép 5 năm của doanh thu và LNST lần lượt là 17% và 30%. Điều này cũng hàm ý tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ cải thiện từ 3,8% trong FY21 lên 6,5% vào FY25F sau khi CMG tăng tỷ trọng doanh thu các dịch vụ Viễn thông và CNTT có tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Các rủi ro đầu tư chính bao gồm: (1) Nhu cầu đầu tư CNTT kém hơn kỳ vọng làm chậm tốc độ tăng trưởng khối KDQT, (2) đồng VNĐ tăng giá so với đồng tiền của các thị trường xuất khẩu phần mềm, (3) thực hiện đầu tư cho các dự án xây dựng các khu tổ hợp tại Hòa Lạc và Đà Nẵng, vốn đòi hỏi lượng vốn lớn, ảnh hưởng tới dòng tiền tự do của CMG.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T3 (Tỷ đồng)	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F
Doanh thu thuần	5.181	6.290	7.195	8.324
% tăng trưởng	6,7%	21,4%	14,4%	15,7%
LNST của Cty mẹ	175	240	274	373
% tăng trưởng	15%	36,9%	14,3%	36,0%
Tỷ suất LNST (%)	3,4%	3,8%	3,8%	4,5%
ROA (%)	3,5%	3,8%	4,4%	5,0%
ROE (%)	8,9%	11,1%	12,7%	13,7%
EPS (VNĐ)	889	1.320	1.550	2.107
Giá trị sổ sách (VNĐ)	19.620	19.862	19.862	20.823
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	0	0	0	0
P/E (x)	9,0	20,6	19,5	14,4
P/BV (x)	0,6	1,9	1,8	1,7

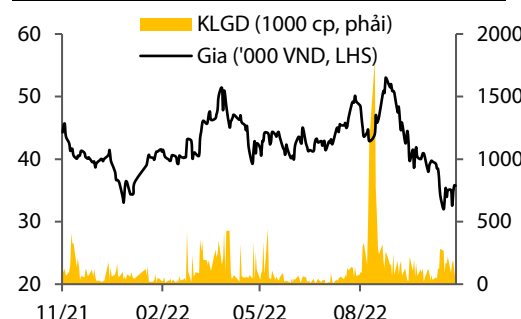
Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

GIẢM TỶ TRỌNG -8%

Giá thị trường (VNĐ)	39.500
Giá mục tiêu (VNĐ)	36.400

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghệ
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.355,0
SLCPLH (triệu cp)	150,0
Beta	1,1
Free Float (%)	32
Giá cao nhất 52 tuần	53.000
Giá thấp nhất 52 tuần	32.000
KLGD bình quân 20 phiên	118.300



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
CMG	-28,8	-19,3	48,7
Công nghệ	7,7	40,7	n.a
VN Index	-24,6	-34,4	0,8

Cổ đông lớn (%)

Samsung SDS	30.0
Công ty TNHH Đầu tư MVI	13.5
PYN Elite Fund	5.1
Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%)	49%

Đỗ Thanh Tùng

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 2219

tung.dt@vdsc.com.vn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

CMG là công ty công nghệ tư nhân lớn thứ hai tại Việt Nam

Tập đoàn CMC được thành lập từ năm 1993, với lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là Tích hợp hệ thống, giải pháp phần mềm và lắp ráp máy tính thương hiệu CMC. Đến năm 2007, công ty bắt đầu mở rộng sang các lĩnh vực Viễn thông, an ninh mạng và phân phối thiết bị ICT. Tuy nhiên sau đó, CMC không thực sự thành công với các lĩnh vực lắp ráp máy tính và phân phối ICT khi thị trường dần bão hòa, và cạnh tranh ngày càng gay gắt. Sau khi thực hiện quá trình tái cấu trúc cho tới năm 2017, chúng tôi nhận thấy CMG mới thực sự tìm kiếm được chiến lược phát triển hợp lý dựa trên ba lĩnh vực cốt lõi là Tích hợp hệ thống (khối giải pháp & công nghệ), Viễn thông, và gia công phần mềm cho thị trường nước ngoài (Khối kinh doanh quốc tế). Vị thế trong ngành của các khối kinh doanh chính trong của CMG như sau:

- **CMG có bề dày kinh nghiệm gần 30 năm trong cung cấp dịch vụ tích hợp hệ thống.** Đây là nhóm dịch vụ đóng góp doanh số lớn nhất cho CMG, ước đạt 2.200 tỷ đồng vào năm tài chính 2021 và chiếm lần lượt 65% và 33% doanh thu khối giải pháp công nghệ (T&S) của CMG và doanh thu toàn tập đoàn. Với mức doanh thu khoảng 3.300 tỷ của khối T&S, CMG chiếm khoảng 22% thị phần của thị trường DV CNTT nội địa, có giá trị khoảng 15 nghìn tỷ đồng theo ước tính của IDC, đứng thứ 2 sau FPT IS (công ty con của FPT) với thị phần ước tính khoảng 40%.
- **Đối với mảng Viễn thông, CMG là một trong bốn doanh nghiệp lớn nhất cung cấp các giải pháp Viễn thông toàn diện cho các doanh nghiệp tại Việt Nam** bao gồm dịch vụ kết nối Internet, trung tâm dữ liệu (DC), và là đối tác dịch vụ quản lý điện toán đám mây bên thứ 3 (Cloud MSP). Khối này ghi nhận doanh số khoảng 2 nghìn tỷ đồng trong năm tài chính 2021, thấp hơn khoảng 30% doanh thu của doanh nghiệp đứng thứ ba trong ngành là FTI (công ty thuộc FPT Telecom).
- **CMG bắt đầu tập trung phát triển dịch vụ gia công phần mềm kể từ 2017 với việc thành lập khối Kinh doanh quốc tế CMC Global.** Do quy mô trong giai đoạn đầu còn khá khiêm tốn, khối này ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép bốn năm rất cao ở mức 74%. Hiện CMG đang trong top 5 doanh nghiệp Việt Nam cung cấp dịch vụ Xuất khẩu dịch vụ & giải pháp công nghệ. Các thị trường quốc tế chính của CMC bao gồm Hàn Quốc, Nhật Bản, APAC.

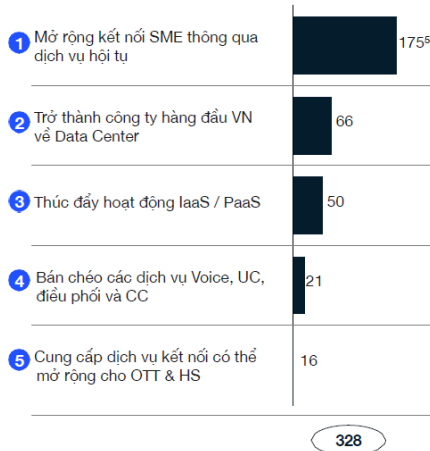
Theo công bố của Vietnam Report, CMG đứng thứ 6 trong bảng danh sách 10 Công ty Công nghệ thông tin - Viễn thông Việt Nam uy tín nhất năm 2021 và là doanh nghiệp tư nhân đứng thứ hai trong danh sách này. Bên cạnh đó, Tổng Công ty Công nghệ & Giải pháp CMC (CMC TS) đứng thứ hai trong Top 10 Công ty Công nghệ Cung cấp Dịch vụ, Giải pháp Phần mềm & Tích hợp hệ thống uy tín năm 2021 của Vietnam Report. **Nhìn chung, chúng tôi cho rằng CMG có vị thế nhất định trong ngành CNTT của Việt Nam để có thể tận dụng nhằm hiện thực hóa tiềm năng tăng trưởng của thị trường.**

Tham vọng tỷ đô với chiến lược “Big moves”

Năm 2020, CMG bắt đầu hợp tác với McKinsey triển khai hợp tác tư vấn chiến lược và chuyển đổi số cho Tập đoàn với 20 sáng kiến chiến lược “Big moves” cho các dịch vụ CNTT của mình, nhằm hướng tới mục tiêu doanh thu khoảng 1 tỷ USD vào năm 2025. Doanh thu mục tiêu từ các dịch vụ của ba khối chính của CMG được thể hiện như hình dưới.

Hình 1: CMG đặt mục tiêu doanh thu gần 1 tỷ đô vào năm 2025 dựa trên 20 sáng kiến chiến lược cho từng khối theo tư vấn của McKinsey

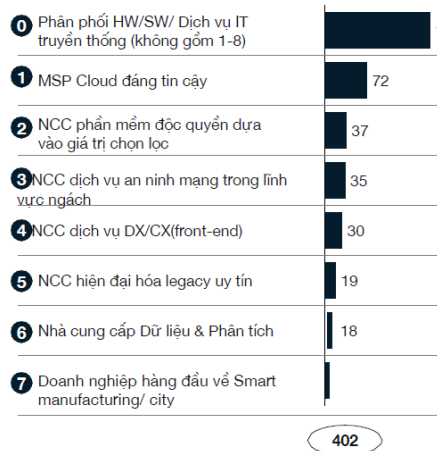
CMC Telecom



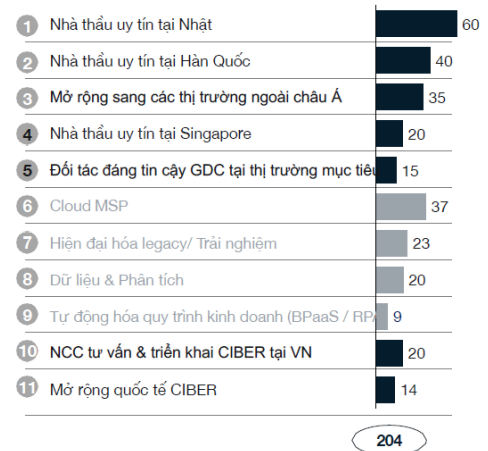
Tổng

1. Đã bao gồm 30 triệu USD từ Netam

CMC TS



GLOBAL



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

Mục tiêu này khá thách thức khi các khối Viễn thông, Công nghệ giải pháp và Kinh doanh quốc tế sẽ dẫn lượt phải đạt mức CAGR 35%/30%/57% trong giai đoạn 2021-2025. Ngoại trừ khối kinh doanh quốc tế đang tăng trưởng nhanh từ mức nền thấp, tốc độ tăng trưởng kép mục tiêu của khối Viễn thông và Công nghệ giải pháp đang cao hơn rất nhiều so với CAGR ba năm gần nhất là 12% và -1%.

Tuy nhiên CMG cũng đã bắt đầu có những bước chuẩn bị để hiện thực hóa mục tiêu trên, thông qua nhiều hoạt động đầu tư năng lực bao gồm đầu tư về nghiên cứu công nghệ, nguồn nhân lực (mục tiêu 10 nghìn nhân sự vào năm 2025 so với mức 4.580 tại thời điểm cuối năm 2021). Đặc biệt, CMG khá chú trọng tới việc đầu tư hạ tầng Kỹ thuật Viễn thông (đầu tư mở rộng DC tại tòa nhà CMC tại Cầu Giấy, Hà Nội và tại Tân Thuận, TP HCM) và đầu tư xây dựng mới khuôn viên trường đại học CMC, không gian làm việc (dự án CMC Creative Space Đà Nẵng và Tổ hợp nghiên cứu, đổi mới sáng tạo CMC - CMC Hòa Lạc).

Bảng 1: CMG sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư cho các khối Viễn thông, KDQT và giáo dục cho năm 2022

Khối	2019	2020	2021	2022F
Khối Công nghệ & giải pháp	37	6	33	83
Khối Kinh doanh quốc tế	23	11	65	122
Khối dịch vụ viễn thông	292	224	708	573
Khối Giáo dục & nghiên cứu	0	0	3	96
Lĩnh vực khác	417	373	246	835
Tổng giá trị đầu tư (tỷ đồng)	769	614	1.054	1.708

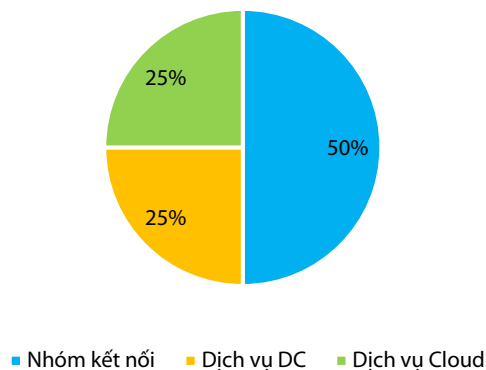
Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

Khối Viễn thông: tận dụng xu hướng bùng nổ của thị trường Cloud

Khối Viễn thông là bộ phận đóng góp lớn nhất về LNTT cho CMG kể từ 2015 cho tới nay. Các pháp nhân chính của khối bao gồm: Công ty con CMC Telecom (CMG sở hữu 55%), và Công ty liên kết Netnam (CMG sở hữu 41%).

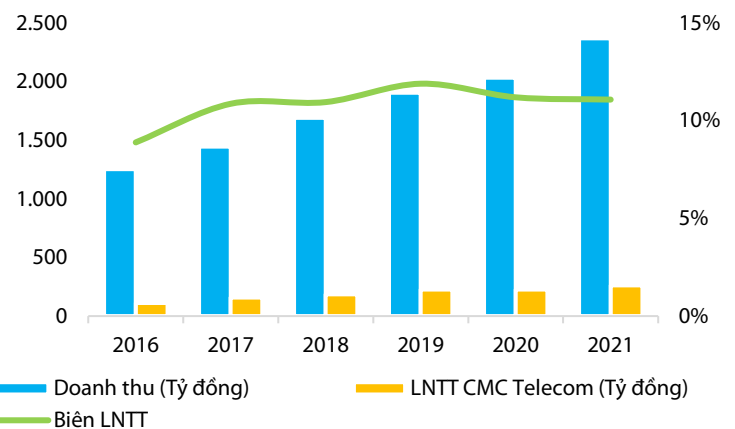
CMC Telecom tập trung cung cấp dịch vụ ba nhóm dịch vụ chính: Dịch vụ kết nối Internet, Trung tâm dữ liệu và các dịch vụ Điện toán đám mây. Nhóm dịch vụ kết nối Internet chiếm vai trò chủ đạo, đóng góp 50% về doanh thu, trong khi tỷ lệ đóng góp doanh số của hai nhóm còn lại tương đương nhau ở mức 25%. Do tỷ trọng của nhóm dịch vụ kết nối Internet, vốn chịu sự cạnh tranh gay gắt, còn khá cao nên tỷ suất LNTT của CMC Telecom khá thấp, duy trì quanh mức 11% kể từ 2017 – thời điểm CMG bắt đầu tự chủ được đường truyền trong nước bằng việc đưa tuyến cáp quang trục Bắc – Nam của mình vào hoạt động. Trước đó, tỷ suất LNTT của CMC Telecom thấp hơn, dao động ở trong khoảng 6%-9%, do phải thuê ngoài đường truyền.

Hình 2: Nhóm dịch vụ Internet đang chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu của CMC Telecom



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

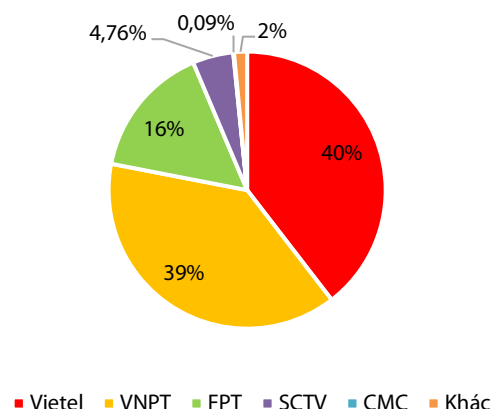
Hình 3: Biên LNTT của CMC Telecom khá ổn định sau khi tự chủ về đường truyền trục Bắc - Nam



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

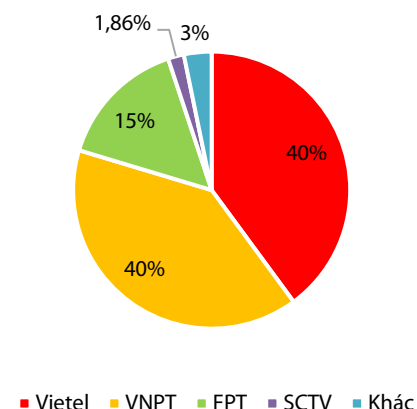
Đối tượng khách hàng của khối Viễn thông là các doanh nghiệp trong nước hoạt động trong các lĩnh vực Tài chính ngân hàng, và các doanh nghiệp FDI. Trước đây, CMC Telecom đã tiếp cận nhóm khách hàng cá nhân thông qua dịch vụ internet triển khai trên hạ tầng đường dây truyền hình cáp nhưng đã dừng do bị cạnh tranh gay gắt, dẫn tới hiệu quả kinh doanh không cao trong thời gian dài. Do tập trung vào nhóm khách hàng doanh nghiệp nên thị phần tính theo số lượng thuê bao băng thông rộng cố định và doanh thu cung cấp DV băng thông rộng cố định của CMC Telecom là rất thấp.

Hình 4: Thị phần thuê bao băng thông rộng cố định mặt đất năm 2020



Nguồn: Sách trắng CNTT 2021, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Thị phần doanh thu băng thông rộng cố định mặt đất năm 2020



Nguồn: Sách trắng CNTT 2021, CTCK Rồng Việt

Nền tảng hạ tầng viễn thông tiếp tục được nâng cao với trung tâm dữ liệu mới đi vào hoạt động

Hạ tầng đường truyền kết nối mạng: CMC Telecom sở hữu hệ thống mạng đường trục backbone CVCS (Cross Vietnam Cable System), đang kết nối trực tiếp với 5 tuyến cáp biển quốc tế bao gồm A-Grid (tuyến cáp do Time dotcom – cổ đông chiến lược của CMC Telecom – sở hữu), AAE1, APG, Unity và Faster.

Hạ tầng trung tâm dữ liệu (DC): Trong tháng tám năm 2022, CMG đã chính thức đưa vào vận hành Trung tâm dữ liệu (DC) trong tổ hợp CMC Creative Space tại Tân Thuận, TPHCM, chủ yếu phục vụ các khách hàng lớn trong lĩnh vực Ngân hàng – Tài chính, các nhà cung cấp dịch vụ OTT, các nhà cung cấp Cloud nước ngoài. Đây là DC có quy mô lớn nhất của CMG với diện tích sàn sử dụng 10.000 m² và quy mô 1.200 tủ rack, bên cạnh hai DC hiện hữu tại Cầu Giấy, Hà Nội (quy mô 300 tủ rack), tại khu công nghệ cao, quận 9, TP. Hồ Chí Minh (quy mô 300 tủ rack). Tất cả các DC của CMG đều đạt tiêu chuẩn Uptime Tier III, một tiêu chuẩn quan trọng để đánh giá khả năng vận hành ổn định và liên tục của một DC (thời gian uptime lên đến 99,982%). Hiện tại, CMC Telecom là một trong bốn công ty trong nước cung cấp trung tâm dữ liệu theo tiêu chuẩn Tier 3, bên cạnh VNPT VDC, FPT Telecom, và Viettel IDC.

Bảng 2: CMC Telecom hiện đang đứng thứ tư về năng lực DC tại Việt Nam

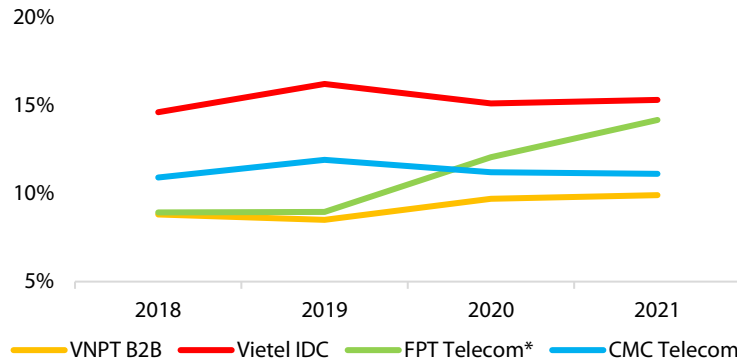
Công ty	Trung tâm dữ liệu	Năm hoạt động	Số tủ rack	Diện tích (m2)
Vietel IDC	Pháp Vân	2009	600	3.000
	Hoàng Hoa Thám	2009	500	3.000
	Hòa Lạc	2010	1.200	6.500
	Bình Dương	2011	1.600	10.000
	Đà Nẵng	2014	100	500
	Tổng cộng		4.000	23.000
FPT Telecom	DC Duy Tân	n.a	640	2.073
	DC Tân Thuận	2009	1.800	1.680
	FPT Fornix HN02	2020	1.500	1.221
	FPT Fornix Khu Công nghệ cao Q9*	n.a	3.600	10.000
	Tổng cộng		3.940	4.974
VNPT VDC	An Đồng – Đà Nẵng	2012	75	300
	Tòa nhà Interet	2015	237	1.700
	Nam Thăng Long	2015	855	10.000
	Tân Thuận - Q7	2015	855	10.000
	Nguyễn Thị Minh Khai	n.a	75	400
	Nguyễn Trãi	n.a	50	150
	Tổng cộng		2.147	22.550
CMC Telecom	Khu Công nghệ cao Q9	2012	300	500
	Cầu Giấy - Hà Nội	2019	300	500
	Tân Thuận – Q7	2022	1.200	3.100
	Tổng cộng		1.800	4.100

Nguồn: Data Center Map, CTCK Rong Việt. * chưa hoạt động

Việc nâng cấp quy mô hạ tầng viễn thông với DC mới tại Tân Thuận sẽ giúp CMC Telecom nâng cao vị thế và năng lực cung cấp dịch vụ Điện toán đám mây (Cloud), tận dụng đà phát triển nhanh của thị trường này. Ngoài ra, việc sở hữu DC tại Việt Nam cũng là một lợi thế trong việc cung cấp các dịch vụ Cloud liên quan tới hạ tầng (Infrastructure-as-a-Service) so với các doanh nghiệp nước ngoài như Amazon, Microsoft hay Google. Điều này là bởi các doanh nghiệp nước ngoài không trực tiếp sở hữu data center tại Việt Nam, nghĩa là tất cả dữ liệu muốn được xử lý hoặc lưu trữ trên cloud của nước ngoài đều phải đi qua đường truyền quốc tế, khiến chi phí rất lớn nhưng đường truyền lại bị giới hạn.

Về biên lợi nhuận, biên LNTT của CMC Telecom khá thấp so với các doanh nghiệp viễn thông khác. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính nhiều khả năng là do CMC Telecom đưa ra mức giá dịch vụ có tính cạnh tranh cao với các đối thủ.

Hình 6: Tỷ suất LNTT của CMC Telecom khá thấp so với FPT Telecom và Viettel IDC



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt *Loại trừ nhóm dịch vụ Broadband

Tập trung cho dịch vụ Cloud nhiều tiềm năng củng cố tốc độ tăng trưởng

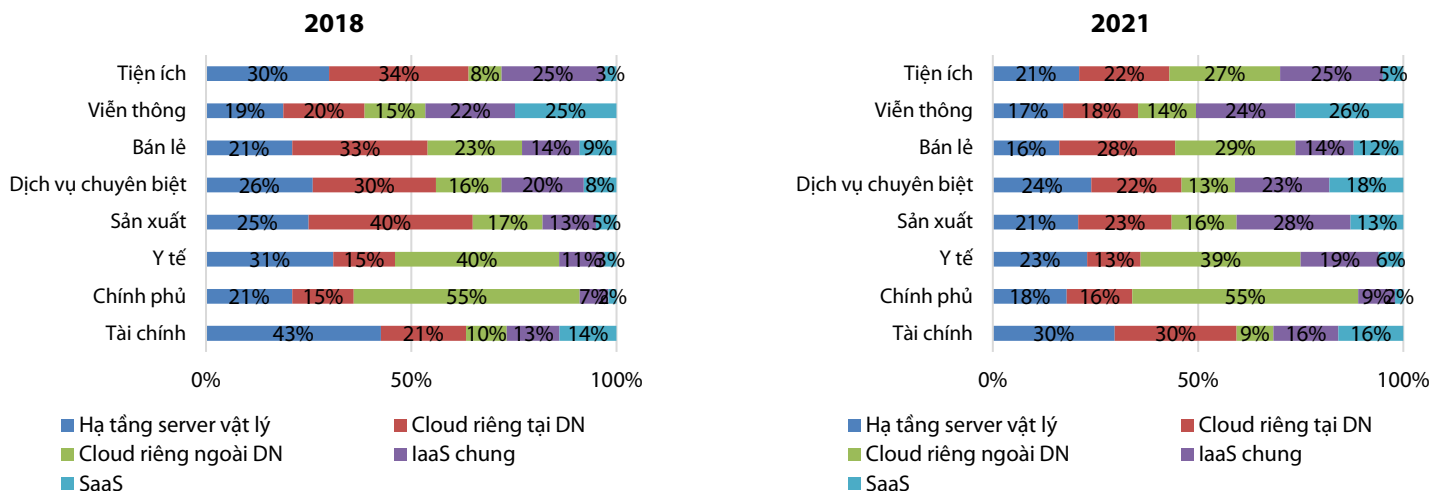
Trong các nhóm dịch vụ chính của khối Viễn thông, **CMG sẽ chú trọng đẩy mạnh nhóm dịch vụ Cloud (điện toán đám mây) trong những năm tới, hướng tới mục tiêu tỷ trọng 50% của khối Viễn thông.** Chúng tôi cho rằng đây là một hướng đi đúng đắn để thúc đẩy tốc độ tăng trưởng của khối này khi mà xu hướng phát triển của thị trường Cloud tại Việt Nam là rất mạnh mẽ.

Trên thực tế, Cloud được coi là một nền tảng công nghệ rất quan trọng trong quá trình chuyển đổi số của các doanh nghiệp bởi nhiều lợi ích về kinh tế mà nó mang lại. Về cơ bản, các dịch vụ Cloud cho phép các doanh nghiệp giải quyết được những nhu cầu về lưu trữ dữ liệu (mô hình Infrastructure-as-a-Service), phát triển ứng dụng (mô hình Platform-as-a-Service), sử dụng phần mềm, ứng dụng (mô hình Software-as-a-Service) trên nền tảng cơ sở hạ tầng số (trung tâm dữ liệu) của các nhà cung cấp như Amazon, Microsoft, Google,... Chi phí sử dụng dịch vụ Cloud cũng sẽ được thanh toán theo phương thức “pay-as-you-go”, có nghĩa là doanh nghiệp sẽ chỉ phải trả tiền cho những dịch vụ, dung lượng mình thực sự sử dụng, giúp tiết kiệm đáng kể nguồn tài nguyên so với việc đầu tư một hệ thống CNTT tại doanh nghiệp. Điều này cũng có nghĩa là doanh nghiệp có thể dễ dàng mở rộng / thu hẹp quy mô tùy thuộc vào nhu cầu sử dụng tại từng thời điểm. Hơn nữa, bằng việc sử dụng Cloud, các doanh nghiệp có thể linh hoạt hơn trong hoạt động kinh doanh của mình do việc truy cập dữ liệu, hay sử dụng các ứng dụng ở mọi nơi chỉ cần có kết nối internet thay vì chỉ có thể sử dụng được tại doanh nghiệp, nơi đặt máy chủ, theo phương thức truyền thống.

Với những lợi ích kể trên và vai trò trung tâm của Cloud trong quá trình chuyển đổi số, quy mô thị trường Cloud được dự báo sẽ tiếp tục phát triển với tốc độ cao trong tương lai. IDC ước tính rằng chi tiêu toàn cầu cho các dịch vụ Cloud nói chung đạt 706 tỷ USD vào năm 2021 và dự kiến đạt 1,3 nghìn tỷ USD vào năm 2025, tương ứng với tốc độ CAGR là 16,9%. Trong đó, thị trường public cloud (bao gồm các loại hình IaaS, PaaS, SaaS) sẽ tiếp tục là động cơ tăng trưởng lớn nhất và tăng nhanh nhất trong toàn bộ thị trường đám mây. Chi tiêu tổng cộng cho các dịch vụ public cloud sẽ đạt 385 tỷ USD vào năm 2021 và sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) trên 21% đến năm 2025, đạt 809 tỷ USD.

Việt Nam vẫn có cơ hội rất lớn để thúc đẩy các dịch vụ đám mây khi xu hướng chuyển đổi số đang diễn ra mạnh mẽ. Trên thực tế, các cơ quan Chính phủ hay doanh nghiệp ngân hàng, tài chính, bảo hiểm tại Việt Nam, theo McKinsey, là những khối ngành đã có tốc độ chuyển đổi số nhanh nhất, kéo theo sự tăng trưởng của các nền tảng Cloud và đồng thời khiến cho nhu cầu của hạ tầng CNTT vật lý tại chỗ (on-premise) sụt giảm. Hơn nữa, các cơ quan quản lý nhà nước cũng có những định hướng trong việc ưu tiên sử dụng các dịch vụ Cloud: mục tiêu đến năm 2025, 100% các cơ quan chính phủ sử dụng điện toán đám mây, và 70% các doanh nghiệp Việt Nam sử dụng dịch vụ điện toán đám mây nội địa.

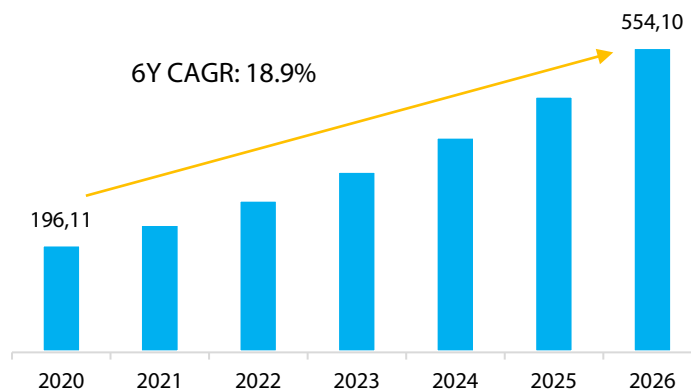
Hình 7: Xu hướng “Cloud hóa” đang dần thay thế các hạ tầng vật lý tại chỗ (on-premise)



Nguồn: McKinsey, CTCK Rông Việt

Với tốc độ chuyển đổi số nhanh như hiện nay, TechSci Research dự báo thị trường này sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 18,9% cho đến năm 2026, từ quy mô gần 200 triệu USD của năm 2020.

Hình 8: Thị trường Cloud tại Việt Nam được dự báo tăng trưởng kép 19% tới năm 2026 (triệu đô)



Nguồn: TechSci Research, CTCK Rông Việt

Hiện nay, có hơn 40 doanh nghiệp cung cấp dịch vụ Cloud tại Việt Nam, theo Viettel IDC, bao gồm (1) doanh nghiệp nước ngoài như là Amazon, Google, Microsoft và (2) bốn doanh nghiệp quy mô lớn trong nước như Viettel IDC, VNPT, CMC, FPT và (3) một số công ty khởi nghiệp cung cấp SaaS. Các nhà cung cấp dịch vụ Cloud nước ngoài đang dẫn đầu thị trường với gần 75% thị phần nhờ lợi thế về kinh nghiệm cũng như công nghệ lõi, trong đó Amazon Web Services (AWS) chiếm nhiều nhất với 33%, trong khi Google và Microsoft mỗi bên chiếm 21%. Trong khi đó, các doanh nghiệp Việt Nam, một mặt, cũng là đối tác của các nhà cung cấp dịch vụ Cloud nước ngoài và, mặt khác, cung cấp “local cloud” (Cloud nội địa) của riêng họ. Ví dụ như CMC Telecom hiện đang là Advanced Tier Services Partner của Amazon Web Service (AWS), Premier Partner của Google Cloud và Gold Partner của Microsoft, trong khi cũng tự phát triển nền tảng CMC Cloud.

Tương tự các nền tảng “local cloud” khác, CMC Cloud sẽ có những lợi thế so với các nhà cung cấp Cloud nước ngoài như (1) chi phí rẻ hơn do kết nối với đường truyền trong nước, (2) xử lý các sự cố nhanh chóng hơn, giảm tối đa độ trễ do kết nối với hạ tầng DC trong nước thay vì ở nước ngoài, (3) khả năng tư vấn hỗ trợ dịch vụ nhanh hơn. Quan trọng hơn là, nghị định 53/2022/NĐ-CP có hiệu lực thi hành từ ngày 1/10/2022 hướng dẫn luật An ninh mạng cũng đã quy định rằng: Thông tin cá nhân người dùng dịch vụ;

Dữ liệu về mối quan hệ của người dùng dịch vụ; Dữ liệu do người dùng dịch vụ tại Việt Nam tạo ra phải được lưu trữ trong nước. Do đó, **vai trò của nền tảng “local cloud”, được hỗ trợ bởi nền tảng hạ tầng DC trong nước, sẽ trở nên ngày càng quan trọng khi các DN “cloud hóa”**. Điều này sẽ thúc đẩy xu hướng “multi-cloud” (kết hợp dịch vụ cloud của nhiều nhà cung cấp) và doanh số của CMC Cloud trong tương lai.

Với những xu hướng tiềm năng trên, chúng tôi cho rằng việc tập trung cho nhóm dịch vụ Cloud là một hướng đi đúng đắn của CMG và sẽ củng cố đáng kể cho tốc độ tăng trưởng của khối Viễn thông trong những năm sắp tới, kỳ vọng ở mức 20% trong những năm tới.

Khối kinh doanh quốc tế: Dư địa tăng trưởng dồi dào

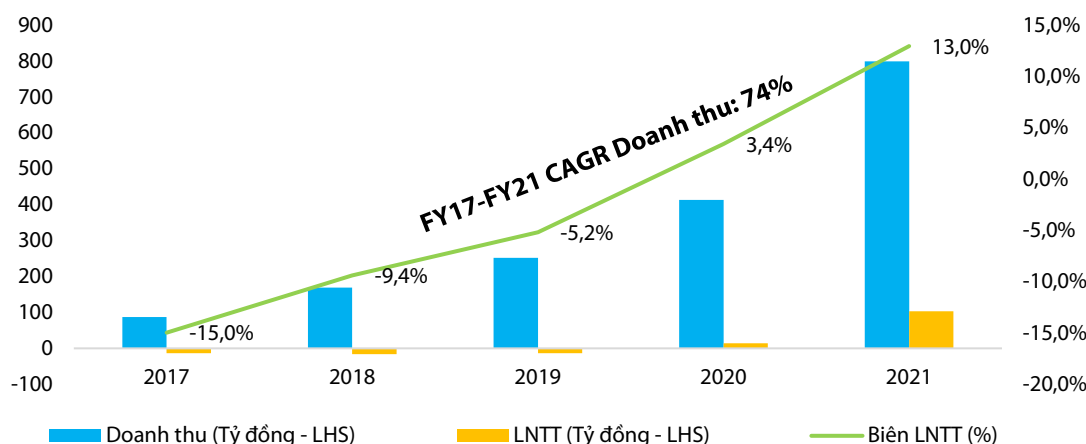
CMG thành lập khối kinh doanh quốc tế (KDQT) từ năm 2017, tiền thân là một bộ phận chuyên về phát triển, gia công phần mềm của khối Công nghệ & Giải pháp. **Việc thành lập CMC global là bước đi chiến lược và thể hiện sự chú trọng hơn của CMG trong việc cung cấp các giải pháp phần mềm cho thị trường nước ngoài.**

Với việc thành lập CMC Japan vào tháng 8/2017, Nhật Bản là thị trường đầu tiên mà CMC Global chọn để thâm nhập. Trong những năm tiếp theo, CMC Global cũng đã mở rộng sang các thị trường Singapore, Hàn Quốc, Úc và EU.

Vào thời gian đầu phát triển, các dịch vụ chính của CMC global đa phần bao gồm các dịch vụ truyền thống như gia công phần mềm (gồm Software development outsourcing và Business processing outsourcing), tích hợp hệ thống (System integration), testing. Sau đó, các dịch vụ liên quan tới chuyển đổi số sử dụng các công nghệ lõi như AI, Blockchain, Cloud, Big data, RPA cũng dần được triển khai. Đây đều là những công nghệ lõi quan trọng của cuộc Cách mạng công nghệ 4.0, vốn được chú trọng phát triển trong khoảng hơn 5 năm trở lại đây. Do đó, **mặc dù khởi đầu muộn hơn so với doanh nghiệp lớn khác như FPT Software, chúng tôi cho rằng CMC Global cũng vẫn có những lợi thế của người đến sau khi vẫn có khả năng nhanh chóng bắt kịp các công nghệ mới phù hợp xu hướng chuyển đổi số hiện nay trên toàn cầu.**

Việc liên tục mở rộng thị trường mới và tập khách hàng trong những năm qua, cộng với quá trình chuyển đổi số được đẩy mạnh trong hai năm đại dịch 2020-21 trên toàn cầu, đã giúp **CMC Global có những tiến nhanh về mặt doanh số, tăng trưởng kép đạt 74% từ 2017-2021**. Khối lượng công việc lớn hơn cũng giúp khối này tăng dần tính kinh tế theo quy mô và cải thiện được biên lợi nhuận (hình 9). Doanh thu năm tài chính 2021 của khối đạt gần 800 tỷ đồng, chiếm 12% tổng doanh thu CMG, và đóng góp hơn 100 tỷ đồng vào LNTT, chiếm tới 24% trong cơ cấu LNTT của tập đoàn.

Hình 9: Tình hình kinh doanh của CMC Global nhanh chóng khởi sắc sau khi hòa vốn kể từ 2020



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

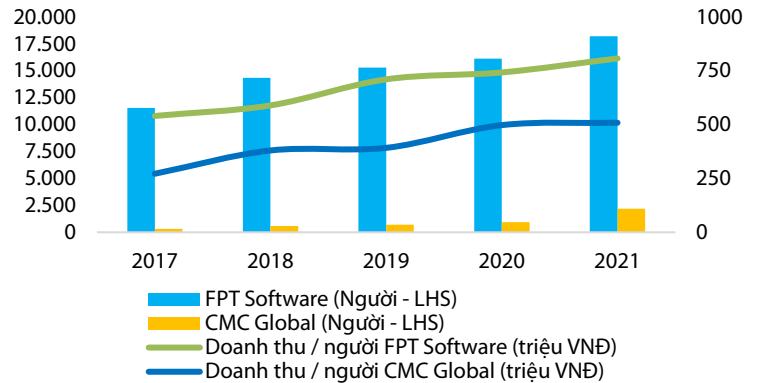
CMG cũng chú trọng việc phát triển nguồn nhân lực cho khối KDQT để đáp ứng khối lượng công việc tăng lên nhanh. Đặc biệt trong năm 2021, khối này tăng hơn gấp đôi lượng nhân sự của mình lên hơn 2.200 người khi CMC Global mở rộng hoạt động tại nhiều thị trường mới như tại APAC và EU, chiếm gần một nửa tổng lượng nhân sự của toàn tập đoàn. Tốc độ tăng trưởng kép của lượng nhân sự trong giai đoạn 2017-2021 đạt 61%, thấp hơn mức 74% của tốc độ tăng trưởng kép doanh thu cùng thời kỳ. Mặc dù điều này hàm ý sự cải thiện trong hiệu suất doanh thu trên mỗi nhân viên, **mức hiệu suất nhân viên của CMC Global thấp hơn khoảng 40% so với FPT Software.** Nguyên nhân nhiều khả năng tới từ việc CMC Global vẫn đang cung cấp dịch vụ Tích hợp hệ thống, trong khi FPT Software chủ yếu cung cấp dịch vụ liên quan tới chuyển đổi số và, đặc biệt là, cả tư vấn chuyển đổi số (sau khi mua lại Intellinet vào năm 2018).

Bảng 3: Khối kinh doanh quốc tế có tốc độ tăng trưởng nhân sự nhanh nhất tập đoàn trong năm tài chính 2021

Khối kinh doanh	2017	2018	2019	2020	2021
Khối T&S	1.045	1.105	940	782	1.000
YoY %	n.a	6%	-15%	-17%	28%
Tỷ trọng	43%	39%	32%	26%	21%
Khối Global	322	569	717	945	2.200
YoY %	n.a	77%	26%	32%	133%
Tỷ trọng	13%	20%	25%	32%	47%
Khối Telecom	996	1.077	1.114	1.028	1.000
YoY %	4%	8%	3%	-8%	-3%
Tỷ trọng	41%	38%	38%	35%	21%
Khác	75	113	85	196	454
Tổng	2.438	2.864	2.900	2.951	4.654
YoY %	21%	17%	1%	2%	58%

Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

Hình 10: So sánh số lượng nhân viên FPT Software và CMC Global

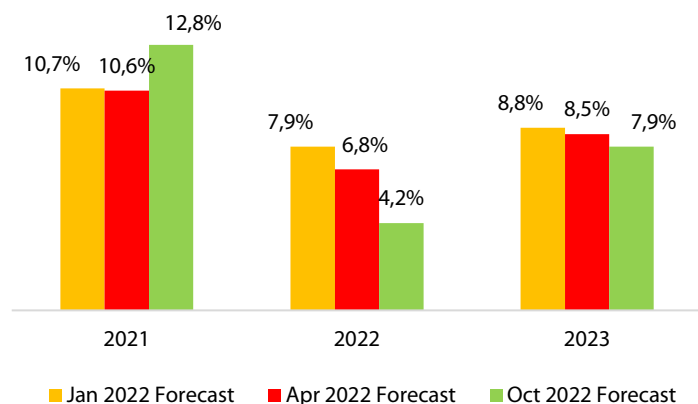


Nguồn: FPT, CMG, CTCK Rồng Việt

Về triển vọng của thị trường dịch vụ CNTT bao gồm xuất khẩu phần mềm, Gartner đã điều chỉnh dự báo tăng trưởng trong năm 2022 xuống mức 4.2% YoY trong tháng Mười từ mức 7.9% từ dự báo hồi đầu năm 2022 (Hình 11), trong khi tốc độ tăng trưởng của năm 2023 được dự báo tăng trưởng quanh mức 8% trong bối cảnh các kinh tế toàn cầu đang phải đối mặt với suy thoái kinh tế và lạm phát tăng nhanh. Điểm tích cực là thay vì cắt giảm chi tiêu cho các dịch vụ CNTT, trong đó có các giải pháp chuyển đổi số, các doanh nghiệp thường có xu hướng giãn tiến độ đầu tư nhiều hơn sang những năm sau, hàm ý rằng nhu cầu của thị trường dịch vụ CNTT là tương đối bền bỉ. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp công nghệ của Việt Nam như CMG, với các lợi thế sẵn có về chi phí lập trình viên cạnh tranh (Hình 12) và sở hữu kỹ năng về các công nghệ lõi mới, vẫn sẽ là một lựa chọn hấp dẫn cho các khách hàng doanh nghiệp quốc tế bối cảnh suy thoái kinh tế.

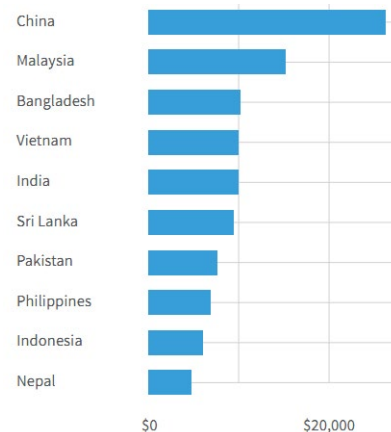
Ngoài ra, Việt Nam cũng có vị trí địa lý gần và múi giờ không chênh lệch nhiều với các quốc gia có nhu cầu về dịch vụ CNTT cao trong khu vực như Nhật Bản, Hàn Quốc hay Singapore, qua đó, giúp các doanh nghiệp xuất khẩu phần mềm Việt Nam nhanh chóng đáp ứng nhu cầu và giải quyết sự cố của khách hàng. Trên thực tế, CMG đã xây dựng hai trung tâm phát triển kinh doanh đặt tại Nhật và Singapore nhằm nhanh chóng hiện thực hóa tiềm năng của khu vực APAC. Điều này, cùng với thực tế rằng hoạt động xuất khẩu phần mềm của CMG vẫn đang ở trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển, khiến chúng tôi tin rằng dư địa để tăng trưởng của khối KDQT vẫn còn khá dồi dào. Chúng tôi kỳ vọng khối này có thể duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNTT vào khoảng 30%-40% trong 3 năm tới.

Hình 11: Dự báo tăng trưởng chi tiêu cho dịch vụ CNTT toàn cầu liên tục được điều chỉnh giảm cho năm 2022 và 2023



Nguồn: Gartner, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Việt Nam thuộc nhóm 7 nước có mức lương trung vị của các lập trình viên thấp nhất



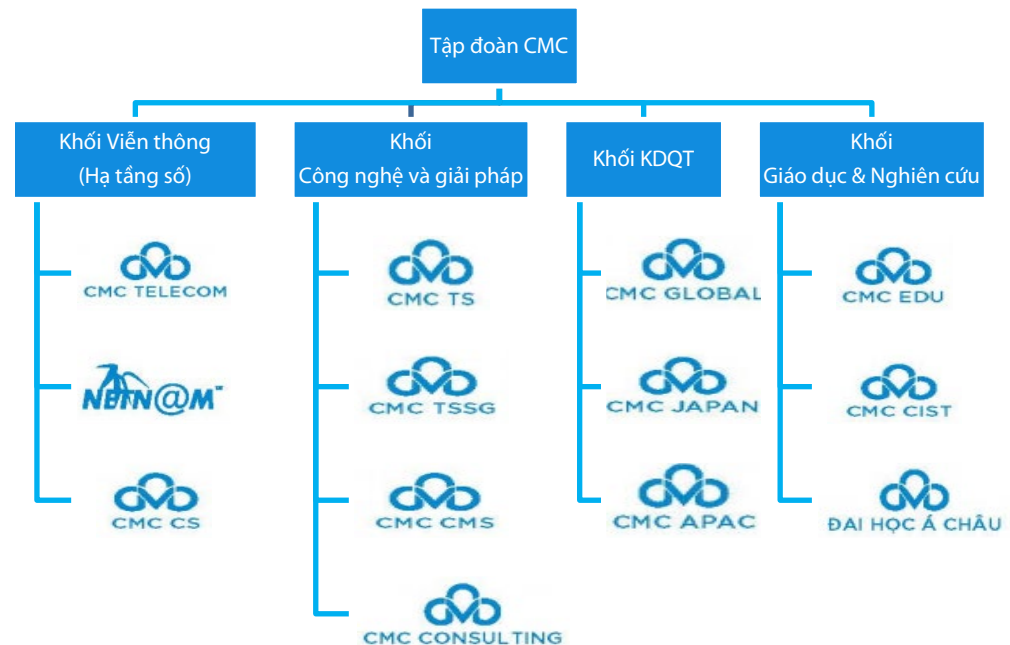
Nguồn: Stackoverflow, CTCK Rồng Việt

TỔNG QUAN CÔNG TY

Công ty Cổ phần Công nghệ CMC hoạt động dựa trên bốn trụ cột kinh doanh chính: Viễn thông, Công nghệ & Giải pháp, Kinh doanh toàn cầu và Giáo dục & nghiên cứu. Có thể thấy CMC có mô hình kinh doanh khá giống FPT, bao gồm tích hợp hệ thống, phần mềm, dịch vụ viễn thông và đầu tư vào giáo dục nhưng quy mô nhỏ hơn.

Mô hình kinh doanh hiện tại là kết quả của quá trình tái cấu trúc khoảng gần một thập kỷ trước, nhằm giảm sự phụ thuộc vào các dịch vụ có tỷ suất lợi nhuận thấp và bị cạnh tranh cao như tích hợp hệ thống, lắp ráp máy tính và phân phối sản phẩm CNTT, đồng thời tập trung phát triển các mảng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận cao như phần mềm, viễn thông.

Hình 13: Cơ cấu hoạt động tập đoàn CMG



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

Trong năm 2021, phần lớn LNTT của CMG đến từ khối Viễn thông (60%), theo sau lần lượt là khối KDQT và khối Công nghệ & Giải pháp, trong khi khối Giáo dục vẫn chưa mang lại kết quả tài chính đáng kể do mới ở giai đoạn ban đầu của quá trình đầu tư. KQKD của các khối trên phần lớn được đóng góp bởi các công ty con sau.

- 1. CMC Telecom:** CMG bắt đầu bước chân vào lĩnh vực viễn thông từ năm 2007. Do gia nhập thị trường muộn hơn khá nhiều so với các đối thủ lớn, công ty lựa chọn tham gia vào thị trường ngách - tập trung vào việc cung cấp các dịch vụ cho nhóm khách hàng doanh nghiệp như Trung tâm dữ liệu, Điện toán đám mây – thay vì cạnh tranh ở thị trường cung cấp DV internet cho các hộ gia đình. CMC Telecom là nhà cung cấp dịch vụ Internet duy nhất tại Việt Nam có cổ đông nước ngoài là TIME dotcom - Nhà cung cấp dịch vụ Internet lớn thứ 2 của Malaysia. CMC Telecom cùng với Netnam - công ty liên kết – đóng góp phần lớn LNTT cho CMG, chiếm 50% -80% tổng LNTT toàn tập đoàn trong giai đoạn 2015-2018.
- 2. CMC Technology & Solutions:** Công ty con này đóng góp nhiều nhất vào tổng doanh thu của CMG (khoảng 50%) nhưng chỉ chiếm 12% vào tổng LNTT năm 2021, tương đương với biên LNTT là 1,5%. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận thấp này là do tỷ trọng của các dịch vụ CNTT truyền thống như tích hợp hệ thống vẫn chiếm phần lớn. Hiện nay, công ty cũng đang phát triển các dịch vụ Tư vấn & Triển khai Chuyển đổi kỹ thuật số (DX), các giải pháp Bảo mật nhằm cải thiện

biên lợi nhuận. Công ty cũng hướng đến nhóm khách hàng doanh nghiệp trong nước, và các cơ quan thuộc khối Chính phủ.

3. **CMC Global** được thành lập vào năm 2017, tiền thân là một bộ phận của thuộc khối Công nghệ chuyên cung cấp dịch vụ gia công phần mềm. Đây là một bước đi chiến lược nhằm tiếp tục thâm nhập thị trường dịch vụ CNTT toàn cầu. CMC Global cung cấp nhiều Giải pháp & Dịch vụ CNTT, từ các dịch vụ Truyền thống (Phát triển phần mềm theo yêu cầu, Bảo trì phần mềm, Kiểm tra lỗi và Chuyển đổi hệ thống) đến các dịch vụ Chuyển đổi Kỹ thuật số (Cloud, AI, RPA, IoT), cũng như các dịch vụ Tư vấn DX. Công ty này đóng góp 13% và 24% vào doanh thu hợp nhất và LNTT của CMG. CMC Global bắt đầu có lãi vào năm 2020, và tăng tốc khá nhanh trong năm 2021 (LN tăng hơn 7 lần YoY).
4. **Giáo dục và Nghiên cứu:** Vào tháng 2 năm 2022, CMG đã mua lại 66% cổ phần của Đại học Á châu thông qua công ty con sở hữu toàn bộ của mình là CMC Education, sau đó đổi tên trường đại học này thành Đại học CMC. Đại học CMC sẽ bắt đầu tuyển sinh vào năm 2022, định hướng trở thành trường đại học công nghệ với các chuyên ngành mũi nhọn là khoa học máy tính, hệ thống thông tin, điện tử - viễn thông, mục tiêu đến năm 2039 sẽ có 20-30 nghìn sinh viên.

Bảng 4: Danh sách các công ty con và công ty liên kết của CMG

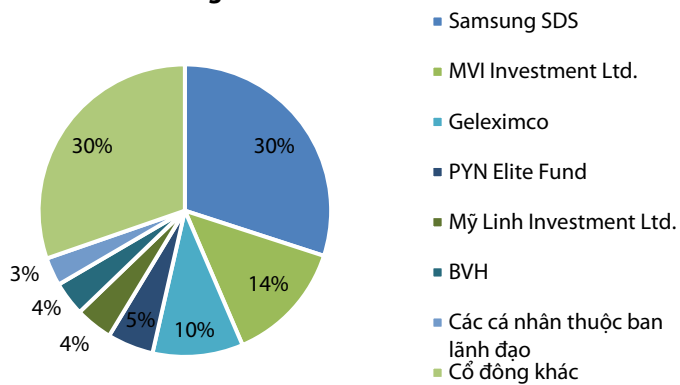
Công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Năm thành lập	Lĩnh vực kinh doanh chính	Tỷ lệ sở hữu
Công ty con				
Công ty Công nghệ & Giải pháp CMC	270	1996	Giải pháp CNTT, tích hợp hệ thống	100%
Hạ tầng Viễn thông CMC	756	2007	Dịch vụ Mạng – Viễn thông	55%
CMC Global	130	2017	Dịch vụ phần mềm	100%
CMC Education	250	2022	Giáo dục đại học	100%
Viện nghiên cứu ứng dụng công nghệ CMC	5	2014	Nghiên cứu các công nghệ mới	100%
Sản xuất & Thương mại CMC	100		Thương mại & Phân phối sản phẩm ICT	100%
Sản xuất & Dịch vụ CMC	50	1999	Sản xuất, lắp ráp, phân phối máy tính	100%
CMC Đà Nẵng	100		Dịch vụ phần mềm	100%
CMC Consulting	20	2008	Dịch vụ phần mềm	51%
CMC Blue France (*)	5		Cung cấp dịch vụ gia công phần mềm BPO, ITO	100%
Công ty con gián tiếp				
Công ty TNHH Công nghệ & Giải pháp CMC Sài Gòn	90	2011	Cung cấp giải pháp CNTT	100%
An ninh An toàn thông tin CMC	40	2008	Cung cấp giải pháp an toàn thông tin	100%
CMC Japan	88 triệu JPY	2017	Dịch vụ phần mềm	100%
CMC – APAC	300,000 SGD		Dịch vụ phần mềm	100%
Công ty liên kết				
Netnam	50		Dịch vụ Mạng – Viễn thông	41%

Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt (*) tạm ngừng hoạt động

Cơ cấu cổ đông

CMG hiện có các nhóm cổ đông lớn chính chiếm 70% số cổ phần lưu hành bao gồm: (1) Nhà đầu tư chiến lược Samsung SDS (30%); (2) Nhóm cổ đông có liên quan tới ban lãnh đạo như CT TNHH Đầu tư MVI (liên quan tới cổ chủ Tịch Hà Thế Minh), và Cty TNHH Đầu tư Mỹ Linh (có liên quan tới Chủ tịch Nguyễn Trung Chính) và các cá nhân thuộc ban HĐQT nắm giữ khoảng 3%; (3) Nhà đầu tư tài chính khác bao gồm Quỹ PYN Elite Fund (5%), và Geleximco (10%).

Hình 14: Cơ cấu cổ đông của CMG



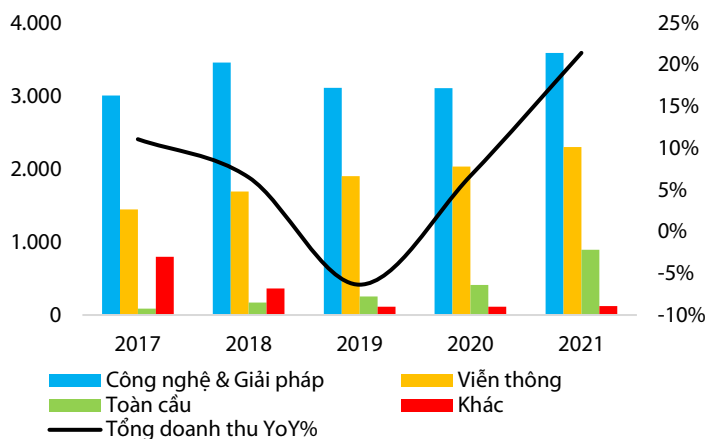
Nguồn: CMG, Rong Viet Securities

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu

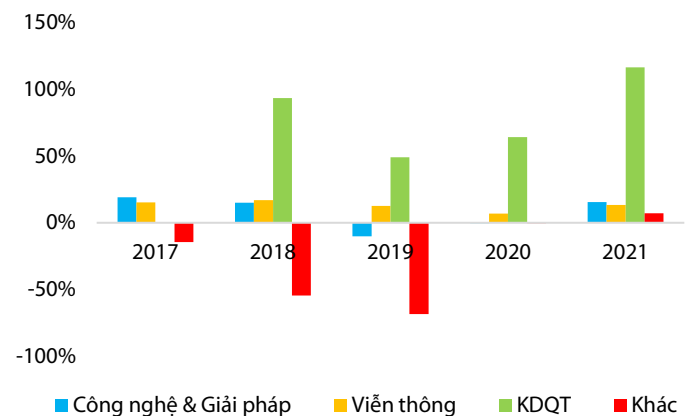
CMG có tốc độ tăng trưởng doanh thu khá thấp trong giai đoạn 2016-2021 với CAGR là 7% do tái cấu trúc mô hình kinh doanh, trong đó CMG đã (1) cắt giảm dần bộ phận Phân phối & Lắp ráp máy tính (mảng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận thấp và mức độ cạnh tranh cao) trong giai đoạn 2014 - 2019 và (2) tái cấu trúc mảng Công nghệ & Giải pháp vào năm 2019. Trong khi đó, Bộ phận KDQT liên tục đạt mức tăng trưởng cao kể từ khi thành lập vào năm 2017 khi CMC Global mở rộng nhanh chóng sang các thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và khối APAC - một bước tiến tương tự với FPT Software trong những ngày đầu thành lập. Mặt khác, khối viễn thông tăng trưởng đều đặn với CAGR 5 năm đạt 14% từ năm 2016 đến năm 2021, ngang với mức tăng trưởng cùng kỳ của FPT Telecom, nhờ vào nhu cầu bền vững từ các khách hàng doanh nghiệp đối với DV băng thông rộng, DC và gần đây là Dịch vụ điện toán đám mây.

Hình 15: Cơ cấu doanh thu theo khối* (Tỷ VNĐ)



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt * Trước khi loại trừ các giao dịch nội bộ

Hình 16: Tăng trưởng doanh thu theo khối*

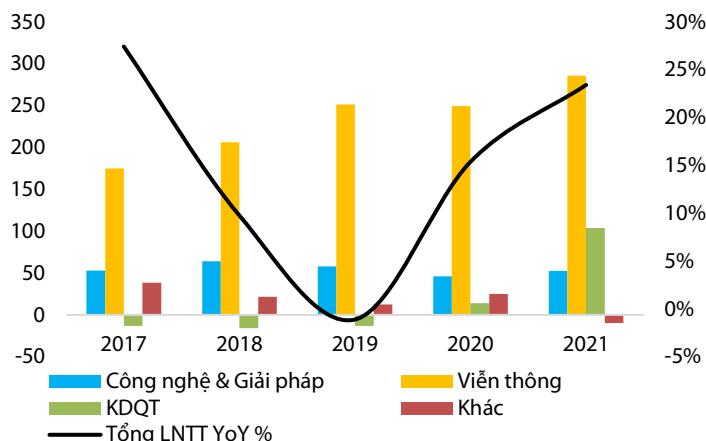


Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt * Trước khi loại trừ các giao dịch nội bộ

Khả năng sinh lời và vòng quay tiền

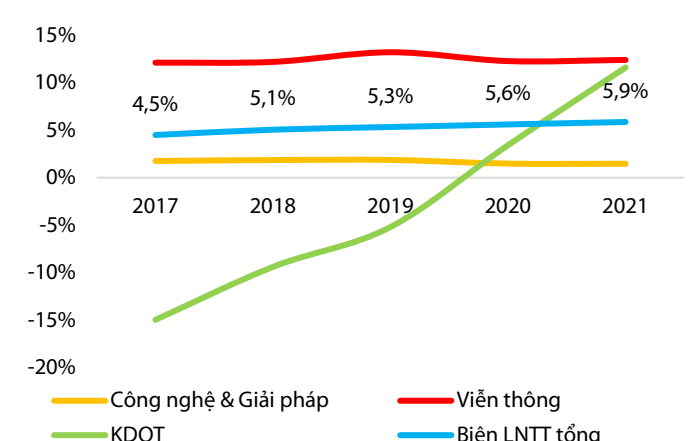
Khối Viễn thông đóng góp lớn nhất vào cơ cấu lợi nhuận của CMG trong năm tài chính 2021, theo sau là khối KDQT. Khối KDQT, sau khi vượt qua điểm hòa vốn vào năm 2020, đã tăng trưởng rất nhanh về lợi nhuận, qua đó hỗ trợ cho xu hướng mở rộng của tỷ suất LNTT toàn tập đoàn.

Hình 17: Cơ cấu LNTT theo khối*



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt * Trước khi loại trừ các giao dịch nội bộ

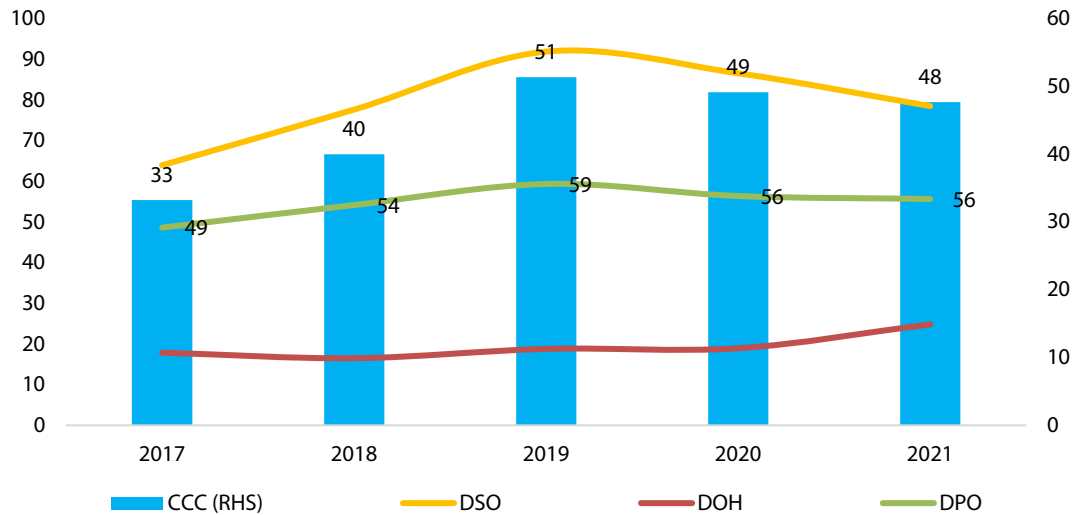
Hình 18: Biên LNTT theo khối*



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt * Trước khi loại trừ các giao dịch nội bộ

Vòng quay tiền mặt có xu hướng cải thiện nhẹ, chủ yếu do số ngày phải thu giảm kể từ năm 2019 trong khi chính sách trả chậm không thay đổi nhiều trong những năm gần đây với số ngày phải thu dao động quanh mức trên 50 ngày.

Hình 19: Vòng quay tiền mặt (ngày)



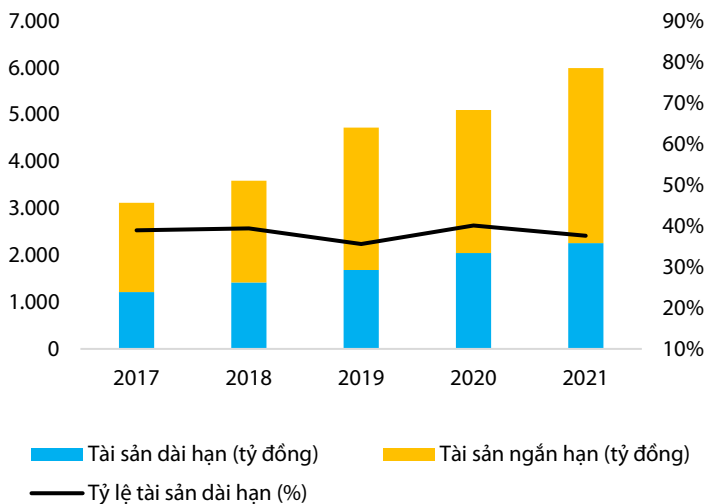
Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

Tài sản và cơ cấu tài chính

Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản, dao động quanh mức 60% trong 5 năm gần đây. Phần lớn tài sản ngắn hạn là tiền và tiền gửi ngắn hạn (chiếm 27% tổng tài sản) và các khoản phải thu khách hàng (chiếm 20% tổng tài sản). Tài sản dài hạn chủ yếu là các tài sản cố định, bao gồm các tòa nhà và cơ sở hạ tầng viễn thông.

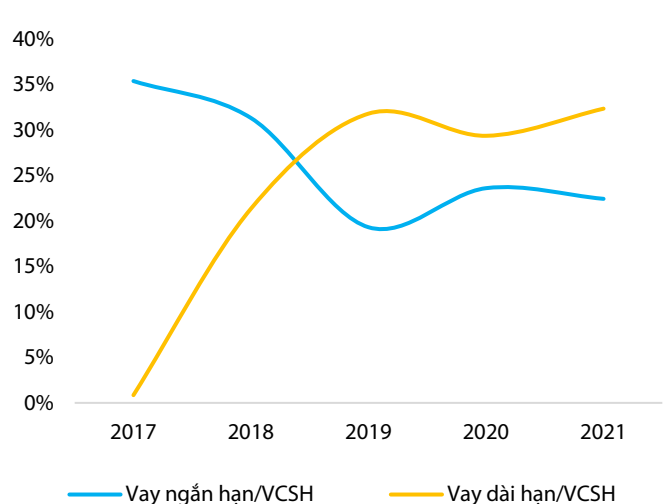
Về nợ, tỷ lệ vay dài hạn trên VCSH tăng mạnh kể từ năm 2017 khi CMG bắt đầu đầu tư vào Dự án “CMC Creative Space” tại TP.HCM và giữ ở mức khoảng 30% trong những năm gần đây. Tỷ lệ Tổng nợ/VCSH ổn định ở mức 50% trong ba năm qua.

Hình 20: Cấu trúc tài sản



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Cấu trúc vốn



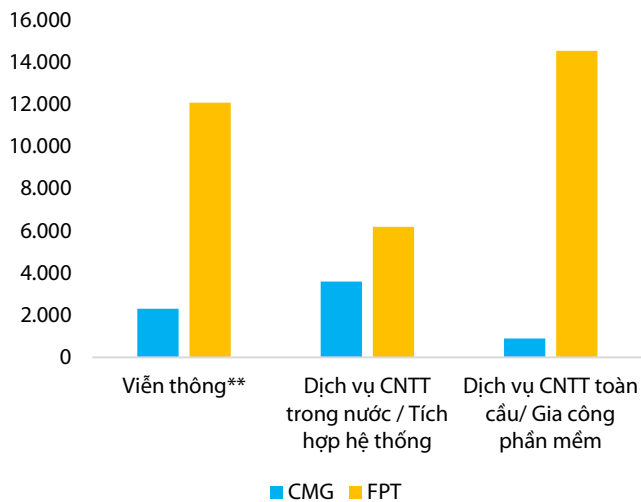
Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

So sánh HĐKD với FPT

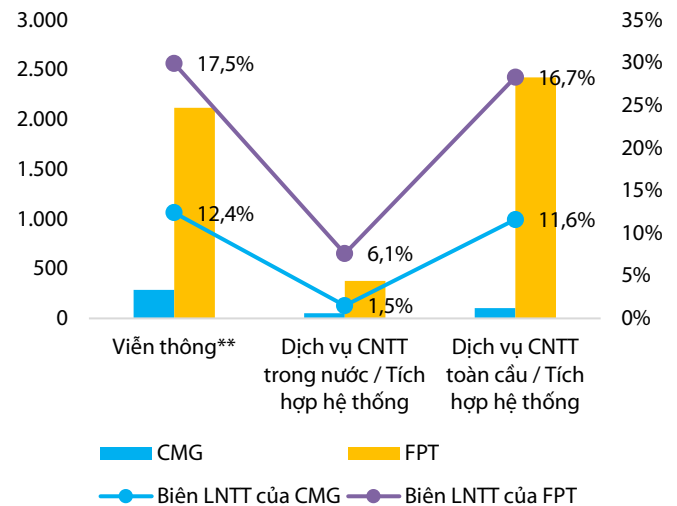
CMG hiện là doanh nghiệp CNTT tư nhân lớn thứ hai tại Việt Nam, xếp sau FPT, theo xếp hạng của VNR500. Mặc dù vậy, FPT tạo khoảng cách khá xa với CMG ở hầu hết các lĩnh vực hoạt động chính về quy mô doanh thu cũng như tỷ suất sinh lời. Trong đó, tích hợp hệ thống và viễn thông là hai lĩnh vực chính của CMG kể từ những ngày đầu thành lập có quy mô về doanh thu nhỏ hơn FPT lần lượt khoảng 80% và 40%, trong khi lĩnh vực Kinh doanh Quốc tế, do mới bắt đầu kinh doanh kể từ 2017, có quy mô bằng 1/10 so

với FPT. Về hiệu quả sinh lời, FPT cũng tạo ra sự chênh lệch đáng kể với CMG về biên LNTT tại tất cả các lĩnh vực nhờ vào lợi thế quy mô cũng như sự khác biệt về dịch vụ cung cấp (Hình 23).

Hình 22: So sánh các mảng kinh doanh chính của CMG với FPT: Doanh thu theo bộ phận năm 2021* (tỷ đồng)



Hình 23: So sánh các mảng kinh doanh chính của CMG với FPT: LNTT theo bộ phận năm 2021* (tỷ đồng)



Nguồn: CMG, FPT, CTCK Rồng Việt

* Năm tài chính của CMG bắt đầu từ 04/01/2021 đến 31/03/2022, ** Không bao gồm doanh thu quảng cáo trực tuyến vào LNTT cho FPT Telecom

DỰ PHÓNG KQKD

Tổng hợp các phân tích trên, cho năm tài chính 2022F/23F, chúng tôi ước tính doanh thu có thể đạt 7.195 tỷ đồng (+14,4% YoY)/8.324 tỷ đồng (+15,7% YoY). LNTT năm 2022F ước đạt 419 tỷ đồng (+13,6% YoY), so với mức LNTT mục tiêu là 370 tỷ đồng, trước khi tăng trưởng cao hơn trong năm 2023F ở mức 36,8% YoY lên 573 tỷ đồng. LNST của cổ đông công ty mẹ cho năm 2022F/23F ước đạt 274 tỷ đồng (+14,3% YoY)/ 373 tỷ đồng (36% YoY), tương đương EPS là 1.550 đồng/2.107 đồng.

Bảng 5: Dự phóng KQKD

Đơn vị: Tỷ đồng	FY21	FY22 F	YoY %	FY23 F	YoY %
Doanh thu	6.291	7.196	14%	8.325	16%
Khối Công nghệ & giải pháp	3.364	3.422	2%	3.717	9%
Khối KDQT	799	1.199	50%	1.619	35%
Khối Viễn thông	2.369	2.904	23%	3.430	18%
LNTT	369	419	14%	573	37%
Khối Công nghệ & giải pháp	51	51	2%	56	9%
Khối KDQT	104	144	39%	210	46%
Khối Viễn thông	286	298	4%	408	37%
LNST công ty mẹ	240	274	14%	373	36%
EPS sau trích lập các quỹ	2.220	1.550	-30%	2.107	36%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Các giả định chính cho giai đoạn 2024F-26F:

- **Chúng tôi giả định doanh thu sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 19%.** Động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn này là khối KDQT (CAGR 35%), khi giành thêm nhiều hợp đồng có giá trị lớn hơn sau khi đã xây dựng các trung tâm kinh doanh tại các thị trường tiềm năng và tập trung phát triển nguồn nhân lực dồi dào. Chúng tôi kỳ vọng khối Viễn thông duy trì được tốc độ tăng trưởng kép 20%, dẫn dắt bởi nhu cầu cao đối với dịch vụ DC và Cloud từ khối khách hàng doanh nghiệp SME, khối ngân hàng trong nước, và từ khối Chính phủ. Trong khi đó, khối Công nghệ & giải pháp được kỳ vọng duy trì tăng trưởng kép ở mức 9% sau khi giảm bớt dịch vụ Tích hợp hệ thống và bắt đầu chiến lược dịch chuyển sang các dịch vụ kỹ thuật số.
- **Về lợi nhuận, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép của LNTT đạt 31%** chủ yếu nhờ biên lợi nhuận mở rộng. Chúng tôi kỳ vọng biên LNTT của tập đoàn sẽ tăng lên mức 10% so với từ mức 6% hiện nay, chủ yếu do các khối Viễn thông và KDQT đạt được tính kinh tế nhờ quy mô khi DC Tân Thuận được lấp đầy, và lượng hợp đồng gia công phần mềm ký mới tại các thị trường nước ngoài tăng trưởng tốt. Đáng chú ý là do CMC Global đang được hưởng ưu đãi lãi suất 5% từ 2021 đến hết năm 2029, nên tỷ trọng đóng góp lợi nhuận của khối KDQT tăng lên (ước tính chiếm khoảng 40% kể từ 2025) cũng sẽ giảm đáng kể thuế suất thuế TNDN, và làm tăng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng trong dài hạn. **Trong giai đoạn 2021-26F, tốc độ tăng trưởng kép của LNST ước tính đạt 30%.**

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

Chúng tôi tin rằng CMG đang trong hành trình tăng trưởng hấp dẫn phía trước với tiềm năng tăng trưởng doanh thu được dẫn dắt bởi các dịch vụ áp dụng công nghệ mới, cùng với câu chuyện mở rộng tỷ suất lợi nhuận. Do đó, chúng tôi sử dụng phương pháp tổng các thành phần kết hợp P/E và DCF với tỷ lệ lần lượt là 25% và 75%, do chúng tôi chú trọng hơn tới tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn của CMG.

Bảng 6: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu bình quân
FCFE (Ke: 15,7%, g: 3,0%)	36.100	75%	27.100
SoTP	37.300	25%	9.300
Giá mục tiêu		100%	36.400
P/E FY22F			23,5x
P/E FY23F			17,3x
Giá thị trường			39.500
Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng			-8%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Chúng tôi đưa ra giá hợp lý đối với cổ phiếu CMG là **36.400 đồng/cổ phiếu**, tương đương với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là **-8%**, dựa trên giá đóng cửa ngày 29/11/2022 với các giả định chính sau:

- Đối với phương pháp FCFE, chúng tôi áp dụng mức chi phí vốn chủ sở hữu là 15,7% và hệ số tăng trưởng vĩnh viễn g là 3,0%.

Bảng 7: Dự phóng FCFE (Tỷ đồng)

Dòng tiền FCFE	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận ròng	274	373	502	663	889
+ Khấu hao	245	301	318	335	368
- Thay đổi vốn lưu động	-23	33	42	49	65
- CAPEX	100	200	200	400	400
+ Vốn vay ròng	-63	-36	-4	-62	-8
FCFE	380	406	574	487	784

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 8: Các giả định của mô hình DCF

Chi phí vốn CSH	FCFE	Tỷ đồng
Beta	1,0	Giá trị hiện tại của FCFE tích lũy 5 năm
Lãi suất phi rủi ro	4,7%	Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối kỳ
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	11,0%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,7%	Giá trị hợp lý của doanh nghiệp
Tốc độ tăng trưởng cuối kỳ	3,0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)
		Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
		36.100

Nguồn: CTCK Rông Việt

- Đối với phương pháp tổng các thành phần kết hợp P/E, chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu với các khối kinh doanh chính của CMG thấp hơn tương đối với mức tăng trưởng kép 5Y.

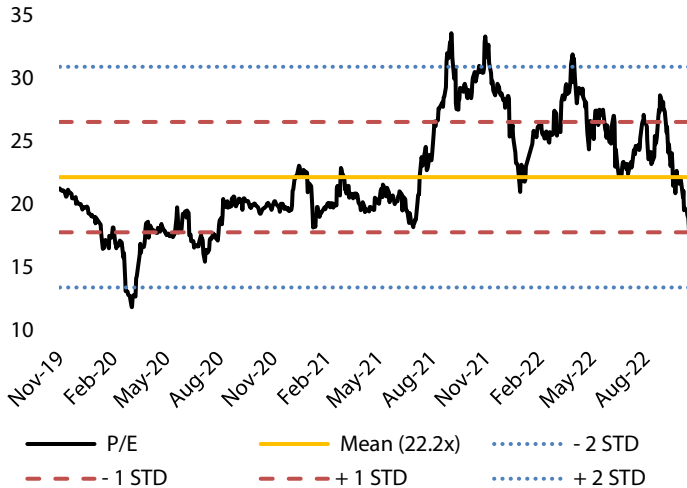
Bảng 9: Tổng hợp định giá tổng các thành phần

Đơn vị: Tỷ đồng	FY22F LNST	5Y CAGR	P/E mục tiêu	Giá trị hợp lý
1. Công nghệ & Giải pháp	35	14%	10x	349
2. Kinh doanh quốc tế	116	44%	25x	2.904
3. Viễn thông	102	24%	20x	2.038
4. Netnam	25	5%	10x	252
5. Tiền mặt				310
Tổng				5.602
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				150,0
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				37.300

Nguồn: CTCK Rông Việt

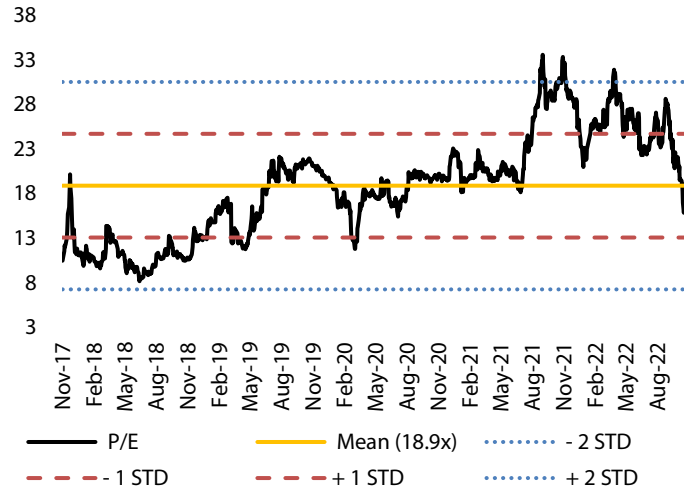
Mức giá mục tiêu của CMG hàm ý P/E FY22F là 23,5x (cao hơn TB 3 năm là 22.3x) trong khi P/E FY23F là 17,3x (thấp hơn mức TB 3 năm hơn một độ lệch chuẩn). Chúng tôi tin rằng mức định giá này là hợp lý với triển vọng tăng trưởng được cải thiện (FY21-FY26F CAGR 30% so với FY16-FY21 là 14%) và định vị cạnh tranh tốt hơn của CMG, và PEG 5 năm tương ứng là 0.67x.

Hình 24: Dải định giá P/E lịch sử 3 năm của CMG



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Hình 24: Dải định giá P/E lịch sử 5 năm của CMG



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có những vận động tích cực trong ngắn hạn do CMG đang được giao dịch với mức thặng dư khá nhiều so với công ty dẫn đầu trong ngành là FPT xét theo mức P/E cho FY22F (19.4x so với 13.7x), trong khi đang kém hơn về các chỉ số ROE, biên lợi nhuận. Đây là một rủi ro giảm giá chính đối với giá cổ phiếu hiện tại.

Bảng 6: So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	FY21 Doanh thu (triệu USD)	FY21 LNTT (triệu USD)	FY21 Biên LNTT	3Y CAGR (%)			2021 ROE (%)	Tỷ suất cổ tức	P/E		
						Doanh thu	EPS	LNTT			Hiện tại	FY22F	FY23F
CMC Corp	VN	222	275,0	17,1	6%	6,6	8,2	5,7	14,6	n.a	18,2	19,5	14,4
FPT Corp	VN	3.157	1.554,8	276,3	18%	15,4	17,5	17,4	28,3	2,6	14,9	13,7	11,6
Viễn thông													
PLDT Inc	PH	5.995	3.922	749	19%	5,9	11,7	18,8	32,9	7,4	9,9	15,7	11,2
Telekom Malaysia	MA	4.542	2.781	333	12%	-0,8	79,5	11,2	14,3	2,6	19,2	16,4	14,4
True Corp	TH	4.599	4.496	-78	-2%	-3,9	n.a	-2,2	-9,2	1,4	n.a	n.a	n.a
Tata communications	IN	4.510	2.245	263	12%	0,4	n.a	8,0	278,5	1,6	24,9	21,6	19,7
Time dotcom	MA	1.967	337	129	38%	12,4	9,4	34,3	13,5	7,4	21,3	21,7	18,4
FPT Telecom	VN	641	553	104	19%	12,9	19,8	18,1	30,2	2,1	9,8	11,3	n.a
Thaicom	TH	346	103	7	7%	-18,2	-13,4	7,9	3,9	2,6	30,5	25,6	30,4
Median		4.510	2.245	129	12%	0,4	11,7	11,2	14,3	2,6	20,3	19,0	18,4
Average		3.229	2.063	215	15%	1,2	21,4	13,7	52,0	3,6	19,3	18,7	18,8
ITO & BPO													
Conduent	US	833,5	4.140,0	55,0	1%	-8,4	n.a	-0,2	5,1	n.a	15,8	14,0	14,0
Mphasis	IN	4.373	1.606	247	15%	15,7	10,9	15,8	20,5	2,4	24,9	21,0	18,1
Persistent Systems	IN	3.424	767	126	16%	19,3	27,1	14,0	22,7	0,8	40,6	30,4	25,3
Coforge	IN	2.815	863	116	13%	20	18,5	13,5	28,0	1,4	31,0	28,1	23,1
DHC Software	CH	2.737	1.688	59	4%	8,7	-17,7	6,1	2,5	0,8	74,6	43,6	33,9
China Transinfo Technology	CH	2.065	1.594	106	7%	12,3	-4,5	8,9	1,6	n.a	n.a	31,0	19,0
Shenzhen Das Intellitech	CH	916	491	-60	-12%	7,8	n.a	1,4	-15,1	n.a	n.a	31,2	26,4
Median		2.737	1.594	106	7%	12,3	10,9	8,9	5,1	1,1	31,0	30,4	23,1
Average		2.452	1.593	93	6%	10,8	6,9	8,5	9,3	1,4	37,4	28,5	22,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt, dữ liệu tại ngày 22/11/2022

Ngoài ra, các rủi ro giảm giá liên quan tới mô hình định giá của chúng tôi bao gồm:

(1) Tốc độ tăng trưởng doanh thu và mức độ mở rộng biên lợi nhuận của khối KDQT và Viễn thông chậm hơn kỳ vọng do chịu tác động dây chuyền của môi trường kinh tế vĩ mô toàn cầu kém khả quan tới chi tiêu đầu tư CNTT,

(2) Đồng VNĐ lên giá so với đồng JPY, KRW, hay SGD làm chậm tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu phần mềm.

(3) Các dự án đầu tư xây dựng cơ bản với nhu cầu vốn lớn ảnh hưởng tới dòng tiền tự do của CMG. Trong ĐHCĐ 2022, CMG đã đề xuất kế hoạch xây dựng hai khu tổ hợp phục vụ cho công các nghiên cứu và phát triển công nghệ lõi và trung tâm đào tạo nguồn nhân lực lần lượt tại Khu Công nghệ cao Hòa Lạc và tại Đà Nẵng. Các dự án này sẽ được phân kỳ đầu tư theo giai đoạn tuy nhiên tổng nhu cầu vốn vẫn rất lớn, khoảng hơn 11 nghìn tỷ, so với quy mô tổng tài sản khoảng 6.500 tỷ của CMG. Chúng tôi vẫn chưa phản ánh các dự án này vào mô hình định giá do hiện tại CMG vẫn chưa nhận được cấp Giấy chứng nhận đầu tư cho các dự án này.

Bảng 11: Dự án đầu tư xây dựng cơ bản trọng yếu trong tương lai

Dự án	Địa điểm	Quy mô	Mục đích	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian dự án
CCS Hòa Lạc	Khu Công nghệ cao Hòa Lạc, Thạch Thất, Hà Nội	3.9 ha	Phát triển tổ hợp nghiên cứu R&D cho công nghệ lõi, phát triển phần mềm, an ninh thông tin, Cloud, bổ sung hạ tầng số.	2,287	50 năm kể từ khi có quyết định giao đất
CCS Đà Nẵng	phường Xuân Hòa, quận Cẩm Lệ, Đà Nẵng	17.3 ha	Phát triển tổ hợp không gian sáng tạo, tạo môi trường SXKD, đào tạo phát triển nguồn nhân lực R&D, hạ tầng số tại miền Trung	8,922	50 năm kể từ khi có quyết định PD trúng đấu giá

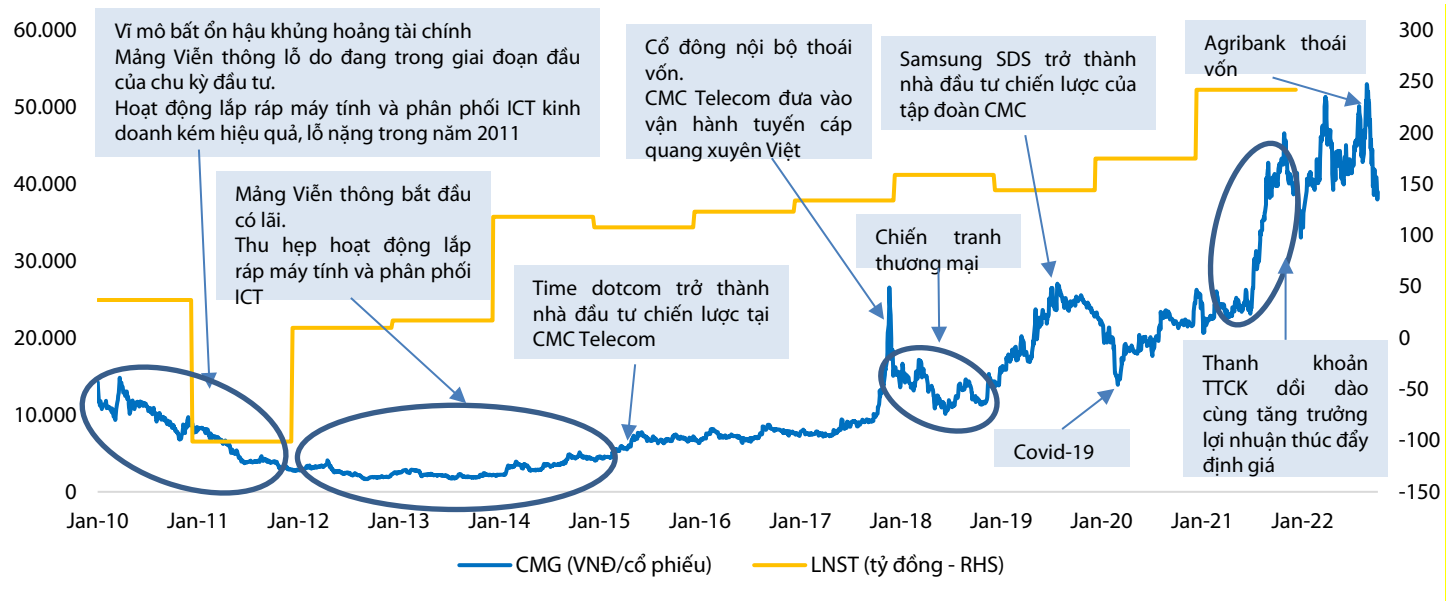
Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

Phân tích diễn biến giá cổ phiếu

CMG được niêm yết trên HOSE vào năm 2010. Trong giai đoạn 2010-2011, diễn biến cổ phiếu khá tiêu cực do HĐKD gặp khá nhiều khó khăn khi môi trường vĩ mô tiêu cực, lãi suất cho vay cao cùng với các mảng mới đầu tư là Viễn thông vẫn chưa tạo ra lợi nhuận trong khi các hoạt động lắp ráp máy tính và phân phối ICT kinh doanh kém hiệu quả. Giá cổ phiếu tạo đáy trong giai đoạn 2012-2014 nhờ lợi nhuận của công ty dần phục hồi khi mảng Viễn thông bắt đầu đóng góp lợi nhuận đáng kể cho Tập đoàn, cùng với định hướng tái cấu trúc mảng kinh doanh về phần cứng. CMG không chứng kiến nhiều sự thay đổi về định giá kể từ năm 2014 tới 2017, mặc dù CMC Telecom đã nhận được đầu tư chiến lược từ Time dotcom, doanh nghiệp Viễn thông lớn thứ 2 tại Malaysia, sở hữu lợi thế về các tuyến cáp quang quốc tế trong khu vực.

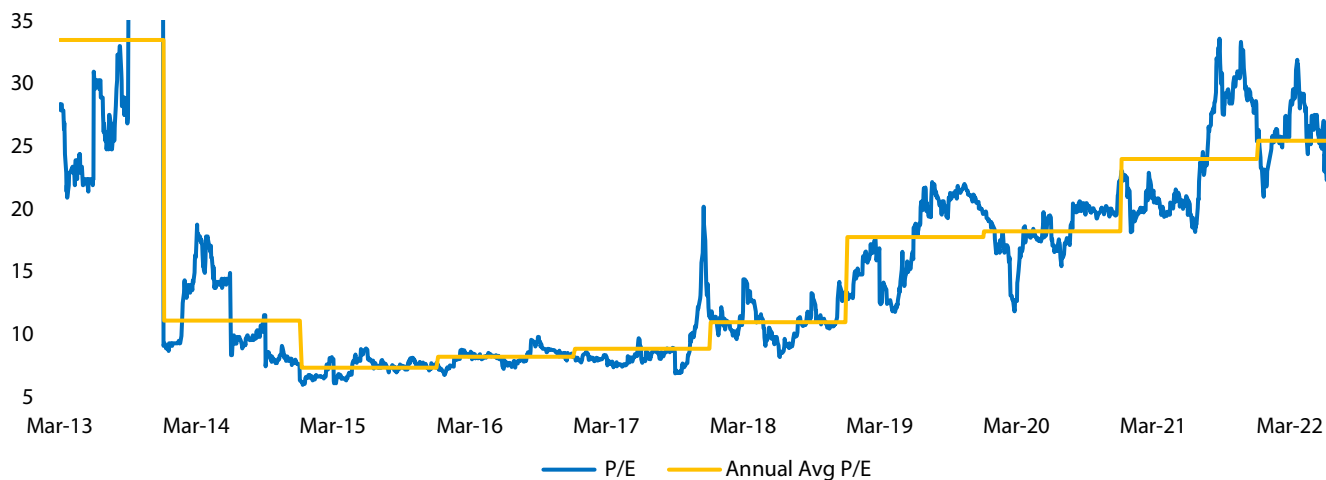
Cuối năm 2017, CMC Telecom chính thức đưa tuyến cáp quang xuyên Việt vào hoạt động, giúp công ty chủ động hơn về băng thông và hạn chế chi phí thuê ngoài từ các nhà cung cấp internet khác. Sự thay đổi căn cơ này đã khiến hệ số định giá của CMG tăng đáng kể và, qua đó, hỗ trợ đà tăng cho giá cổ phiếu. Từ 2018 tới nay, định giá của CMG liên tục tăng các năm. Chúng tôi cho rằng diễn biến này được dẫn dắt bởi xu hướng chuyển đổi số mạnh mẽ kết hợp với chiến lược tái cấu trúc tập đoàn bao gồm (1) chú trọng hơn cho việc phát triển xuất khẩu phần mềm, (2) đầu tư mạnh mẽ về hạ tầng viễn thông nhằm xây dựng nền tảng cung cấp các dịch vụ có hàm lượng công nghệ cao hơn, nhằm gia tăng doanh thu và biên lợi nhuận, (3) tiếp tục tinh giản các hoạt động có hiệu quả kém như phân phối hàng điện tử.

Hình 26: Tương quan diễn biến giá cổ phiếu, LNST và các sự kiện chính



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình: Lịch sử định giá P/E



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
Doanh thu thuần	5.181	6.290	7.195	8.324
Giá vốn	4.275	5.107	5.839	6.672
Lãi gộp	906	1.183	1.356	1.652
Chi phí bán hàng	372	465	540	624
Chi phí quản lý	283	364	432	499
Thu nhập từ HĐTC	90	93	132	166
Chi phí tài chính	77	75	123	147
Lợi nhuận khác	4	-29	0	0
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	22	24	25	26
Lợi nhuận trước thuế	290	367	419	573
Thuế TNDN	49	51	61	83
Lợi ích cổ đông thiểu số	66	76	83	117
Lợi nhuận sau thuế	175	240	274	373
EBIT	251	354	384	528
EBITDA	474	590	629	830

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
Tăng trưởng				
Doanh thu	6,7%	21,4%	14,4%	15,7%
EBITDA	11,8%	24,5%	6,7%	31,8%
EBIT	7,7%	41,0%	8,6%	37,5%
Lợi nhuận sau thuế	20,9%	36,9%	14,3%	36,0%
Tổng tài sản	7,2%	25,6%	10,4%	9,0%
Vốn chủ sở hữu	2,3%	10,3%	10,7%	13,2%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	17,5%	18,8%	18,8%	19,8%
EBITDA/ Doanh thu	9,1%	9,4%	8,7%	10,0%
EBIT/ Doanh thu	4,8%	5,6%	5,3%	6,3%
LNST/ Doanh thu	3,4%	3,8%	3,8%	4,5%
ROA	3,5%	3,8%	4,0%	5,0%
ROCE	8,3%	9,6%	8,9%	11,6%
ROE	8,9%	11,1%	11,4%	13,7%

Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	4,2	4,3	5,0	5,0
Vòng quay hàng tồn kho	18,2	11,1	14,7	14,7
Vòng quay khoản phải trả	3,2	2,8	3,3	3,3

Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,5	1,4	1,6	1,6
Nhanh	1,3	1,2	1,4	1,5

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	61,1%	75,8%	65,9%	56,9%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	30,9%	34,5%	35,6%	36,4%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	30,2%	41,3%	30,2%	20,5%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
Tiền	158	351	1.030	1.267
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.070	1.155	1.617	1.779
Các khoản phải thu	1.235	1.463	1.439	1.665
Tồn kho	235	461	398	455
Tài sản ngắn hạn khác	163	84	92	102
Tài sản cố định hữu hình	1.584	1.964	1.838	1.762
Tài sản cố định vô hình	145	401	534	529
Đầu tư tài chính dài hạn	126	68	77	86
Tài sản dài hạn khác	267	310	295	300
TỔNG TÀI SẢN	4.983	6.257	7.320	7.944
Tiền hàng phải trả và ứng trước	1.345	1.816	1.752	2.002
Vay và nợ ngắn hạn	606	747	854	989
Vay và nợ dài hạn	593	895	725	555
Khoản phải trả dài hạn khác	99	75	83	91
Quỹ khen thưởng phúc lợi	17	33	38	51
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	27	65
Tổng nợ	2.660	3.566	3.479	3.752
Vốn chủ sở hữu	1.600	1.690	2.100	2.100
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	228	245	477	794
Các quỹ	134	230	230	230
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	1.962	2.165	2.808	3.124
Lợi ích CĐTS	361	525	1.034	1.069

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
LNTT	290	369	419	573
Khấu hao	215	210	245	301
Các điều chỉnh	(16)	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(141)	48	(47)	(125)
Tiền thuần từ HĐKD	348	627	617	749
Thay đổi TSCĐ	(208)	(470)	(486)	(606)
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	(139)	(431)	9	9
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	22	24	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	(325)	(877)	(477)	(597)
Nhận/trả lại vốn góp	-	-	-	-
Vay mới/trả nợ vay	83	443	277	304
Cổ tức, LN trả cho CĐ	(161)	-	250	(220)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	(78)	443	528	84
Tiền đầu năm	213	158	362	1.030
Tiền thuần trong kỳ	(55)	193	668	237
Tiền cuối kỳ	168	362	1.030	1.267

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

Đỗ Thanh Tùng Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thảo Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Trịnh Thị Thu Hoài Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Thảo Trang Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
 ☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
 ☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
 ☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa
 ☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
 ☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

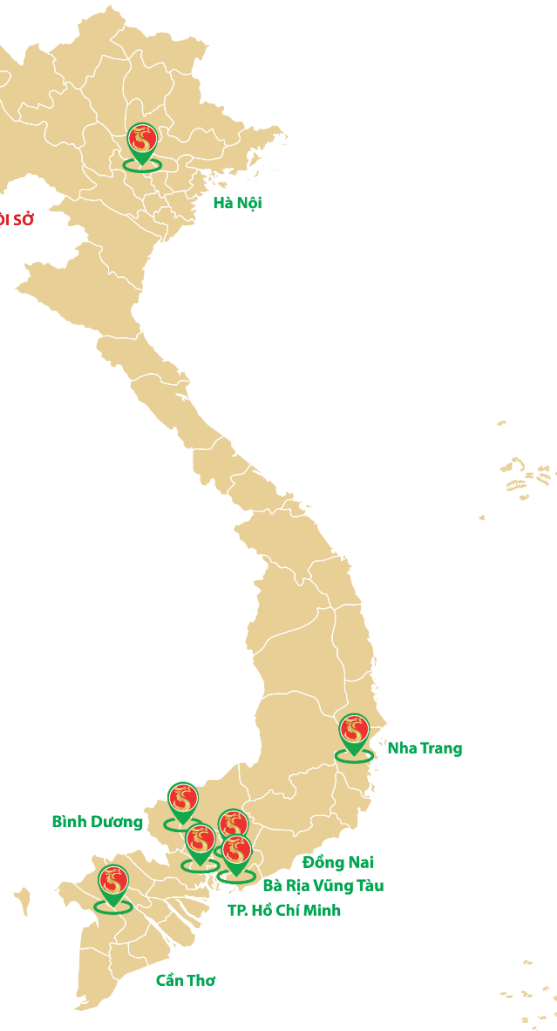
Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
 ☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
 ☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
 ☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các tổ chức, cá nhân bao gồm cả Rồng Việt Securities và các tổ chức, cá nhân có liên quan có thể sử dụng Bản báo cáo này như là một tài liệu tham khảo. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rồng Việt Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này. Bản báo cáo này do Bộ phận Phân tích của Rồng Việt Securities thực hiện một cách độc lập. Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rồng Việt Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rồng Việt Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rồng Việt Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rồng Việt Securities, 2022.**