



CMG – Khuyến nghị MUA MẠNH

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** trung và dài hạn cổ phiếu CMG với giá mục tiêu 1 năm là 15.668 đồng/cp, tăng 30,57% so với mức giá đóng cửa ngày 10/04/2015 dựa trên phương pháp định giá FCFF và PE.

Trong bối cảnh thị trường CNTT Viễn thông trong nước dần qua giai đoạn khó khăn khi nhóm khách hàng doanh nghiệp tăng giải ngân trở lại cho các dự án công nghệ và Quyết định 80/2014/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về thuê ngoài dịch vụ CNTT trong cơ quan nhà nước chính thức có hiệu lực từ ngày 15/02/2015, chúng tôi cho rằng CMG có khả năng tiếp tục phục hồi và đạt mức tăng trưởng cao. Với EPS 2015 được dự báo đạt 1.800 đồng, cổ phiếu CMG đang được giao dịch với PE forward 2015 là 6,67x, thấp hơn khá nhiều so với PE của VNIndex hiện là 12,41x. Quan điểm **Tích cực** của chúng tôi với cổ phiếu CMG dựa trên những điểm nhấn như sau:

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	15,668
Giá thị trường (24/03/2015)	12,000
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	66.24
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	735.29
Giá trị sổ sách/cp	10,060
Sở hữu nước ngoài (%)	0.98%
Giá hiện tại (đ/cp)	11,100
KLTB 10 ngày (cp)	221,789
Giá thấp nhất 52T (đ)	5,400
Giá cao nhất 52T (đ)	11,600
+/- 7 ngày qua	9.90%
+/- 1 tháng qua	18.09%

(1) Hết hoàn toàn lỗ lũy kế trong năm tài chính 2014 và các khoản dự phòng sẽ không còn đột biến bất thường: CMG dự kiến LNTT năm tài chính 2014 là 118 tỷ đồng, nhưng thực tế có thể vượt khoảng 17 tỷ đồng, qua đó giúp CMG xóa hoàn toàn lỗ lũy kế. Bên cạnh đó, khoản dự phòng nợ phải thu ngắn hạn khó đòi của CMG sẽ không còn đột biến như những năm gần đây, mà sẽ chỉ còn khoản trích lập thường xuyên đặc thù của mảng kinh doanh Viễn thông hộ gia đình. Chúng tôi đánh giá khoản trích lập thường xuyên này không có tác động trọng yếu đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

(2) Với hoạt động kinh doanh chủ lực là Viễn thông, CMG sẽ triển khai những chiến lược đầu tư dài hạn trong đó có đẩy mạnh đầu tư xây dựng hạ tầng để tăng hiệu quả hoạt động: CMG đang tiến hành đầu tư xây dựng hạ tầng truyền dẫn để phục vụ phát triển mảng Viễn thông (CMG sẽ đầu tư tuyến trục nội địa Bắc Nam trong năm 2015 và đưa tuyến cáp quang biển APG – CMG sở hữu 12,5% vào sử dụng thời điểm cuối năm 2015). Qua đó giúp giảm chi phí thuê kênh, tiến tới biên lợi nhuận trước thuế của mảng Viễn thông đạt 15% năm 2018 khi đã tích lũy đủ (hiện tại mức biên là khoảng 6%).

Dự báo KQKD 2015: Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2015 của CMG sẽ đạt 3.644 tỷ đồng (+15,47%yoy). Với chiến lược đẩy mạnh về Viễn thông và Gia công phần mềm trong năm 2015, chúng tôi ước tính LNTT 2015 của CMG sẽ đạt 183,64 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 119 tỷ đồng, tương ứng EPS = 1.800 đồng.

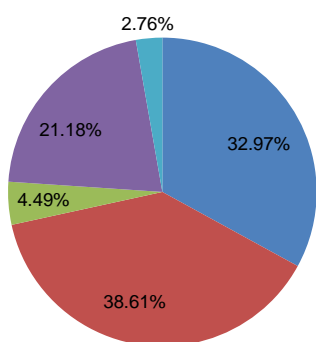
Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	9T2014
DTT (tỷ đ)	3,670.43	2,780.07	2,531.41	2,858.61	2,322.85
% tăng trưởng yoy		-24.26%	-8.94%	12.93%	
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,934.68	1,530.01	1,672.33	1,688.81	1,755.04
Vốn chủ sở hữu	688.84	583.09	577.16	587.36	666.60
Vốn điều lệ (tỷ đ)	635.36	673.42	673.42	673.42	673.42
LN gộp (tỷ đ)	409.13	262.40	341.33	430.28	356.20
LN sau thuế	34.68	(104.06)	9.78	23.37	86.23
Biên LN gộp	11.15%	9.44%	13.48%	15.05%	15.33%
ROE	5.03%	-17.85%	1.70%	3.98%	12.94%
ROA	1.79%	-6.80%	0.59%	1.38%	4.91%

Chuyên viên phân tích
Lương Thu Hương
Email: huonglt@bsc.com.vn
Tel: +84 4 39352722 (108)



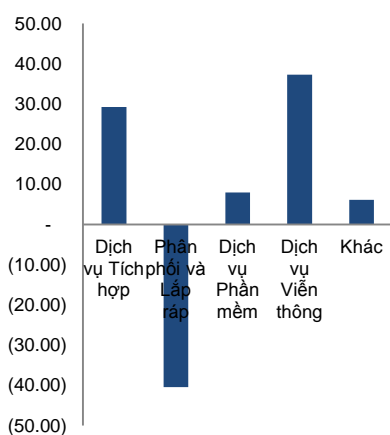
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

CMG là doanh nghiệp có vốn hóa lớn thứ 2 trong nhóm ngành Công nghệ thông tin – Viễn thông. Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp có nhiều chuyển biến tích cực trong năm tài chính 2014 (01/04/2014 - 31/03/2015). Chúng tôi cho rằng khả năng cao CMG sẽ hết lỗ lũy kế trong năm tài chính này.

Cơ cấu doanh thu CMG 2013


- Dịch vụ Tích hợp
- Phân phối và Lắp ráp
- Dịch vụ Phần mềm
- Dịch vụ Viễn thông
- Khác

(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

Cơ cấu LNTT CMG 2013 (tỷ đồng)


(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

CMG là doanh nghiệp có vốn hóa lớn thứ 2 trong nhóm ngành Công nghệ thông tin – Viễn thông. Được thành lập từ năm 1993 tại Hà Nội, sau hơn 21 năm phát triển hiện hoạt động kinh doanh của CMG tập trung chủ yếu vào 4 lĩnh vực: (1) Dịch vụ Phần mềm; (2) Tích hợp hệ thống; (3) Viễn thông và (4) Lắp ráp Phân phối. Cơ cấu tổ chức của doanh nghiệp gồm có 8 công ty con và 2 công ty liên kết:

Công ty con tại thời điểm 31/12/2014			
Lĩnh vực kinh doanh	Các Công ty con	Tỷ lệ lợi ích	Tỷ lệ quyền biểu quyết
Dịch vụ Phần mềm (CMC Soft)	Công ty TNHH Giải pháp Phần mềm CMC	100.00%	100.00%
	CTCP An ninh An toàn Thông tin CMC	76.00%	76.00%
	Công ty TNHH CMC Blue France (đã ngừng hoạt động)	100.00%	100.00%
Tích hợp hệ thống (CMC SI)	Công ty TNHH Tích hợp hệ thống CMC	100.00%	100.00%
	Công ty TNHH Tích hợp hệ thống CMC Sài Gòn	100.00%	100.00%
Viễn thông (CMC Telecom)	CTCP Hạ tầng Viễn thông CMC	73.20%	73.20%
Lắp ráp và Phân phối (CMC P&T)	Công ty TNHH Máy tính CMS	100.00%	100.00%
	Công ty TNHH Sản xuất và Thương mại CMC	100.00%	100.00%

(Nguồn: BCTC CMG 31/12/2014)

Công ty liên kết tại thời điểm 31/12/2014			
Lĩnh vực kinh doanh	Các Công ty liên kết	Tỷ lệ lợi ích	Tỷ lệ quyền biểu quyết
Viễn thông	CTCP NetNam	41.14%	41.14%
Dịch vụ Phần mềm	Công ty liên doanh Ciber - CMC	49.90%	49.90%

(Nguồn: BCTC CMG 31/12/2014)

Xét tổng thể, tình hình hoạt động kinh doanh của CMG đang có sự cải thiện rõ nét trong năm tài chính 2014¹. Tính đến thời điểm 31/12/2014, DTT 9T của CMG đạt 2322,85 tỷ đồng, tăng 9,91%yoy; trong khi đó LNST 9T 2014 lại tăng tới 185,82%yoy, đạt 86,23 tỷ đồng (nguyên nhân chủ yếu do biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 13,88% lên thành 15,33% và chi phí lãi vay giảm tới 39,31%yoy). Qua đó góp phần làm giảm lỗ lũy kế xuống còn -16,7 tỷ đồng². Chúng tôi đánh giá khả năng cao CMG sẽ không còn lỗ lũy kế trong năm nay với mục tiêu LNTT cả năm là 118,3 tỷ đồng.

Xét trong 4 mảng hoạt động, dịch vụ Viễn thông là mảng kinh doanh chủ lực của CMG, trong khi Lắp ráp và Phân phối là mảng yếu nhất. Cụ thể, lĩnh vực Viễn thông có đóng góp nhiều nhất trong cơ cấu LNTT của doanh nghiệp năm 2013 (93%) và sử dụng lực lượng lao động đông đảo nhất (51%). Trong khi đó mảng Phân phối và Lắp ráp hiện là nguyên nhân làm giảm tăng trưởng của toàn Công ty, mặc dù có đóng góp lớn nhất trong

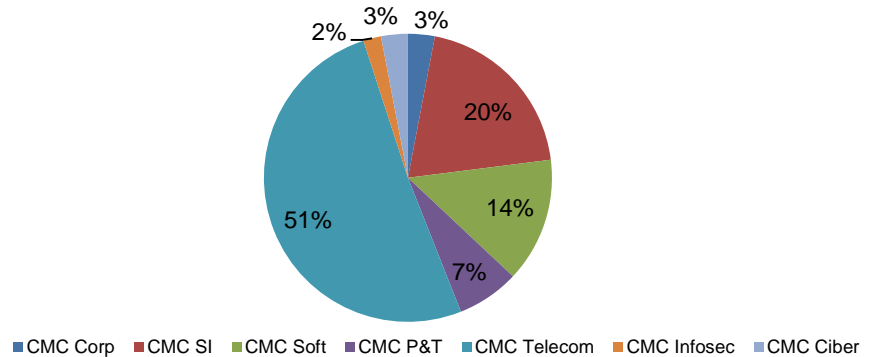
¹ Niên độ tài chính của CMG bắt đầu từ 01/04 năm trước đến 31/03 năm sau. Công ty bắt đầu thực hiện niên độ tài chính này từ năm tài chính 2011.

² Thời điểm 31/12/2014.

Chiến lược hiện nay của CMG là cung cấp trọn gói dịch vụ (Phần mềm, Tích hợp hệ thống và Viễn thông) cho doanh nghiệp

cơ cấu Doanh thu (38,61%) nhưng do các sản phẩm phân phối có mức lãi gộp giảm, đặc biệt là máy tính notebook lãi gộp -2%, thêm vào đó còn có các khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho và công nợ xấu tồn đọng nên LNTT của mảng này ở mức âm 40,5 tỷ đồng năm 2013, CMG đặt mục tiêu có lãi với mảng Lắp ráp Phân phối trong năm 2014.

Cơ cấu lao động CMG 2013



(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

Do hoạt động kinh doanh của CMG được chia thành 4 lĩnh vực riêng biệt nên chúng tôi sẽ tiến hành phân tích cụ thể cũng như đánh giá triển vọng tăng trưởng của từng lĩnh vực trong các năm tới.

I. Dịch vụ Viễn thông – Hoạt động kinh doanh chủ lực

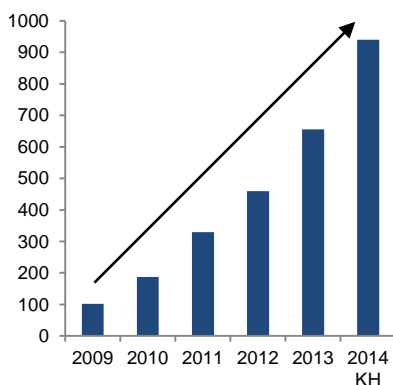
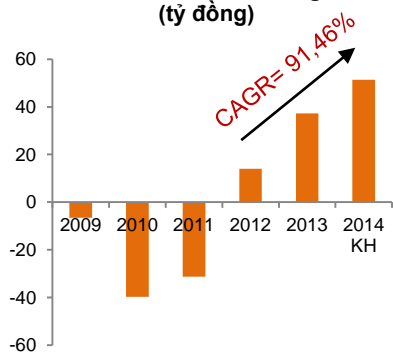
Khối Viễn thông gồm có 4 mảng là Dịch vụ Truyền dữ liệu, FTTx (internet cáp quang), Voip (nhận cuộc gọi từ nước ngoài bằng phương thức truyền giọng nói qua IP) và EoC (internet qua truyền hình cáp).

Cơ cấu tổ chức của khối Viễn thông có sự thay đổi lớn từ năm 2012. Trong năm tài chính 2012, Công ty cổ phần Dịch vụ Viễn thông CMC (vốn đầu tư của CMG là 134,94 tỷ đồng) đã sáp nhập vào chính Công ty con của mình là CTCP Hạ tầng Viễn thông CMC. Sau đó CTCP Hạ tầng Viễn thông CMC trở thành công ty con trực tiếp của CMG và hiện tại khối viễn thông của CMG chỉ gồm CTCP Hạ tầng Viễn thông CMC (công ty con trực tiếp – vốn đầu tư 184,54 tỷ đồng) và Công ty cổ phần Net Nam (công ty liên kết – vốn đầu tư 7,26 tỷ đồng).

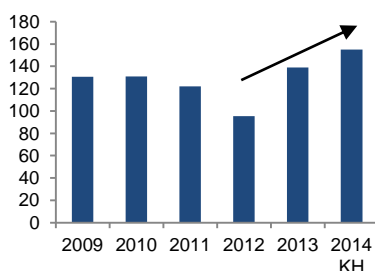
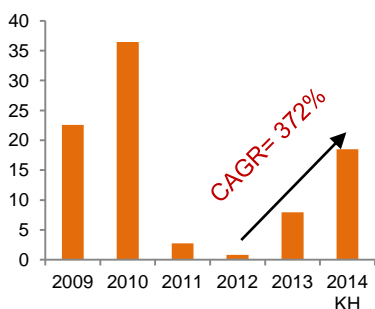
Là lĩnh vực có nhiều tiềm năng tăng trưởng trong những năm tới. CMG bắt đầu triển khai lĩnh vực Dịch vụ Viễn thông từ cuối năm 2007. Xét trong giai đoạn 5 năm từ 2009 – 2013, DTT của khối Viễn thông tăng trưởng mạnh với CAGR đạt 59,45%. Hoạt động kinh doanh bắt đầu có lợi nhuận từ năm 2012 nhờ việc triển khai dịch vụ Điện toán đám mây tại Việt Nam và mở rộng triển khai dịch vụ Internet trên truyền hình cáp (hợp tác với các đài truyền hình cáp địa phương và đặc biệt là VTVcap – đối tác chiếm thị phần lớn về truyền hình cáp và có hạ tầng rộng). Trong hai năm 2012 và 2013, LNTT của khối Viễn thông tăng trưởng với tốc độ rất cao, đạt lần lượt 145%yoy và 166%yoy. Dự kiến LNTT chưa loại trừ hợp nhất của khối Viễn thông sẽ đạt 59 tỷ trong năm tài chính 2014, vượt kế hoạch đề ra ở mức 51 tỷ đồng.

Dịch vụ Truyền dữ liệu và FTTx cho doanh nghiệp là những mũi nhọn dài hạn của khối Viễn thông. Hai mảng Truyền dữ liệu và FTTx với khách hàng khối doanh nghiệp (chủ yếu là các tổ chức tài chính, cơ quan nhà nước) mang lại lợi nhuận nhiều nhất và sẽ có tiềm năng trong dài hạn khi CMG đưa vào sử dụng hệ thống cáp quang biển APG và trục viễn thông Bắc Nam giúp biên lợi nhuận cải thiện. Tập khách hàng của hai mảng này cũng đang được mở rộng, CMG đang chiếm 50% số khách hàng là các ngân hàng thương mại cổ phần tại Sài Gòn.

Mảng Internet qua truyền hình cáp (EoC) có tập khách hàng lớn nhưng sẽ khó tăng trưởng mạnh. CMG đang hợp tác với VTVcap để triển khai dịch vụ internet qua truyền hình cáp cho hộ gia đình, chủ yếu tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Tỷ lệ chia doanh thu hiện tại với VTVcap là 25%. Xét chung về thị trường truyền hình cáp, theo sách trắng CNTT xuất bản năm 2014, tổng số thuê bao truyền hình cáp là 5,57 triệu (cuối năm 2013) và số thuê bao internet qua truyền hình cáp chỉ là 221.966 thuê bao. Chúng tôi đánh giá, mặc dù đa phần khách hàng sử dụng truyền hình cáp đều đã lắp đặt internet từ trước, nhưng CMG vẫn có thể khai thác hiệu quả

Doanh thu khối Viễn thông (tỷ đồng)

LNTT khối Viễn thông (tỷ đồng)


(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

Doanh thu khối Phần mềm (tỷ đồng)

LNTT khối Phần mềm (tỷ đồng)


(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

tập khách hàng này bằng việc phát triển thêm những dịch vụ đi kèm (tương tự như FPT có thêm dịch vụ FPT Play HD cung cấp cho người dùng kho phim và các chương trình giải trí mới nhất,...).

CMG đang và sẽ tập trung đẩy mạnh khối Viễn thông bằng cách tăng nhân sự, tăng đầu tư cho hạ tầng và các chiến lược đầu tư khác:

(1) Tăng đầu tư cho hạ tầng Viễn thông, hướng tới biên lợi nhuận trước thuế của khối viễn thông đạt 15% vào năm 2018 (hiện là 5 – 6%): Dự án cáp quang biển APG (CMG đóng góp 12,5% vốn đầu tư) sẽ được hoàn thành cuối năm 2015; ngoài ra trong năm 2015, CMG sẽ đầu tư xây dựng trục Bắc Nam nội địa, qua đó sẽ giúp giảm 1/3 chi phí thuê kênh.

Hiện tại CMG đang có kết nối quốc tế qua 3 đường truyền là cáp quang biển AAG, một đường truyền qua Hongkong và một đường truyền qua Campuchia. Đáng chú ý, lưu lượng của CMG qua tuyến cáp quang biển AAG chỉ chiếm khoảng 10%, nên sự cố đứt cáp quang biển vừa qua không ảnh hưởng tới chất lượng dịch vụ của CMG. Tuy nhiên, CMG chưa có hệ thống đường truyền Bắc Nam, Tập đoàn dự kiến sẽ tiến hành đầu tư tuyến trục nội địa trong năm nay với capex khoảng 4 triệu USD.

(2) Nhân sự mảng Viễn thông chiếm đa số trong cơ cấu nhân lực của CMG: tính từ năm 2010, nhân sự mảng Viễn thông chỉ chiếm 25,7% trong cơ cấu nhân sự của CMG; nhưng tới năm 2013 – 2014, nhân lực khối Viễn thông đã chiếm tới 51% trên tổng số lao động của Tập đoàn. Qua đó cho thấy sự đầu tư về con người để đẩy mạnh mảng Viễn thông của CMG.

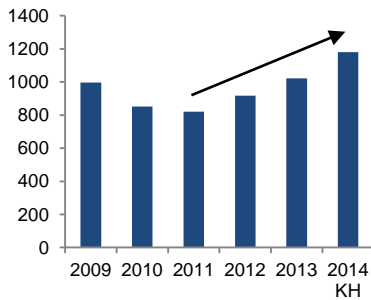
II. Dịch vụ Phần mềm – Đẩy mạnh hoạt động Outsourcing

CMC tham gia vào lĩnh vực nghiên cứu và phát triển phần mềm từ năm 1996. Doanh thu và lợi nhuận sụt giảm mạnh trong những năm 2011 – 2012 do các nguyên nhân tiêu cực từ thị trường CNTT nói chung và đặc biệt khối khách hàng Chính phủ bị cắt giảm nhiều. Hoạt động của khối phần mềm đã chuyển biến tích cực trở lại từ năm tài chính 2013 với DT tăng 45,84%yoy và LNTT tăng trưởng 855,18%yoy. Ước tính LNTT của khối Phần mềm có thể đạt 18 – 20 tỷ đồng năm 2014 (chưa loại trừ hợp nhất).

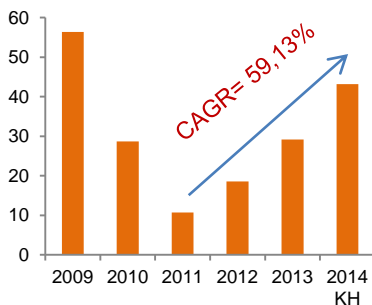
Sản phẩm dịch vụ và Đối tác công nghệ của CMG: CMG chuyên nghiên cứu, phát triển và cung cấp các giải pháp trong lĩnh vực ngân hàng bảo hiểm, hải quan, thuế, giáo dục như: giải pháp quản lý văn bản eDocman, C-office, phần mềm kế toán doanh nghiệp CeAC, phần mềm quản trị nguồn nhân lực... CMG đã liên doanh với đối tác nước ngoài thành lập liên doanh Ciber – CMC với mục đích cung cấp dịch vụ và nhân lực cho thị trường ERP. Bên cạnh đó, CMG – Software hiện đang là đối tác công nghệ của Microsoft, IBM, Oracle, SAP...

Mảng Giải pháp phần mềm trúng thầu nhiều dự án thuộc khối Nhà nước. Khách hàng chủ yếu là khối Nhà nước như Bộ Tài chính, Tổng cục Thuế, ĐH Sư phạm kỹ thuật Vinh, ĐH Sư phạm kỹ thuật Hưng Yên; khối tài chính như Techcombank, Vietin Bank. Đáng chú ý, cuối năm 2014, CMG đã liên tiếp trúng nhiều gói thầu thuộc dự án lớn của Tổng cục Thuế tạo thuận lợi cho hoạt động của năm 2015. Bên cạnh đó, CMG cũng ký kết được gói thầu trị giá 22 tỷ đồng là giải pháp phần mềm Quản lý văn bản cho Bộ Tài chính, đây được đánh giá là hợp đồng có giá trị lớn với khối phần mềm.

Mảng Outsourcing được đẩy mạnh phát triển trong năm 2015. Đây là

Doanh thu khối Tích hợp (tỷ đồng)


(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

LNTT khối Tích hợp (tỷ đồng)


(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

mục tiêu trong năm 2015 của CMG với khối Phần mềm. Các khách hàng chủ yếu của dịch vụ Gia công phần mềm chủ yếu là Hàn Quốc và Nhật Bản. Qua đó, dự kiến LNTT của cả khối Dịch vụ Phần mềm sẽ tăng 25 – 30% trong năm tài chính 2015.

III. Dịch vụ Tích hợp – Tăng trưởng ổn định

Khối Tích hợp chiếm tỷ trọng lớn thứ 2 trong cơ cấu DT và LNTT của CMG. Chúng tôi đánh giá hoạt động của khối Tích hợp rất khả quan trong bối cảnh thị trường CNTT gặp nhiều khó khăn, Chính phủ thắt chặt các khoản đầu tư cho công nghệ, các doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ Tích hợp liên tục đạt tăng trưởng âm. Trong khi đó, giai đoạn 2011 – 2014 (dự kiến), LNTT của CMG đạt tăng trưởng CAGR 59,13%, và theo kế hoạch đạt 43 tỷ đồng trong năm 2014 (+47,82%yoy), tốc độ tăng trưởng của LNTT cao hơn tốc độ tăng trưởng của Doanh thu.

Sản phẩm dịch vụ và khách hàng của khối Tích hợp: chuyên tư vấn, thiết kế, triển khai giải pháp tích hợp hạ tầng CNTT và các giải pháp CNTT tổng thể cho khối cơ quan Chính phủ, khối doanh nghiệp, khối tài chính như công thông tin, mua sắm điện tử, giải pháp quản lý nghiệp vụ thẻ, vay – cho vay,... Các khách hàng trong thời gian qua của khối Tích hợp là Viettel Telecom, Đại học Bách Khoa Hà Nội, Vinecom, bảo hiểm Bảo Minh. Ngoài ra, thêm một tín hiệu tích cực là thời điểm cuối năm 2014, CMG vừa ký được dự án triển khai cây ATM cho ngân hàng Nông Nghiệp trị giá 130 tỷ đồng.

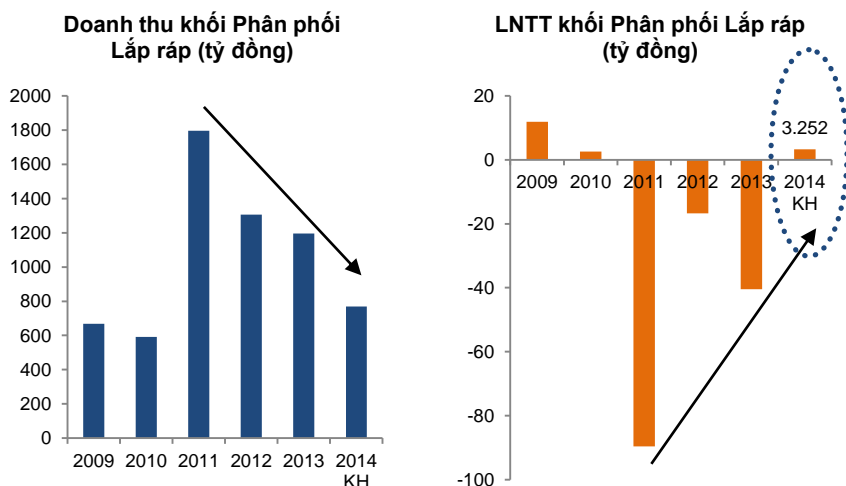
Dự kiến không có đột biến lớn về hoạt động kinh doanh. Trong năm 2015, dự kiến khối Tích hợp sẽ không có đột biến lớn về hoạt động cốt lõi, CMG chỉ đẩy mạnh khai thác mảng dịch vụ (services) trên cơ sở phần cứng đã thực hiện cho khách hàng, nên doanh thu và lợi nhuận sẽ ổn định. Dự kiến LNTT tăng trưởng 10 – 15% trong năm 2015.

IV. Dịch vụ Phân phối Lắp ráp – Có lợi nhuận sau khi Tái cơ cấu

Là khối kém nhất trong 4 khối kinh doanh của CMG. Từ năm 2011, khi thị trường CNTT thế giới và trong nước bắt đầu rơi vào giai đoạn khó khăn, khối Phân phối Lắp ráp của CMG cũng bắt đầu lao dốc về cả doanh thu lẫn LNTT. Lợi nhuận liên tục âm trong giai đoạn 2011 – 2013 và là nguyên nhân chính làm giảm tăng trưởng chung của cả tập đoàn.

Lợi nhuận cải thiện mạnh trong năm tài chính 2014, chuyển từ lỗ sang lãi sau khi tái cơ cấu: Trong những năm gần đây CMG đã tái cơ cấu sáp nhập khối sản xuất máy tính và khối thương mại vào một khối chung, co gọn nhân sự. Hoạt động chủ yếu của khối Phân phối – Lắp ráp hiện là lắp ráp máy tính CMS, phân phối máy tính và linh kiện qua các chuỗi bán lẻ như Trần Anh, FPTshop... Ngoài ra, CMG cũng cung cấp máy tính và linh kiện cho các dự án giáo dục - đào tạo tại các tỉnh.

Hoạt động kinh doanh của khối Phân phối Lắp ráp được cải thiện từ năm 2014. Theo kế hoạch trong BCTN 2014, CMG đặt mục tiêu LNTT 3,25 tỷ đồng, nhưng thực tế đạt được tới 12 tỷ đồng, trong đó đã trích lập dự phòng gần 6 tỷ đồng. Dự kiến LNTT 2015 sẽ đạt khoảng 15 – 16 tỷ đồng.



(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

TRIỂN VỌNG NGÀNH VIỄN THÔNG - CNTT

Theo dự báo của IDC, doanh thu lĩnh vực Viễn thông toàn cầu sẽ tăng trưởng 3% trong năm 2015, đạt 1,9 nghìn tỷ USD; trong đó Châu Á Thái Bình Dương sẽ là khu vực có tốc độ tăng trưởng cao nhất Thế giới, đạt 5% trong năm 2015.

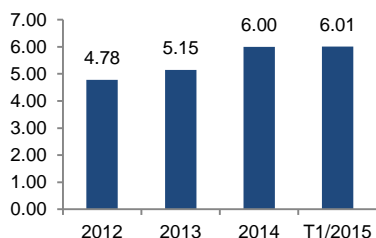
TỔNG QUAN VỀ NGÀNH CNTT – VIỄN THÔNG VIỆT NAM

Theo sách Trắng về CNTT-Truyền thông Việt Nam được công bố ngày 27/10/2014, mặc dù tình hình kinh tế những năm gần đây gặp nhiều khó khăn, đầu tư cho Công nghệ thông tin – Viễn thông bị cắt giảm nhưng Ngành vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng nhanh và bền vững.

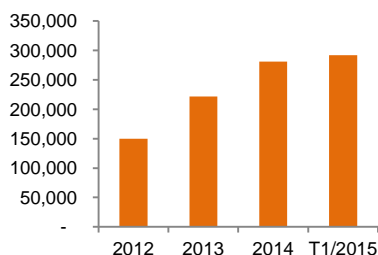
Chúng tôi cho rằng ngành CNTT – Viễn thông sẽ có nhiều triển vọng tăng trưởng tốt trong năm 2015 khi nhóm khách hàng doanh nghiệp trong nước bắt đầu giải ngân trở lại cho đầu tư Công nghệ và Quyết định 80/2014/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về thuê ngoài dịch vụ CNTT trong cơ quan nhà nước chính thức có hiệu lực từ ngày 15/2/2015 giúp tiết giảm chi phí cho cơ quan Nhà nước và tạo cơ hội phát triển cho thị trường Công nghệ.

Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích ba lĩnh vực là Công nghiệp Phần mềm, Tích hợp hệ thống và Viễn thông – Internet băng rộng cố định là những mảng hoạt động kinh doanh chính của CMG. Cụ thể:

Tổng số thuê bao Internet băng rộng cố định (triệu thuê bao)



Số thuê bao truy nhập Internet qua hệ thống truyền hình Cáp

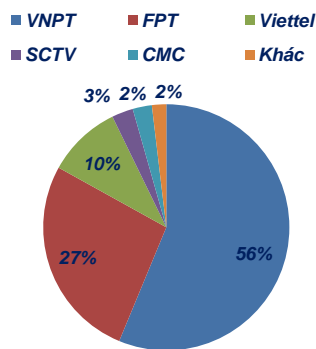


(Nguồn: Cục Viễn thông, BSC tổng hợp)

(1) Lĩnh vực Công nghiệp Phần mềm: Trong giai đoạn 2009 – 2013, tăng trưởng doanh thu của khối công nghiệp phần mềm đạt CAGR 12,49%, tăng từ mức 850 triệu USD năm 2009 lên mức 1,36 tỷ USD năm 2013. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng ngành Công nghiệp phần mềm sẽ vẫn duy trì được đà tăng trưởng tốt trong các năm tới khi Việt Nam hiện vẫn nằm trong top 10 nước gia công phần mềm hấp dẫn nhất khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, trong đó, Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội tiếp tục nằm trong nhóm 20 và 30 thành phố gia công phần mềm hấp dẫn nhất thế giới.

(2) Lĩnh vực Tích hợp Hệ thống: Trong những năm gần đây, do tình hình kinh tế khó khăn, đầu tư cho Công nghệ bị cắt giảm nên các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực Tích hợp hệ thống gặp nhiều khó khăn (dự án chậm triển khai, chậm giải ngân,..., đặc biệt là các dự án của nhà nước, dự án của các tổ chức tài chính, ngân hàng).

Chúng tôi cho rằng tình hình sẽ cải thiện tích cực hơn trong năm 2015 khi Chính phủ Việt Nam đã bắt đầu giải ngân trở lại cho việc đầu tư hạ tầng CNTT từ cuối năm 2014. Bên cạnh đó, phân khúc khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (phân khúc hiện nay của

Thị phần Internet băng thông rộng cố định - 2013 (Cục Viễn thông)


CMG) cũng sẽ tiếp tục tăng trưởng. Theo dự báo của IDC, chi tiêu cho công nghệ của các doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ tăng trung bình 5,1% trên toàn cầu và đạt 6,5% tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương.

(3) Lĩnh vực Viễn thông – Internet băng rộng cố định: tổng số thuê bao Internet băng rộng cố định đạt mức tăng trưởng 12,1% trong giai đoạn 2012 – 2014, và hiện đạt trên 6 triệu thuê bao thời điểm cuối tháng 1/2015. Chúng tôi nhận định thị trường Internet băng rộng cố định sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững khi hệ thống hạ tầng trong nước đang được các doanh nghiệp mở rộng và hoàn thiện qua từng năm; tỷ lệ người dùng internet mới chiếm 37% dân số cả nước (theo sách Trắng CNTT 2014), cùng với đó, giá cước internet của Việt Nam gần như thấp nhất toàn cầu, được xếp hạng 8/148 (theo xếp hạng được công bố trong báo cáo CNTT toàn cầu của Diễn đàn Kinh tế Thế giới) cũng sẽ là động lực cho tăng trưởng.

Màng kinh doanh Internet qua hệ thống truyền hình cáp: Trong 3 năm trở lại đây, số thuê bao truy nhập Internet qua hệ thống truyền hình cáp đạt tốc độ tăng trưởng lên tới 36,9% (2012 – 2014) và đạt số lượng thuê bao 291.841 thời điểm chốt tháng 1/2015.

VỊ THẾ CỦA CMG TRONG NGÀNH – VỐN HÓA LỚN THỨ 2

Trong tổng số 16 mã niêm yết trên HNX và HSX thuộc ngành Công nghệ Thông tin – Viễn thông, FPT là doanh nghiệp duy nhất có hoạt động kinh doanh tương đồng với CMG về lĩnh vực kinh doanh cũng như đối tượng khách hàng chính.

DN	VĐL (tỷ đồng) 31/12/2014	TTS (tỷ đồng) 31/12/2014	DTT 12T 2014 (tỷ đồng)	Tỷ lệ biên theo Doanh thu (01/01/2014 – 31/12/2014)					ROA 12T2014	ROE 12T2014	PE 23/03/2014	PB 23/03/2014
				LN Gộp	Cp bán hàng	Cp QLDN	Cp lãi vay	LNST				
CMG	673	1,755	3,159	14.75%	7.14%	4.16%	1.26%	2.68%	4.82%	12.68%	9.55	1.13
FPT	3,440	22,658	32,645	19.22%	5.22%	6.69%	0.51%	6.37%	9.18%	26.27%	10.43	2.15

(Nguồn: BSC tổng hợp)

	2014	CMG	FPT
Viễn thông	Doanh thu	939.99	4,822.27
	LNTT	51.30	936.03
	Biên LNTT	5.46%	19.41%
Phần mềm	Doanh thu	154.94	4,360.85
	LNTT	18.51	603.32
	Biên LNTT	11.95%	13.83%
Tích hợp	Doanh thu	1,180.00	2,918.52
	LNTT	43.13	136.68
	Biên LNTT	3.65%	4.68%
Sản xuất, Phân phối	Doanh thu	768.72	22,851.20
	LNTT	3.25	588.83
	Biên LNTT	0.42%	2.58%

Lưu ý cho bảng so sánh các khối kinh doanh của CMG và FPT:

- Số liệu trong bảng so sánh các khối kinh doanh là của năm tài chính 2014 và chưa loại trừ hợp nhất. Với FPT là kỳ kế toán từ 01/01/2014 – 31/12/2014 và với CMG là từ 01/04/2014 – 31/03/2015.
- Số liệu của CMG là số liệu kế hoạch của cả năm 2014 lấy trong BCTN 2013.

Biên lợi nhuận của CMG thấp chủ yếu do thiếu hạ tầng Viễn thông, số lượng thuê bao thấp và mức biên thấp từ khối Phân phối lắp ráp: Có thể thấy rõ khi so sánh với FPT, biên LNG và biên LN thuần của CMG hiện đang thấp hơn khá nhiều. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính do **(1)**



CMG chưa có đủ cơ sở hạ tầng Viễn thông như FPT (trục Bắc Nam và trục quốc tế) và còn phải đi thuê hạ tầng của doanh nghiệp khác, nên khoảng cách biên lợi nhuận khá xa. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của CMG sẽ được cải thiện khi hệ thống trục viễn thông được đầu tư và đưa vào hoạt động trong những năm tới, hướng tới biên lợi nhuận khối Viễn thông đạt 15% vào năm 2018. **(2)** Với thị phần Internet băng rộng cố định chiếm khoảng 2%, số lượng thuê bao của CMG thấp hơn của FPT rất nhiều (FPT chiếm khoảng 27%), dẫn đến tỷ trọng chi phí trên doanh thu của CMG cao hơn. **(3)** Ngoài ra, biên lợi nhuận của khối Phân phối Lắp ráp đang rất thấp trong khi lại là khối có đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của CMG.

Tỷ lệ chi phí hoạt động trên DTT của CMG ở mức tương tự như FPT:

Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí QLDN chiếm khoảng 11,31% tổng DTT trong khi tỷ lệ này của FPT năm 2014 là 11,9%. Tỷ lệ của FPT cao hơn do trong năm qua FPT có mở thêm 63 cửa hàng bán lẻ mới (FPTshop).

CMG có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ở mức rất cao: Xét trong giai đoạn 2012 – 2014 (số liệu so sánh của CMG đã được chuyển về cùng khoảng thời gian với năm tài chính của FPT), tài sản của CMG giảm 2,03% nhưng DTT lại tăng trưởng CAGR đạt 7,83%. Đáng chú ý, LNG đạt tăng trưởng CAGR 30,41% và LNST tăng từ mức lỗ 56 tỷ đồng năm 2012 lên thành lãi 84,6 tỷ đồng năm 2014. Qua đó cho thấy quá trình tái cơ cấu các bộ phận kinh doanh đã đem lại hiệu quả tốt.

Với FPT, mặc dù doanh nghiệp cũng đạt mức tăng trưởng khá tốt với DTT và LNG lần lượt là 15,21% và 15,63% nhưng tăng trưởng LNST chỉ đạt CAGR là 2,33%.

Đáng chú ý, khối Tích hợp của CMG đạt tăng trưởng mạnh trong giai đoạn khó khăn chung của thị trường: giai đoạn 2011 – 2014, LNTT của CMG tăng từ mức 10,7 tỷ đồng lên mức 43 tỷ đồng, tương ứng CAGR = 59,13%. Trong khi đó, LNTT mảng tích hợp của FPT đã giảm mạnh từ 395,5 tỷ đồng, xuống chỉ còn 136,7 tỷ đồng, tương ứng với mức giảm CAGR 65,44%. Do là thời kỳ khó khăn chung của ngành CNTT, nên đa phần mảng kinh doanh Tích hợp của các doanh nghiệp trong nước đều giảm hoặc khó tăng trưởng.

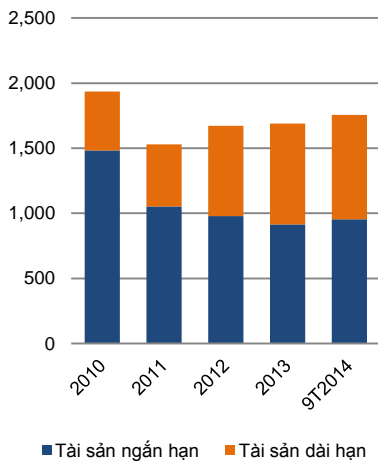
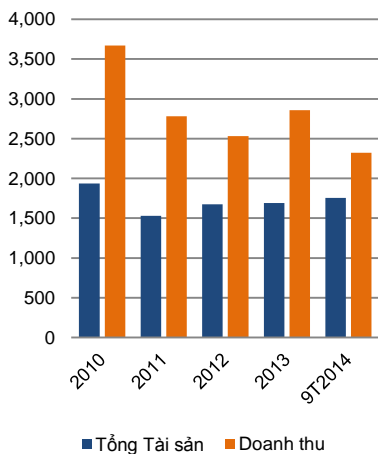
TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Để đánh giá về hiệu quả hoạt động kinh doanh cũng như sự hồi phục sau giai đoạn khó khăn (2011 – 2012) của ngành CNTT Viễn thông nói chung và CMG nói riêng, chúng tôi sẽ tập trung phân tích trên 3 điểm chính sau: **(1)** Cơ cấu Tài sản, **(2)** Khả năng sinh lời và **(3)** Năng lực hoạt động.

Niên độ tài chính của CMG bắt đầu từ 01/04 đến 31/12 hằng năm. Công ty bắt đầu thực hiện niên độ tài chính này từ năm tài chính 2011.

Cơ cấu Tài sản – Xu hướng tăng tỷ trọng tài sản dài hạn: Tỷ trọng tài sản ngắn hạn trong cơ cấu tổng tài sản giảm dần từ mức 76% xuống còn khoảng 54% trong khoảng 5 năm trở lại đây. Điều này được giải thích bởi việc tăng tỷ trọng đầu tư cho hạ tầng viễn thông và hướng tới là khối kinh doanh chủ chốt của CMG trong những năm gần đây. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng tài sản dài hạn trên tổng tài sản sẽ tăng trong các năm tới do CMG tiếp tục tăng đầu tư cho hạ tầng Viễn thông. Chỉ số DTT/TTS luôn lớn hơn 1 cho thấy tình hình kinh doanh khả quan.

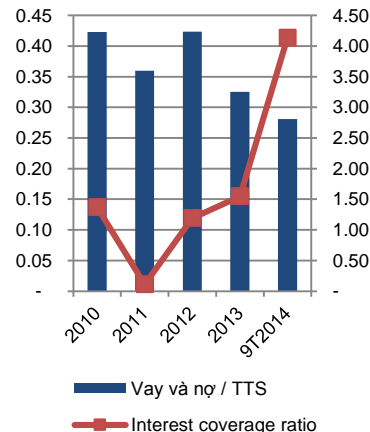
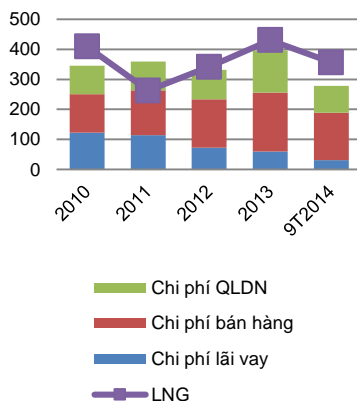
Khả năng sinh lời – LNG và LNTT đạt mức tăng trưởng ấn tượng: biên lợi nhuận gộp của CMG được cải thiện đáng kể, từ mức biên chỉ 9,44% năm tài chính 2011, được tăng dần qua các năm và đạt 15,33% trong 9T2014. Cùng với đó, tổng giá trị của chi phí hoạt động (chi phí lãi vay, chi

Cơ cấu TTS

Tăng trưởng TTS và DTT


(Nguồn: CMG, BSC tổng hợp)

phí bán hàng, chi phí QLDN) trên Lợi nhuận gộp đã giảm từ mức 1,37 (2011) xuống còn 0,78 (9T2014) cho thấy hiệu quả trong hoạt động kinh doanh cốt lõi. Do đó, LNTT đã tăng trưởng ấn tượng từ mức lỗ 101,56 tỷ (2011) lên 95 tỷ đồng (9T2014).

Khả năng trả nợ (interest coverage ratio) cũng được cải thiện vượt bậc từ 0,11 (2011) lên 4,13 (9T2014), tăng mạnh hơn mức giảm của Vay và nợ trên Tổng Tài sản, cho thấy khả năng trả lãi vay được cải thiện tích cực, đảm bảo an toàn tài chính cho doanh nghiệp.

LNG và các chi phí hoạt động


Năng lực hoạt động – Cải thiện nhờ Vòng quay tiền giảm và Giảm trích lập dự phòng: đánh giá trong giai đoạn 2011 – 2013, vòng quay tiền (cash conversion cycle) giảm mạnh từ 100 ngày xuống còn 52 ngày cho thấy khả năng quy đổi ra tiền từ hoạt động kinh doanh ngày càng tích cực hơn. Đáng chú ý, công ty cho biết khoản dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi sẽ không còn tăng đột biến như những năm vừa qua, mà sẽ chỉ tăng đều đặn mỗi năm khoảng 1% doanh thu phát triển mới của dịch vụ Viễn thông gia đình (đây là khoản dự phòng đặc thù của ngành Viễn thông với dịch vụ gia đình do tình trạng khách hàng chuyển nhà, hủy hợp đồng,... mà không trả phí dịch vụ).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Những giả định chúng tôi sử dụng trong quá trình dự báo KQKD đều được căn cứ dựa trên chiến lược phát triển của CMG cũng như những dữ liệu trong quá khứ. Chúng tôi đặt giả định với quan điểm cẩn trọng.

Chúng tôi dự báo CMG sẽ đạt và có thể vượt mức LNTT mục tiêu của năm tài chính 2014: chúng tôi ước tính ở mức độ thận trọng, DTT 2014 có thể đạt 3.156 tỷ đồng (+10,4%yoy), với biên lợi nhuận gộp là 15,3% và các chi phí hoạt động không có gì đột biến, dự kiến LNTT của CMG sẽ đạt 122 tỷ đồng (vượt 4 tỷ đồng so với mức LNTT mục tiêu là 118 tỷ đồng). LNST của công ty mẹ ước đạt 97,77 tỷ đồng, tương đương EPS 2014 = 1.478 đồng.

Với năm tài chính 2015, CMG sẽ có nhiều chiến lược đầu tư cho khối Viễn thông. Trong đó, đường truyền cáp quang biển APG cũng sẽ được đưa vào khai thác (thời điểm cuối năm), CMG cũng sẽ tiến hành đầu tư trực tiếp viễn thông Bắc Nam nhằm giảm chi phí thuê kênh. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu cũng như LNTT của khối Viễn thông sẽ được cải thiện. Bên cạnh đó, mảng gia công phần mềm cũng sẽ được đẩy mạnh, các mảng

kinh doanh còn lại tăng trưởng ổn định.

Chúng tôi dự báo DTT 2015 sẽ đạt 3.644 tỷ đồng (+15,47%yoy), LNTT 2015 ước đạt 183,64 tỷ đồng, LNST cổ đông công ty mẹ có thể đạt 119 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2015 = 1.800 đồng.

Trong các năm 2016 – 2019, với sự hoàn thành đầu tư hạ tầng viễn thông (cáp quang biển và trục Bắc Nam) chúng tôi dự báo biên lợi nhuận trước thuế của khối Viễn thông sẽ tăng đáng kể từ mức 5 – 6% hiện nay lên mức 15% từ năm 2018 khi mảng kinh doanh này đã đạt tích lũy đủ. Ngoài ra, chúng tôi cũng lưu ý tới mảng gia công phần mềm của CMG sẽ tiếp tục được đẩy mạnh do định hướng phát triển của Tập đoàn và điều kiện thuận lợi là Việt Nam hiện vẫn nằm trong top những thị trường gia công phần mềm hàng đầu của Thế giới.

Chúng tôi dự đoán CMG sẽ bắt đầu trả cổ tức từ năm 2016, tỷ lệ cổ tức sẽ tăng dần từ mức 5% lên 30% vào năm 2019.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU CMG VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với hai phương pháp định giá là FCFF và PE, chúng tôi đặt trọng số mỗi phương pháp là 50 – 50 để xác định mức giá hợp lý trên 1 cổ phiếu CMG là 15.668 đồng/cp.

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	5.75%
beta	0.6
ke	9.35%
kd	10.50%
E/A	40.61%
D/A	59.39%
Tax rate	15%
WACC	9.08%
g	3.00%

(Nguồn: BSC)

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị MUA trung và dài hạn cổ phiếu CMG với giá mục tiêu 1 năm là 15.668 đồng/cp, tăng 30,57% so với mức giá đóng cửa ngày 10/04/2015.

Định giá theo phương pháp FCFF:

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF theo 2 giai đoạn là 2015 – 2019 và giai đoạn sau năm 2019.

Giai đoạn 1 (2015 – 2019): như đã đề cập trong phần dự báo kết quả kinh doanh, giai đoạn này biên lợi nhuận của CMG sẽ được cải thiện mạnh nhờ đưa các trục viễn thông tự sở hữu vào hoạt động, giúp giảm chi phí thuê kênh. Chúng tôi cho rằng mảng Viễn thông và Gia công phần mềm sẽ được đẩy mạnh phát triển trong giai đoạn này.

Giai đoạn 2 (sau năm 2019): ở giai đoạn dài hạn, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của CMG là 3%.

Theo phương pháp định giá FCFF, giá trị hợp lý trên 1 cổ phiếu CMG sẽ là 15.138 đồng.

Định giá theo phương pháp PE:

Xét trong nhóm các doanh nghiệp ngành CNTT Viễn thông niêm yết trên HSX và HNX, PE trung vị của nhóm là khoảng 9,55, mức vừa phải so với tình hình thị trường hiện nay.

Với EPS 2015 ước tính đạt 1.800 đồng và PE để định giá cổ phiếu CMG lấy là 9,00, mức giá hợp lý cho một cổ phiếu CMG sẽ là 16.199 đồng/cp.

Tổng hợp 2 phương pháp định giá:

Chúng tôi đặt trọng số mỗi phương pháp là 50 – 50 để xác định mức giá hợp lý trên 1 cổ phiếu CMG là 15.668 đồng/cp.

PHỤ LỤC 1
Định giá cổ phiếu CMG theo phương pháp FCFE

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		7.58%	8.08%	8.58%	9.08%	9.58%	10.08%	10.58%
	0.5%	12,018	9,816	7,908	6,242	4,777	3,481	2,330
	1.0%	14,124	11,610	9,451	7,580	5,946	4,510	3,240
	1.5%	16,576	13,678	11,213	9,096	7,261	5,658	4,250
	2.0%	19,468	16,085	13,242	10,825	8,749	6,949	5,378
	2.5%	22,929	18,924	15,605	12,818	10,447	8,410	6,645
Giá cổ phần	3.0%	27,146	22,321	18,392	15,138	12,403	10,078	8,080
	3.5%	32,397	26,461	21,728	17,874	14,681	11,999	9,718
	4.0%	39,116	31,615	25,792	21,148	17,368	14,236	11,604
	4.5%	48,016	38,210	30,852	25,138	20,583	16,874	13,801
	5.0%	60,367	46,947	37,326	30,106	24,501	20,031	16,392
	5.5%	78,660	59,071	45,903	36,463	29,379	23,878	19,492

(Nguồn: BSC dự báo)

PHỤ LỤC 2 – Dự báo kết quả kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2014 F	2015 F	2016 F	2017 F	2018 F	2019 F
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,155.91	3,644.22	4,255.45	4,752.81	5,240.42	5,796.08
4. Giá vốn hàng bán	2,673.06	3,030.17	3,532.02	3,925.82	4,244.74	4,665.85
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	482.85	614.05	723.43	826.99	995.68	1,130.24
6. Doanh thu hoạt động tài chính	5.86	5.38	5.38	5.14	5.18	5.29
7. Chi phí tài chính	47.99	55.76	49.83	46.19	41.26	43.68
- Trong đó: Chi phí lãi vay	40.35	47.78	42.02	38.30	33.41	35.81
8. Chi phí bán hàng	215.35	248.67	290.38	324.32	357.60	395.51
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	121.79	140.63	164.22	183.41	202.23	223.67
10. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	103.59	174.36	224.38	278.20	399.78	472.67
11. Thu nhập khác	13.51	5.94	6.94	7.75	8.54	9.45
12. Chi phí khác	3.35	6.20	7.23	7.13	7.86	8.69
13. Lợi nhuận khác	10.16	(0.25)	(0.30)	0.62	0.68	0.76
14. Phần lãi (lỗ thuần) trong công ty liên doanh/liên kết	8.25	9.53	11.13	12.43	13.71	15.16
15. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	122.01	183.64	235.21	291.25	414.17	488.58
16. Chi phí thuế TNDN hiện hành	12.40	28.10	44.76	55.38	79.58	93.66
17. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	1.24	-	-	-	-	-
18. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	108.36	155.54	190.45	235.87	334.59	394.92
18.1 Lợi ích của cổ đông thiểu số	10.45	36.32	51.34	71.46	129.80	150.63
18.2 Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	97.91	119.23	139.11	164.41	204.79	244.30
17. Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1,478	1,800	2,100	2,482	3,091	3,688

(Nguồn: BSC dự báo)

PHỤ LỤC 3 – Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: Tỷ đồng	2014 F	2015 F	2016 F	2017 F	2018 F	2019 F
I - TÀI SẢN NGẮN HẠN	1,092.91	1,243.31	1,430.19	1,569.92	1,802.36	2,175.10
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	126.98	182.23	218.11	264.10	265.05	327.23
2. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	19.93	21.92	24.11	26.53	179.18	392.10
3. Các khoản phải thu ngắn hạn	597.22	689.62	779.81	823.42	855.50	899.84
4. Hàng tồn kho	184.33	159.64	186.42	208.20	229.56	253.91
5. Tài sản ngắn hạn khác	164.45	189.90	221.75	247.66	273.07	302.03
II - TÀI SẢN DÀI HẠN	844.32	932.83	981.04	1,057.36	1,110.35	1,005.35
1. Các khoản phải thu dài hạn	0.16					
2. Tài sản cố định	699.79	786.22	835.37	911.27	964.53	859.34
3. Lợi thế thương mại	5.31	5.35	5.62	5.43	5.47	5.50
4. Bất động sản đầu tư						
5. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	16.95	16.95	16.95	16.95	16.95	16.95
6. Tài sản dài hạn khác	122.10	124.30	123.10	123.70	123.40	123.55
Tổng cộng tài sản	1,937.23	2,176.14	2,411.24	2,627.27	2,912.71	3,180.45
I - NỢ PHẢI TRẢ	1,112.35	1,195.72	1,273.49	1,353.02	1,436.36	1,507.90
1. Nợ ngắn hạn	880.44	975.56	1,053.50	1,123.04	1,196.37	1,317.91
2. Nợ dài hạn	231.91	220.17	219.98	229.98	239.98	189.98
II - VỐN CHỦ SỞ HỮU	764.52	883.74	989.73	1,054.77	1,127.08	1,172.64
1. Vốn chủ sở hữu	764.52	883.74	989.73	1,054.77	1,127.08	1,172.64
2. Nguồn kinh phí và các quỹ khác						
III - LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	60.36	96.68	148.02	219.48	349.28	499.91
Tổng cộng nguồn vốn	1,937.23	2,176.14	2,411.24	2,627.27	2,912.71	3,180.45

(Nguồn: BSC dự báo)

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

