

Thông tin niêm yết			Mô hình dự báo lợi nhuận						
			Triệu đồng	FY2009F	y/y	FY2010F	y/y	FY2011F	y/y
Tên Cty: CTCP Tập Đoàn Công Nghệ CMC			Doanh thu	3,387,235	69.3%	4,582,321	35.3%	5,936,666	29.6%
Mã chứng khoán	CMG		LN trước thuế	148,761	32.5%	206,231	40.8%	304,592	47.7%
Số lượng CP niêm yết	63,536,267		LN sau thuế	125,327	42.5%	162,923	32.4%	240,628	47.7%
Số lượng CP lưu hành	63,536,267		Tỷ suất LN trước thuế	4.4%	-21.7%	4.5%	4.1%	5.1%	14.0%
Sở giao dịch	HOSE		Tỷ suất LN sau thuế	3.7%	-15.8%	3.6%	-2.1%	4.1%	14.0%
Ngày giao dịch đầu tiên	22/01/2010		EPS	1,905	-25.7%	2,432	27.7%	3,544	45.7%
Giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên	35,000đ		BVPS	11,427	8.1%	12,869	12.6%	15,011	16.6%
GT vốn hóa thị trường (triệu đồng)	2,223,769		ROA	5.7%	8.5%	5.9%	5.1%	7.3%	23.2%
GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	120.20		P/E (tại mức giá mục tiêu)	12.82	34.6%	14.09	-21.7%	9.67	-31.4%
Giới hạn nắm giữ của NGTNN	49%		P/B (tại mức giá mục tiêu)	2.14	-7.5%	2.66	-11.2%	2.28	-14.3%
Nguồn: Công ty			Triệu đồng	FY2012F	y/y	FY2013F	y/y	FY2014F	y/y
			Doanh thu	7,350,048	23.8%	8,988,761	22.3%	10,652,566	18.5%
			LN trước thuế	424,727	39.4%	557,911	31.4%	754,608	35.3%
			LN sau thuế	335,534	39.4%	435,170	29.7%	588,594	35.3%
			Tỷ suất LN trước thuế	5.8%	12.6%	6.2%	7.4%	7.1%	14.1%
			Tỷ suất LN sau thuế	4.6%	12.6%	4.8%	6.1%	5.5%	14.1%
			EPS	4,688	32.3%	5,774	23.2%	7,825	35.5%
			BVPS	18,339	22.2%	21,542	17.5%	27,163	26.1%
			ROA	8.5%	16.2%	9.3%	9.6%	11.0%	17.5%
			P/E (tại mức giá mục tiêu)	7.31	-24.4%	5.93	-18.8%	4.38	-26.2%
			P/B (tại mức giá mục tiêu)	1.87	-18.1%	1.59	-14.9%	1.26	-20.7%
			Nguồn: HSC ước tính						

Số liệu chính (triệu đồng)	2007	2008
Tổng tài sản	969,752	1,668,682
Vốn chủ sở hữu	662,841	671,934
Doanh thu thuần	1,108,066	2,001,186
LN trước thuế	90,017	111,238
LN sau thuế	72,353	86,938
Nguồn: Công ty		

Chỉ số chính	2007	2008
Khả năng thanh khoản		
- Hệ số thanh toán hiện hành	3.09	1.46
- Hệ số thanh toán nhanh	2.66	0.93
Khả năng sinh lời		
- Tỷ suất LN gộp	16.3%	15.4%
- Tỷ suất LN thuần	6.2%	4.2%
- ROE	11.0%	12.9%
- ROA	7.5%	5.2%
Hiệu quả hoạt động		
- Vòng quay khoản phải thu	2.58	3.88
- Vòng quay hàng tồn kho	9.01	4.27
- Vòng quay tổng tài sản	1.21	1.24
- Vòng quay vốn chủ sở hữu	1.76	3.09
Nguồn: Công ty		

Chuyên viên phân tích - Trương Thu Mỹ
(84 4) 3 9334693
my.tt@hsc.com.vn

CMG - Định giá ban đầu: MUA KHI GIÁ GIẢM

Chúng tôi định giá cổ phiếu CMC là MUA KHI GIÁ GIẢM vì tin rằng việc CMC chuyển đổi chiến lược phát triển để trở thành một công ty công nghệ có tỷ suất lợi nhuận và tốc độ phát triển cao sẽ đem lại nhiều thành quả.

- CMC sẽ niêm yết trên HOSE vào ngày 22/1 với mã là CMG tại mức giá tham chiếu là 35,000đ. Ở mức giá này, P/E dự phóng đạt 14.3x và P/B đạt 3.0x
- Mức định giá ở giá tham chiếu có vẻ hơi đắt hơn, tuy nhiên, một công ty tốt như CMC rất đáng để mua vào khi giá cổ phiếu giảm.
- Công ty đang chuyển đổi chiến lược sang mô hình kinh doanh tập trung vào các ngành có tỷ suất lợi nhuận cao với trọng tâm là công nghệ thông tin – Viễn thông – Thương mại điện tử.
- Trong những năm tới, tăng trưởng lợi nhuận của CMG sẽ dựa vào mảng phần mềm, tích hợp hệ thống và viễn thông – những ngành mà công ty gia nhập sau nhưng có công nghệ hiện đại nhất.
- Chúng tôi dự báo doanh thu của CMC sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân gộp hàng năm là 21.0%, lợi nhuận với tốc độ 29.8% từ nay cho tới năm 2014.
- Theo như mô hình lợi nhuận của chúng tôi, tỷ suất lợi nhuận sau thuế sẽ được cải thiện từ mức 3.6% năm nay lên 5.5% vào năm 2014 khi mà các mảng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận cao phát triển.

Tóm lược về công ty

CMC có một mô hình kinh doanh tương tự FPT bao gồm các mảng tích hợp hệ thống, phần mềm, phân phối sản phẩm công nghệ thông tin, lắp ráp máy tính, dịch vụ viễn thông, bất động sản, đầu tư tài chính vào lĩnh vực giáo dục và vào một ngân hàng. Tuy nhiên, so với FPT, mảng tích hợp hệ thống và phân phối công nghệ thông tin truyền thông của CMC nhỏ hơn nhiều; còn mảng gia công phần mềm và dịch vụ viễn thông thì mới chỉ trong giai đoạn khởi đầu. Tuy nhiên, thương hiệu CMC cũng mạnh không kém thương hiệu FPT.

CMC sở hữu thương hiệu máy tính hàng đầu Việt Nam trong nhiều năm và vượt qua FPT trong mảng lắp ráp máy tính. CMC cũng nổi tiếng trong mảng cung cấp giải pháp phần mềm cho các công ty bảo hiểm, ngân hàng, Tổng cục thuế và hải quan; giải pháp phần mềm hoạch định nguồn nhân lực cho các doanh nghiệp lớn và vừa; cái giải pháp quản lý cho các thư viện và trường đại học.

CMC hiện đang chuyển mình để trở thành một công ty công nghệ có hiệu quả kinh doanh cao dựa trên mảng kinh doanh cốt lõi là phần mềm và tích hợp hệ thống cùng các lĩnh vực kinh doanh mới với tỷ suất lợi nhuận cao như viễn thông. Do vậy có thể nói CMC đang từng bước trở thành một FPT thứ hai và đang ở giai đoạn đầu của quá trình trở thành công ty có tỷ suất lợi nhuận cao.

Nhờ sự tăng trưởng tốt từ mảng phân phối và lắp ráp máy tính, doanh thu của CMC tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2007-2009 với tốc độ tăng trưởng bình quân gộp hàng năm là 47.5% nhưng tỷ suất lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 3.6% trong năm 2009. Điều này cũng tương tự như với FPT vào năm 2006 trước khi công ty này chuyển đổi mô hình kinh doanh và hướng vào các mảng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận cao. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi đã dự báo một cách thận trọng về tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân gộp hàng năm của CMC ở mức 21.0% trong giai đoạn 2009-2014, trong đó mảng tích hợp hệ thống, phần mềm và viễn thông sẽ có đóng góp lớn nhất.

Tích hợp hệ thống và phần mềm là hai mảng kinh doanh có tốc độ tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận cao mà CMC đã đạt được những thành tựu quan trọng trong những năm gần đây nhờ vào nhu cầu tăng trưởng mạnh sau khi Việt Nam gia nhập WTO. Hai mảng này sẽ đóng góp chủ yếu vào sự tăng trưởng doanh thu của CMC trong những năm sắp tới. Chúng tôi cho rằng mảng viễn thông sẽ đem lại lợi nhuận cho công ty bắt đầu từ năm 2010.

Với lợi thế của một công ty đi sau CMC đã xây dựng cơ sở hạ tầng sử dụng công nghệ hiện đại và theo đuổi một chiến lược khôn khéo “nhà cung cấp trung lập” khi tham gia vào các mảng thị trường có tỷ suất lợi nhuận cao trong ngành viễn thông.

Nhờ tập trung vào các mảng kinh doanh có tốc độ tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận cao, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân gộp hàng năm của lợi nhuận trước thuế của CMC có thể đạt mức 29.8% trong giai đoạn 2010-2014. Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận của công ty sẽ tăng đáng kể trong giai đoạn dự báo do tỷ trọng doanh thu từ các mảng viễn thông, tích hợp hệ thống và phần mềm tăng. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng từ 14.9% năm 2009 lên 17.9% năm 2014, trong đó doanh thu từ các mảng viễn thông, tích hợp hệ thống và phần mềm sẽ đóng góp 48.5% trong tổng doanh thu.

Tích hợp hệ thống là một lĩnh vực kinh doanh không có sự cạnh tranh gay gắt như lĩnh vực phân phối do hầu hết khách hàng là các cơ quan chính phủ và các doanh nghiệp nhà nước. Nói cách khác, có một mạng lưới quan hệ tốt với các cơ quan chính phủ và doanh nghiệp nhà nước là yếu tố sống còn trong lĩnh vực kinh doanh này. Do đó, trong lĩnh vực kinh doanh tích hợp hệ thống chỉ có một số ít các công ty giữ vai trò thống trị thị trường.

FPT đứng đầu trong lĩnh vực kinh doanh này với 48% thị phần và CMC đứng thứ hai với 16% thị phần. Các khách hàng chính là các ngân hàng, các công ty bảo hiểm, tài chính và các tổ chức giáo dục. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của CMC sẽ ngang bằng với tốc độ tăng trưởng của ngành, với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 25-35% trong những năm tới.

Về mảng phần mềm, CMC tập trung vào việc tự phát triển các giải pháp phần mềm của mình mà không thực hiện gia công như FPT. Do vậy, phần mềm không đóng góp nhiều vào doanh thu của CMC. Tuy nhiên, CMC đã thay đổi chiến lược và bắt đầu nhận gia công phần mềm cho các khách hàng Nhật Bản và Trung Quốc với việc thành lập một công ty con tại Pháp và một liên doanh tại Nhật. Do hai thị trường này có quy mô lớn và sẽ tiếp tục tăng trưởng, nên chúng tôi cho rằng CMC có thể đạt được sự tăng trưởng nhanh chóng trong lĩnh vực này.

Trong lĩnh vực viễn thông, CMC đi theo chiến lược “nhà cung cấp trung lập”, hợp tác với các công ty viễn thông khác như VNPT, Viettel, EVN, Singtel, Hutchison trong việc cung cấp tất cả các dịch vụ bao gồm truy cập inter-

CMC Cty con/Cty liên doanh	Vốn điều lệ (tỉ đồng)	Năm thành lập	% góp vốn của CMC
Cty TNHH Tích hợp Hệ thống CMC	50	1995	100%
Công ty TNHH Giải pháp Phần mềm CMC	20	1996	100%
Cty TNHH Máy tính CMS	50	05-1999	100%
Cty TNHH Phân phối CMC	100	10-2007	100%
Cty CP Dịch vụ Viễn thông CMC	160	10-2007	93%
CTCP Hạ tầng Viễn thông CMC	40	09-2008	49%
CTCP An ninh An toàn Thông tin	6	05-2008	97%
CTCP Liên doanh CMC-Segmenta	10	03-2008	50%
Cty CMC Blue France	5.4	09-2009	100%

Nguồn: CMC

net tốc độ cao, dịch vụ cơ sở dữ liệu, kênh truyền hình kỹ thuật số, dịch vụ thoại đa phương, dịch vụ VoIP cho các khách hàng chỉ thông qua một kết nối tốc độ cao.

Do CMC là một công ty cung cấp dịch vụ viễn thông trong phân khúc nhỏ sử dụng những công nghệ hiện

đại nhất, theo chúng tôi đây là một chiến lược hết sức khả thi. Tại các quốc gia khác, việc tồn tại những công ty có chiến lược trung lập là rất phổ biến nhưng với Việt Nam thì đây trường hợp đầu tiên. Đối với những công ty gia nhập ngành muộn thì đây là một chiến lược khôn ngoan.

CMC cũng sẽ cung cấp các dịch vụ giá trị gia tăng kèm theo như dịch vụ chăm sóc khách hàng (trung tâm liên hệ khách hàng, các dịch vụ inbound (gọi đến) và gọi đi (outbound), dịch vụ thương mại điện tử, hội nghị trực tuyến. Nếu CMC có thể xây dựng mình thành một công ty chuyên biệt trong lĩnh vực viễn thông thì điều đó sẽ giúp thay đổi tương lai của CMC.

Trong năm 2010, chúng tôi dự báo EPS của CMC sẽ tăng 27.7% lên 2,432đ/cp. Và chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 34,264đ/cp dựa trên mức P/E cao hơn so với bình quân ngành 10% (P/E bình quân ngành là 12.8).

Một công ty công nghệ có mức tăng trưởng nhanh với tiềm năng về tỷ suất lợi nhuận tốt không phải là dễ tìm được trong những công ty niêm yết trên HOSE và do đó, theo chúng tôi, CMC xứng đáng mức thặng dư 10% mà chúng tôi đưa ra ở trên.

Định giá

Chúng tôi đánh giá cổ phiếu CMC ở mức MUA VÀO KHI GIÁ GIẢM với mức giá hợp lý 34,264đ/cp. Trên thực tế, chúng tôi cho rằng mức giá tham chiếu chào sàn là khá cao và không hấp dẫn đối với các nhà đầu tư ở phiên chào sàn. Chẳng hạn khi so với FPT thì với mức giá này, cổ phiếu của CMC tương đối đắt.

Tuy nhiên, chúng tôi rất thích tương lai của CMC và đánh giá cao ban lãnh đạo của công ty. Chúng tôi cũng đánh giá cao sự chuyển hướng trong chiến lược kinh doanh tập trung vào các ngành có tỷ suất lợi nhuận cao của CMC. Điều này cũng tương tự như trường hợp chuyển hướng chiến lược của FPT vài năm trước. Do hiện tại CMC mới ở giai đoạn đầu của quá trình cải thiện tỷ suất lợi nhuận chúng tôi tin rằng công ty xứng đáng được định giá cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Tuy nhiên chúng tôi cũng sẵn sàng chờ đợi để mua vào khi giá cổ phiếu giảm. Sự đánh giá MUA VÀO KHI GIÁ GIẢM của chúng tôi dành cho cổ phiếu của công ty là đứng về tiềm năng dài hạn của công ty chứ không phải ghi nhận cơ hội mua vào để thu lợi nhuận ngắn hạn.

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu dựa vào mức P/E cao hơn 10% so với P/E bình quân của một số công ty cùng ngành là 12.8x. Chúng tôi không sử dụng phương pháp định giá liên quan đến tài sản như P/B vì tài sản quý giá nhất của một công ty hoạt động trong lĩnh vực công nghệ là con người, là yếu tố không được đưa vào P/B.

Các công ty được chọn để so sánh bao gồm FPT và 9 công ty cùng ngành trong khu vực như được liệt kê dưới đây. Chúng tôi đưa ra mức thặng dư 10% dựa trên những cơ sở sau:

Bảng định giá các công ty cùng ngành

Tên công ty	P/E	P/B	ROE	ROA	Tỷ suất LN thuần
FPT	10.13	3.12	41.4%	17.0%	6.7%
NEC Networks & System Integration Corp	10.97	0.80	7.5%	3.5%	2.2%
United Integrated Services	14.86	1.71	10.4%	5.3%	5.6%
Automated Systems Holdings	14.76	1.19	7.8%	4.5%	3.0%
Sinocom Software Group Ltd	9.55	2.08	23.7%	20.0%	19.9%
Digital China	17.87	3.65	22.2%	6.2%	66.0%
Hansen Technologies	12.76	2.28	18.5%	14.3%	15.0%
Syntel	13.81	4.72	39.9%	30.6%	4.7%
Pakistan Telecom	9.67	0.98	10.5%	5.4%	11.8%
Allied Technologies	13.71	3.35	4.7%	2.1%	1.9%
Trung bình	12.81	2.39	18.67%	10.87%	13.67%
CMC tại mức giá mục tiêu	14.09	3.00			
CMC tại mức giá niêm yết	14.39	3.06			

Nguồn: Bloomberg, HSC

Định giá

Các phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá trị
So sánh P/E	34,264	100%	34,264
Giá bình quân theo tỷ trọng		100%	34,264
Giá tham chiếu			35,000
Tiềm năng tăng/giảm			-2.1%

Nguồn: HSC ước tính

(1) Những thay đổi gần đây trong chiến lược kinh doanh của công ty trong đó CMC tập trung vào tăng tỷ suất lợi nhuận thay vì tập trung vào tăng doanh số.

(2) Tham gia vào những phân khúc thị trường đem lại tỷ suất lợi nhuận cao như viễn thông và gia công phần mềm.

(3) Ban lãnh đạo có kinh nghiệm và năng lực với bề dày thành tích hoạt động trong lĩnh vực công nghệ.

(4) Đã có tên tuổi và thương hiệu trên thị trường từ năm 1993.

Trong số đó thì việc chuyển đổi mô hình kinh doanh là giữ vai trò quan trọng nhất đối với quyết định của chúng tôi bởi vì việc tập trung vào lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận cao là con đường mà các công ty công nghệ khác như FPT đã áp dụng và rất thành công trước đây. Và việc có thể tham gia nắm giữ cổ phiếu của một công ty như vậy ngay từ đầu của quá trình này là một cơ hội hiếm có.

Và thị trường cũng luôn có chỗ cho một công ty công nghệ khác bởi vì lĩnh vực này quá hiếm trong thị trường chứng khoán của Việt Nam.

Cơ cấu doanh thu của CMC	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Tích hợp hệ thống	734,573	954,762	1,070,002	1,498,002	1,947,403	2,531,624	3,164,530	3,955,663
Phần mềm	42,568	96,267	130,692	189,504	274,780	398,431	597,647	896,470
Viễn thông	-	67,185	107,442	268,606	402,908	523,781	680,915	885,190
Lắp ráp máy tính	447,361	550,241	670,744	771,355	887,059	1,020,117	1,122,129	1,234,342
Phân phối	309,108	609,409	1,776,370	2,309,281	3,002,065	3,602,478	4,322,974	4,755,271
Tòa nhà CMC và các dịch vụ khác	-	-	-	54,720	82,080	90,288	99,317	109,248
Tổng doanh thu	1,533,610	2,277,864	3,755,250	5,091,468	6,596,296	8,166,720	9,987,512	11,836,185
Doanh thu nội bộ	365,004	203,065	368,014	509,147	659,630	816,672	998,751	1,183,618
% so với tổng doanh thu	23.8%	8.9%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Doanh thu thuần	1,168,606	2,074,799	3,387,235	4,582,321	5,936,666	7,350,048	8,988,761	10,652,566

Nguồn: HSC ước tính

Mô hình lợi nhuận

Doanh thu

Trong giai đoạn 2007-2009 CMC đạt mức tăng trưởng doanh thu bình quân gộp hàng năm là 47.5%. Tuy nhiên, dù rất tin tưởng vào tiềm năng tăng trưởng của CMC, chúng tôi cho rằng công ty khó có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng cao này trong những năm tới do những thay đổi bối cảnh cạnh tranh và chiến lược tập trung vào lợi nhuận (thay vì doanh thu).

Trong mô hình của mình, chúng tôi đã giả định tốc độ tăng doanh thu là 21.0%/năm trong vòng 5 năm tới trong đó phần mềm và tích hợp hệ thống sẽ là hai mảng đóng góp nhiều nhất vào sự tăng trưởng này. Những mảng kinh doanh này, cùng với mảng viễn thông dự kiến sẽ giúp CMC tăng trưởng trong những năm tới. Đây là những mảng kinh doanh có tỷ suất và tốc độ tăng trưởng cao mà CMC đã tham gia trong những năm gần đây (không kể mảng viễn thông) và sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh do sự bùng nổ trong xu hướng tăng đầu tư vào công nghệ kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO và do gần đây luật bản quyền đã được thực thi chặt chẽ hơn.

Viễn thông là cũng sẽ là một mảng kinh doanh có tốc độ tăng trưởng cao trong thời kỳ dự báo. CMC mới hoàn

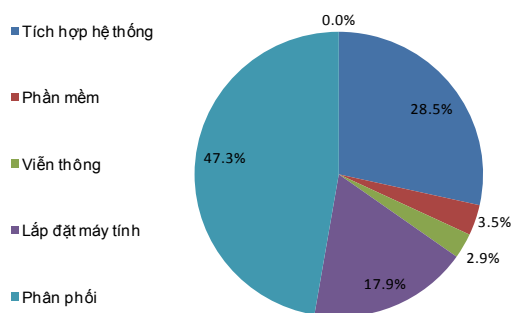
thành giai đoạn đầu tư cơ sở hạ tầng và có thể bắt đầu đem lại doanh thu từ năm 2010. Chúng tôi cũng giả định rằng các mảng kinh doanh truyền thống như phân phối công nghệ thông tin truyền thông và lắp ráp máy tính sẽ có mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn trong giai đoạn này. Việc cho thuê tòa tháp CMC và những dịch vụ mới như nội dung số, dịch vụ cơ sở dữ liệu cũng sẽ đóng góp đáng kể vào tốc độ tăng trưởng của công ty.

Tích hợp hệ thống

Đây là mảng kinh doanh cốt lõi của CMC kể từ khi công ty thành lập năm 1993. Mảng này đạt mức tăng trưởng bình quân gộp hàng năm khoảng 61% trong giai đoạn 2006-2008. Tuy nhiên, trong năm ngoái, mảng tích hợp hệ thống của CMC chỉ đạt tốc độ tăng trưởng khiêm tốn là 12% do sự trì hoãn một vài hợp đồng và chúng tôi tin tưởng rằng trong năm 2010, các hợp đồng này sẽ được thực hiện bên cạnh những hợp đồng mới.

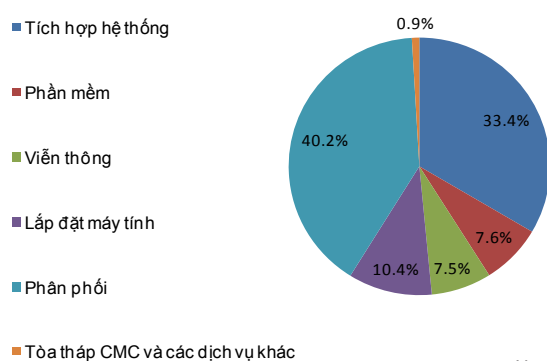
Tuy nhiên, về mặt cơ cấu doanh thu, mảng tích hợp hệ thống không còn giữ tỷ lệ cao nhất trong tổng doanh thu. Trong năm 2009, mảng này chỉ chiếm 28.5% trong tổng doanh thu (năm 2008 là 42% và năm 2007 là 48%).

Cơ cấu doanh thu của CMC vào năm 2009



Nguồn: HSC

Cơ cấu doanh thu của CMC vào năm 2014



Nguồn: HSC

Tăng trưởng doanh thu của CMC	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Tích hợp hệ thống	222.0%	30.0%	12.1%	40.0%	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%
Phần mềm	242.0%	126.1%	35.8%	45.0%	45.0%	45.0%	50.0%	50.0%
Viễn thông	n/a	n/a	59.9%	150.0%	50.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Lắp ráp máy tính	43.0%	23.0%	21.9%	15.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
Phân phối	56.4%	97.2%	191.5%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%	10.0%
Tòa tháp CMC và các dịch vụ khác	n/a	n/a	n/a	n/a	50.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Tổng tăng trưởng doanh thu	104.2%	48.5%	64.9%	35.6%	29.6%	23.8%	22.3%	18.5%

Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi cho rằng CMC có khả năng tăng trưởng ngang với tốc độ tăng trưởng của thị trường, mà theo chúng tôi sẽ ở mức 25-35%/năm trong vòng vài năm tới khi mà các khách hàng chủ yếu như các ngân hàng, các công ty bảo hiểm, công ty tài chính, hàng không, các chi cục thuế và hải quan, công ty xăng dầu và các tổ chức giáo dục cần phải nâng cấp các hệ thống công nghệ thông tin của mình để có thể cạnh tranh trong bối cảnh Việt Nam đã tham gia WTO. Với bề dày kinh nghiệm trong việc cung cấp các sản phẩm trọn gói cho các đối tượng khách hàng nêu trên, chúng tôi tin rằng CMC có thể tăng trưởng cùng với cả thị trường. Và thậm chí công ty còn có thể tăng thị phần của mình lên mặc dù trong mô hình của mình, chúng tôi không giả định điều này.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng tích hợp hệ thống của CMC sẽ tăng trưởng 40% trong năm 2010 do những hợp đồng bị trì hoãn thực hiện trong năm 2009 sẽ được triển khai bên cạnh những hợp đồng mới trong năm. Chúng tôi cũng giả định rằng doanh thu từ mảng tích hợp hệ thống sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân gộp hàng năm là 30% trong giai đoạn 2011-2012 và sau đó sẽ giảm xuống mức 25% trong giai đoạn 2013-2014.

Phần mềm

Trong năm 2009, với doanh thu chưa đến 200 tỷ đồng, mảng phần mềm chỉ chiếm 3.5% trong tổng doanh thu nhưng đạt tốc độ tăng trưởng là 36%. Hầu hết doanh thu xuất phát từ việc bán các giải pháp phần mềm của chính công ty trong điều kiện CMC tập trung phát triển phần mềm thay vì tập trung vào các dịch vụ gia công như FPT. CMC là một công ty chủ yếu cung cấp các giải pháp phần mềm trọn gói cho các công ty trong nước mặc dù lĩnh vực phát triển phần mềm không đem lại nhiều doanh thu ở một thị trường như thị trường Việt Nam do tình trạng sao chép trái phép. Tuy nhiên, chúng tôi hy vọng việc thực thi chặt chẽ hơn các quy định về bảo hộ bản quyền phần mềm theo công ước Berne sẽ thay đổi tình trạng này.

Gần đây, CMC và một đối tác Hàn Quốc đã trúng thầu một hợp đồng trị giá 30 triệu USD, cung cấp các giải

pháp cơ sở hạ tầng/công nghệ cho Sở giao dịch chứng khoán TP HCM. Mặc dù CMC chỉ đóng góp 20-30% trong tổng giá trị hợp đồng, thì đây vẫn là hợp đồng lớn nhất mà công ty có được từ trước đến nay và càng củng cố niềm tin của chúng tôi là CMC sẽ trở thành một công ty mạnh trong thị trường này.

Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi tin rằng CMC sẽ tiếp tục thu được những lợi ích từ việc Việt Nam gia nhập WTO và việc tăng cường thực thi các quy định về bảo hộ bản quyền phần mềm, giúp nâng cao tên tuổi và doanh thu của công ty trong lĩnh vực phần mềm.

Một phần quan trọng trong chiến lược hiện tại của CMC là phát triển mảng phần mềm thành mảng kinh doanh cốt lõi. Công ty đã đầu tư nguồn lực để phát triển ngành công nghiệp gia công phần mềm tập trung vào thị trường Nhật Bản và Châu Âu thông qua việc thành lập một liên doanh tại Nhật Bản và một công ty con tại Pháp. Do đây là hai thị trường lớn và đang phát triển, chúng tôi tin tưởng rằng CMC sẽ đạt được thành công nhất định. Tuy nhiên, CMC sẽ phải mất từ 4-5 năm để thực sự xâm nhập vào được những thị trường này để có thể đạt tốc độ tăng trưởng 100%/năm như FPT gần đây đã làm được.

Công ty đã nói rõ với chúng tôi rằng công ty sẽ không đánh đổi việc phát triển các giải pháp phần mềm của chính mình lấy việc gia công phần mềm. Thay vào đó, công ty sẽ phát triển song song cả hai mảng. Đây là chiến lược mà chúng tôi đánh giá cao. Mặc dù mảng phát triển phần mềm không đem lại doanh thu cao như mảng gia công, nhưng phát triển mảng này là chiến lược dài hạn đối với một công ty công nghệ nhằm leo lên những nấc cao hơn trong chuỗi giá trị. Lịch sử phát triển và bán các giải pháp/gói giải pháp phần mềm của chính công ty từ khi thành lập đã đem lại cho công ty một lợi thế về danh tiếng khi so sánh với FPT trong việc cung cấp các sản phẩm có chất lượng cao.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng mảng kinh doanh này (bao gồm cả giải pháp phần mềm và gia công phần mềm) sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân gộp hàng năm là 45% trong giai đoạn 2010-2012 và sau đó sẽ là 50% trong giai đoạn 2013-2014.

Viễn thông

Lĩnh vực kinh doanh mới này lần đầu tiên được CMC triển khai là năm 2008 và dự kiến sẽ trở thành mảng kinh doanh cốt lõi của CMC trong thời kỳ dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quá trình này sẽ phải mất từ 3-4 năm.

Mảng kinh doanh viễn thông của CMC cung cấp các dịch vụ viễn thông cơ bản gồm cho thuê đường truyền, internet cáp quang, VoIP, hosting và server, cùng các dịch vụ giá trị gia tăng như chăm sóc khách hàng (các trung tâm tư vấn khách hàng, các dịch vụ inbound và outbound), các dịch vụ dữ liệu, dịch vụ an ninh mạng, dịch vụ thương mại điện tử và hội nghị từ xa.

CMC phát triển dựa trên chiến lược là trở thành một nhà cung cấp dịch vụ trung lập trong mối quan hệ với các đại gia trong ngành như VNPT, Viettel, và EVN telecom. Điều này đồng nghĩa với việc công ty sẽ cung cấp các dịch vụ viễn thông cơ bản (cho thuê đường truyền, internet cáp quang, VoIP, hosting và server) của các công ty viễn thông khác dưới dạng dự phòng hay bổ sung cho các dịch vụ cơ bản của chính CMC theo yêu cầu của khách hàng và CMC cũng sẽ cung cấp các dịch vụ giá trị gia tăng như dịch vụ SMS, quảng cáo trực tuyến, bán hàng từ xa, dịch vụ thương mại điện tử thông qua cơ sở hạ tầng của các công ty viễn thông khác.

Mặc dù mô hình “nhà cung cấp trung lập” hay có thể gọi là “nhà cung cấp cấp hai” đã khá phổ biến tại thị trường của các nước phát triển thì đây vẫn là điều mới mẻ tại Việt Nam, nơi mà các công ty viễn thông trong nước vẫn sử dụng cơ sở hạ tầng của chính mình để cung cấp tất cả các dịch vụ viễn thông.

Bên cạnh đó, với lợi thế của người đi sau, CMC đã xây dựng cơ sở hạ tầng với những công nghệ hiện đại nhất như FTTx và GPON. Chúng tôi cho rằng chiến lược “nhà cung cấp trung lập” cộng với những lợi thế về công nghệ hiện đại sẽ giúp CMC trở thành một công ty viễn thông chuyên biệt trong thị trường viễn thông.

FTTx (Fiber To The X) hàm ý mọi cấu hình sợi quang học mà một công ty viễn thông hay công ty cáp quang cung cấp cho khách hàng của mình, điểm kết thúc của sợi quang có thể là một khu dân cư, một ngôi nhà, các văn phòng, tòa nhà. Do sử dụng cáp quang nên hệ thống này đảm bảo đường truyền ổn định, tốc độ cao, tốt hơn nhiều so với ADSL hay VDSL là các phương pháp truyền dữ liệu qua dây cáp đồng.

Tại Việt Nam, CMC là công ty viễn thông đầu tiên xây dựng cơ sở hạ tầng của mình dựa trên công nghệ ngày. Viettel và VNPT cũng đang dự định đầu tư vào công nghệ FTTx trong năm 2010 trong khi FPT đang chuyển

từ ADSL sang VDSL. CMC dự tính rằng một thuê bao FTTx có thể bằng với 50 thuê bao ADSL xét về mặt doanh thu bình quân trên một thuê bao.

Hiện tại, mảng viễn thông vẫn chưa đem lại doanh thu và lợi nhuận cho CMC. Nhưng với những hợp đồng đầu tiên ký kết vào cuối năm 2009 với Bảo Việt, PVI, Ngân hàng Sài Gòn, Ngân hàng An Bình và Tổng cục thuế, cộng với việc thắng thầu cung cấp cơ sở hạ tầng viễn thông cho một khu công nghệ cao tại TP HCM trong năm 2010 thì theo chúng tôi, CMC có thể đạt được con số 5,000 thuê bao FTTx trong năm 2010 và sẽ bắt đầu thu được lợi nhuận từ mảng này.

Chúng tôi cho rằng, chiến lược nhà cung cấp trung lập cộng với công nghệ hiện đại sẽ tạo ra một điểm khác biệt mang tính sống còn cho công ty trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt của thị trường viễn thông.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng mảng kinh doanh viễn thông sẽ tăng trưởng với tốc độ 150% năm 2010 và 50% trong năm 2011. Chúng tôi cũng giả định rằng trong giai đoạn 2012-2014, tốc độ tăng trưởng bình quân gộp hàng năm của CMC sẽ đạt 30% khi mà các công ty viễn thông khác cũng sử dụng công nghệ FTTx.

Lắp ráp máy tính

Sản phẩm lắp ráp của CMC bao gồm máy để bàn, máy xách tay và máy server, là những sản phẩm chỉ đem lại tỷ suất lợi nhuận thấp. Thị trường máy tính vốn có tính cạnh tranh cao thì nay lại càng cạnh tranh gay gắt hơn. Trong bối cảnh chính phủ nới lỏng các quy định liên quan đến hoạt động phân phối sau khi Việt Nam gia nhập WTO, các công ty đa quốc gia như Acer và HP đã đẩy mạnh việc bán máy tính xách tay giá rẻ vào Việt Nam. Ngoài ra, CMC cũng chịu sự cạnh tranh từ các công ty máy tính trong nước khác với chiến lược cạnh tranh mạnh về giá.

Dù sao thì chiến lược này cũng đã được CMC thực hiện thành công và đã giúp công ty có được vị trí đứng đầu và có thương hiệu mạnh nhất trong số các công ty máy tính Việt Nam với tốc độ tăng trưởng bình quân gộp của doanh thu trong giai đoạn 2006-2009 là 21%/năm.

Tuy nhiên, chiến lược cạnh tranh bằng giá thấp cộng với chi phí bản quyền phần mềm đã khiến tỷ suất lợi nhuận của CMC giảm từ 3.2% năm 2007 xuống còn 1.7% năm 2009, mức thấp hơn cả tỷ suất lợi nhuận từ mảng phân phối.

Theo quan điểm của chúng tôi, chiến lược cạnh tranh giá sẽ không thể đem lại thành công về dài hạn cho một công ty máy tính trong nước vì các đối thủ cạnh tranh

quốc tế như Lenovo, Dell, Acer luôn đặt các đơn hàng phần mềm cho hàng triệu máy laptop một lần và có lợi thế đàm phán giá cao hơn với Microsoft so với một công ty nhỏ của Việt Nam (mà mỗi đơn hàng đặt tối đa cũng chỉ vài ngàn đơn vị).

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định mảng lắp ráp máy tính sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân gộp là 15%/năm trong giai đoạn 2010-2012 và giảm xuống mức 10%/năm trong giai đoạn 2013-2014. Và chúng tôi dự đoán tỷ suất lợi nhuận cũng sẽ giảm một chút.

Phân phối

Với tốc độ tăng trưởng 191%, mảng này đóng góp khoảng 47.3% vào tổng doanh thu năm 2009. Mảng này là “con bò sữa” tạo ra tiền mặt cho CMC kể từ khi công ty tham gia vào mảng kinh doanh phân phối vào tháng 10/2007 nhờ kinh nghiệm 16 năm kinh doanh và mạng lưới khách hàng trên thị trường công nghệ thông tin viễn thông. Tuy nhiên, đây là một lĩnh vực cạnh tranh cao với rào cản gia nhập ngành thấp và phương tiện cạnh tranh duy nhất của các công ty trong ngành là giá. Do đó, tỷ suất lợi nhuận của CMC đã suy giảm từ 4.2% năm 2008 xuống còn 2.8% năm 2009. Và chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận của mảng kinh doanh này của CMC sẽ còn tiếp tục giảm.

Dựa trên vị thế của hệ thống phân phối hiện tại với khoảng 600 đại lý bao phủ hầu hết tất cả các tỉnh thành, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định tăng trưởng của CMC trong mảng này sẽ đạt 30% trong giai đoạn 2010-2011 và sau đó sẽ giảm xuống 20% trong giai đoạn 2012-2014, đồng thời tỷ suất lợi nhuận cũng tiếp tục suy giảm.

Dự án bất động sản – Tòa tháp CMC

Được xây dựng trên diện tích 3,000m², tòa tháp 19 tầng là một trong những công trình được trang bị tốt nhất tại Hà Nội với cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin hiện đại, một trung tâm dữ liệu được bảo vệ và các thiết bị chuyên dụng cho việc kinh doanh công nghệ thông tin

và đường truyền tốc độ cao lên đến 2MB. Khoảng 6 tầng của tòa nhà được sử dụng làm nơi làm việc của tập đoàn CMC nhằm làm giảm chi phí thuê văn phòng, phần còn lại được cho thuê.

Với tổng chi phí đầu tư là 340 tỷ đồng, CMC dự kiến sẽ hoàn vốn trong vòng 7 năm với tỷ lệ hoàn vốn nội bộ là 21.95%. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi dự báo tòa tháp sẽ đem lại doanh thu từ tiền cho thuê khoảng 80 tỷ đồng và lợi nhuận gộp khoảng 12-15 tỷ đồng.

Lưu ý với khoản mục doanh thu nội bộ

Các chuẩn mực kế toán Việt Nam không yêu cầu điều chỉnh doanh thu nội bộ trong doanh thu hợp nhất. Do vậy, chúng tôi gộp cả doanh thu nội bộ trong giả định về doanh thu và ước tính sơ bộ doanh thu nội bộ chiếm khoảng 10% trong tổng doanh thu dựa trên những số liệu quá khứ. Từ đó, chúng tôi dự tính tỷ suất lợi nhuận và chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp theo phương pháp có thể loại trừ ảnh hưởng của doanh thu nội bộ đối với lợi nhuận. Chúng tôi có sử dụng những dự đoán chủ quan trong khi tính tỷ lệ trong tỷ suất lợi nhuận gộp và chi phí bán hàng, quản lý để đưa ra số liệu lợi nhuận. Do vậy, độc giả hãy coi đó chỉ là số liệu mang tính tham khảo chung.

Tỷ suất lợi nhuận

Với một công ty công nghệ, thì mức tỷ suất lợi nhuận trước thuế 3.6% trong năm 2009 khó có thể chấp nhận được. Tỷ suất này là quá thấp khi so với mức bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành là 11.2% nói chung và cũng thấp hơn nhiều so với mức 6.7% của FPT nói riêng. Vấn đề chính của CMC là hiện tại công ty vẫn dựa vào mảng phân phối công nghệ thông tin viễn thông và lắp ráp máy tính vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp để đạt được tăng trưởng doanh thu.

Tỷ suất trong lĩnh vực phân phối và lắp ráp máy tính chỉ đạt từ 1.7-2.8% và đang ngày càng giảm sút. Tỷ suất lợi nhuận thuần của mảng tích hợp hệ thống là khoảng

Giả định về tỷ suất LN gộp	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Tích hợp hệ thống	18.0%	20.2%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Phần mềm	30.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
Viễn thông	n/a	n/a	15.5%	22.0%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Lắp ráp máy tính	7.9%	8.7%	8.2%	8.0%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%
Phân phối	3.5%	8.4%	8.0%	8.0%	7.8%	7.8%	7.6%	7.6%
Tòa tháp CMC và các dịch vụ khác	n/a	n/a	n/a	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Tỷ suất LN gộp toàn công ty	16.3%	15.4%	14.9%	15.6%	15.9%	16.5%	16.9%	17.9%

Nguồn: HSC ước tính

5.7% và mảng phần mềm đạt tỷ suất cao nhất là 15.7%. Tính cho đến thời điểm năm 2009, mảng phần mềm là mảng đem lại nhiều tiền mặt cho CMC nhưng đồng thời cũng làm giảm tỷ suất lợi nhuận sau thuế từ 6.2% năm 2007 xuống 4.2% năm 2008 và xuống 3.3% năm 2009.

Tuy nhiên, câu chuyện về tỷ suất lợi nhuận sẽ rất thú vị với sự tham gia của các ngành mới như viễn thông và các ngành như tích hợp hệ thống và phần mềm mà hiện giờ công ty đang tập trung phát triển. Theo mức tăng trưởng doanh thu như giả định ở trên, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sau thuế của CMC sẽ tăng lên mức 5.4% năm 2014 từ mức 3.6% năm 2009.

Tỷ suất lợi nhuận gộp

Tích hợp hệ thống

Mảng này đem lại tỷ suất lợi nhuận gộp khá cao, khoảng 22% trong năm 2009, tăng nhẹ so với mức 20% của năm 2008 và ngang với FPT. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định CMC sẽ duy trì được mức tỷ suất lợi nhuận gộp này trong thời kỳ dự báo.

Phần mềm

Mảng phần mềm của CMC có tỷ suất lợi nhuận gộp là 37% trong giai đoạn 2008-2009. Chúng tôi cho rằng việc tham gia vào lĩnh vực gia công phần mềm sẽ giúp CMC duy trì được mức tỷ suất lợi nhuận gộp này, tức là tương đương với tỷ suất lợi nhuận 38-40% của FPT trong lĩnh vực gia công. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng phần mềm sẽ ổn định ở mức 37% trong giai đoạn 2010-2014.

Viễn thông

Cho đến hiện tại thì mảng viễn thông vẫn chưa đem lại lợi nhuận cho CMC, do vậy giả định về tỷ suất lợi nhuận gộp mà chúng tôi đưa ra ở đây thuần túy dựa trên suy đoán chủ quan. Do vậy, mong độc giả hãy coi những giả định này chỉ mang tính tham khảo chung.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty viễn thông lớn nhất tại Việt Nam như sau: FPT đạt khoảng 50%, VNPT và Viettel với chiến lược giá thấp đạt khoảng 40%. Tuy nhiên, cả 3 công ty trên đều cung cấp các dịch vụ ADSL, cho thuê đường truyền, dịch vụ cho server và hosting thông qua cáp đồng vốn đòi hỏi vốn đầu tư thấp và cả 3 công ty này có số lượng khách hàng lớn, đạt hàng trăm ngàn khách hàng, giúp giảm chi phí khấu hao và chi phí quản lý, bán hàng trên mỗi thuê bao/tháng.

Tuy nhiên, CMC cung cấp dịch vụ dựa trên công nghệ FTTx – GPON và thông qua cáp quang cho phép đạt được doanh thu trên mỗi thuê bao/tháng cao gấp 50 lần so với các dịch vụ cung cấp thông qua cáp đồng. Do vậy, chúng tôi cho rằng ban đầu, khách hàng của CMC sẽ bị giới hạn chỉ trong vài ngàn khách hàng là các doanh nghiệp.

Lượng khách hàng ít ỏi này sẽ làm tăng chi phí khấu hao và chi phí bán hàng, quản lý trên mỗi thuê bao. Do vậy trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định mảng viễn thông sẽ chỉ tạo ra tỷ suất lợi nhuận gộp là 22% trong năm 2010 và tăng nhẹ lên 24% trong năm 2011 và sau đó tăng lên 25% trong giai đoạn 2012-2014 khi lượng khách hàng của công ty tăng lên. Đây là giả định mang tính thận trọng cao và do đó có nhiều khả năng tỷ suất lợi nhuận gộp thực tế của CMC sẽ cao hơn giả định này.

Lắp ráp máy tính

Với chiến lược cạnh tranh mạnh bằng giá để đạt được vị trí dẫn đầu trong thị trường máy tính cấp thấp, tỷ suất lợi nhuận gộp của CMC tiếp tục suy giảm từ mức 8.7% năm 2008 xuống còn 8.2% năm 2009.

Chúng tôi cho rằng sự tiến bộ về kỹ thuật và nhu cầu của khách hàng sẽ khiến cuộc cạnh tranh về giá cả sẽ kéo dài dai dẳng giữa các thương hiệu máy tính trong nước và máy tính xách tay của HP và Acer. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của CMC sẽ đạt 8.0% năm 2010 và giảm xuống 7.7% trong giai đoạn 2013-2014.

Phân phối

Tương tự như thị trường máy tính cấp thấp, phân phối công nghệ thông tin truyền thông cũng là một thị trường cạnh tranh cao với vũ khí cạnh tranh chủ yếu của các công ty là giá cả. Do vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng phân phối của CMC giảm từ 8.4% năm 2008 xuống 8.0% năm 2009. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho mảng phân phối sẽ đạt 8.0% năm 2010 và giảm xuống mức 7.6% trong giai đoạn 2013-2014.

Chi phí bán hàng và quản lý

Tích hợp hệ thống

Ngành này có tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trong doanh thu cao, từ 12-13.5% trong giai đoạn 2008-2009. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định CMC sẽ duy trì tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trong doanh thu tương đương với trong giai đoạn 2008-2009.

Giả định về chi phí bán hàng & quản lý (% so với doanh thu)	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Hệ thống tích hợp	10.0%	12.0%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
Phần mềm	10.0%	12.0%	15.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
Viễn thông	n/a	45.0%	22.5%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%	8.0%
Lắp ráp máy tính	3.3%	4.9%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Phân phối	2.0%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Tòa tháp CMC và các dịch vụ khác	n/a	n/a	n/a	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Tổng chi phí quản lý và bán hàng	8.4%	9.7%	8.5%	8.4%	8.5%	8.7%	8.9%	9.3%

Nguồn: HSC ước tính

Phần mềm

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu tăng từ 12% năm 2008 lên 15% năm 2009 do CMC thành lập liên doanh tại Nhật Bản và một công ty con tại Pháp. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định chi phí bán hàng và quản lý trong tổng doanh thu sẽ tăng nhẹ lên 16% trong giai đoạn dự báo khi mà CMC tạo lập tên tuổi trong các thị trường mới.

Viễn thông

Năm 2008, khi CMC thử nghiệm các dịch vụ viễn thông với một số khách hàng, thì chi phí bán hàng và quản lý của mảng này lên tới khoảng 45% tổng doanh thu. Trong năm 2009, những hợp đồng đầu tiên với Bảo Việt, PVI, Ngân hàng Sài Gòn, Ngân hàng An Bình và Tổng cục thuế đã giúp giảm chi phí bán hàng và quản lý trong doanh thu xuống 22.5%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý của mảng viễn thông sẽ tiếp tục giảm khi số lượng khách hàng của công ty tăng lên. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu sẽ là 10% trong năm 2010 khi công ty đạt được 5,000 thuê bao đầu tiên sử dụng dịch vụ dựa trên công nghệ FTTx và sau đó giảm xuống 8% trong những năm sau đó.

Lắp ráp máy tính

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trong doanh thu năm 2009 là 3.5%. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng CMC sẽ duy trì được tỷ lệ tương tự như trên trong giai đoạn dự báo.

Phân phối

Mảng kinh doanh này có tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu là 5.5% năm 2009. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng CMC sẽ duy trì được tỷ lệ tương tự như trên trong giai đoạn dự báo.

Tòa tháp CMC và các dịch vụ khác

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý của tòa tháp CMC và các dịch vụ đi kèm (nếu có) trên doanh thu sẽ khoảng 5% trong thời kỳ dự báo. Con số đưa ra ở đây dựa trên suy đoán chủ quan của chúng tôi và chỉ được đưa ra để tham khảo.

Chi phí và lợi nhuận tài chính

Chi phí tài chính

CMC có vòng quay vốn lưu động thấp, đạt 2.1 lần/năm; thấp hơn nhiều so với mức 4 lần/năm của một công ty có cùng mô hình kinh doanh. Do đó, công ty luôn có nhu cầu vay nợ ngắn hạn cao để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động. Chi phí lãi vay của các khoản vay ngắn hạn chiếm tỷ lệ chủ yếu trong chi phí tài chính của CMC. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay của các khoản vay dài hạn dùng để mua tài sản cố định cũng là một phần quan trọng trong chi phí tài chính của công ty.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng do vòng quay luồng tiền mặt dài và tỷ lệ nợ cao nên trong giai đoạn dự báo, CMC sẽ không có thêm khoản đầu tư tài chính lớn nào. Do đó, chúng tôi giả

Chi phí tài chính của CMC (Đơn vị tính: triệu đồng)	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Các khoản nợ dài hạn dành cho việc mua tài sản cố định	256,157	299,582	259,196	190,922	105,536	34,137
Lãi suất vay dài hạn	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Các khoản nợ ngắn hạn dành cho vốn lưu động	651,391	881,216	1,099,383	1,309,669	1,549,051	1,640,428
Bình quân lãi suất ngắn hạn	9.8%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
Tổng chi phí lãi vay	83,344	134,208	154,315	166,153	178,481	177,366

Nguồn: HSC ước tính

Đầu tư tài chính dài hạn của CMC (triệu đồng)	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Tổng	151,127	151,127	151,127	151,127	151,127	151,127
Vijasgate	627	627	627	627	627	627
Trường Đại học quốc tế Bắc Hà (5.4%)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Ngân hàng Bảo Việt (9.9%)	148,500	148,500	148,500	148,500	148,500	148,500
Tỷ lệ cổ tức						
Vijasgate	6%	15%	15%	15%	15%	15%
Trường Đại học quốc tế Bắc Hà	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Ngân hàng Bảo Việt	0%	5%	10%	10%	10%	10%
Doanh thu	338	7,819	15,244	15,244	15,244	15,244
Vijasgate	38	94	94	94	94	94
Trường Đại học quốc tế Bắc Hà	300	300	300	300	300	300
Ngân hàng Bảo Việt	-	7,425	14,850	14,850	14,850	14,850

Nguồn: HSC ước tính

định công ty sẽ chỉ vay nợ để đáp ứng cho nhu cầu mua tài sản cố định và nhu cầu vốn lưu động. Do vậy, chi phí lãi vay sẽ chiếm tỷ lệ chủ yếu trong chi phí tài chính phát sinh trong giai đoạn 2010-2014.

Do CMC dựa vào vay nợ để trang trải nhu cầu vốn lưu động, nên sự thay đổi lãi suất sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của CMC. Trong mô hình, chúng tôi giả định sơ bộ lãi suất dài hạn đối với các khoản vay bằng VND sẽ giữ ở mức 15% trong thời kỳ dự báo và lãi suất bình quân cho các khoản nợ ngắn hạn sẽ là 10.5%. Chúng tôi dự tính chi phí tài chính của CMC trong giai đoạn 2010-2014 như trong bảng sau.

Lợi nhuận tài chính

Như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng dòng tiền của CMC sẽ căng thẳng do vòng quay vốn lưu động thấp. Do đó, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định CMC sẽ không có thêm khoản đầu tư tài chính lớn nào và sẽ không có tiền nhàn rỗi để gửi tại ngân

hàng. Do vậy, lợi nhuận tài chính của CMC sẽ chỉ từ các khoản đầu tư tài chính dài hạn hiện tại gồm khoản đầu tư trị giá 627 triệu đồng vào Vijasgate, khoản đầu tư trị giá 2 tỷ đồng vào Trường đại học quốc tế Bắc Hà (chiếm 5.4% vốn góp) và 148.5 tỷ đồng đầu tư vào Ngân hàng Bảo Việt (chiếm 9.9% vốn góp).

Trong năm 2009, các khoản đầu tư này không đem lại lợi nhuận nhưng theo chúng tôi, bắt đầu từ năm 2010 các khoản đầu tư này sẽ sinh lời. Trong mô hình của mình, chúng tôi giả định rằng Vijasgate và Trường đại học quốc tế Bắc Hà sẽ trả cổ tức 15%/năm từ năm 2010 và Ngân hàng Bảo Việt là 10% và các khoản lợi nhuận tài chính từ các khoản đầu tư tài chính nói trên sẽ chiếm tỷ lệ chủ yếu trong lợi nhuận tài chính trong thời kỳ dự báo.

Lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết

CMC giữ 49% vốn điều lệ của Công ty cổ phần Cơ sở hạ tầng viễn thông CMC, 50% vốn điều lệ của Công ty

Đầu tư của CMC vào các cty liên doanh liên kết (triệu đồng)	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Tổng	32,564	30,257	32,109	37,358	43,539	50,826
Công ty liên doanh CMC Segmenta	3,964	2,735	2,735	3,009	3,310	3,641
Công ty cổ phần Cơ sở hạ tầng viễn thông CMC	19,600	18,522	20,374	24,449	29,339	35,207
Dự án xây dựng cơ sở hạ tầng kỹ thuật	9,000	9,000	9,000	9,900	10,890	11,979
Tỷ suất sinh lời						
Công ty liên doanh CMC Segmenta	-31%	0%	10%	10%	10%	10%
Công ty cổ phần Cơ sở hạ tầng viễn thông CMC	-6%	10%	20%	20%	20%	20%
Dự án xây dựng cơ sở hạ tầng kỹ thuật	0%	0%	10%	10%	10%	10%
Lãi/(lỗ) từ vốn góp của CMC vào các liên doanh	(2,307)	1,852	5,248	6,181	7,288	8,603
Công ty CP Liên doanh CMC-Segmenta	(1,229)	-	274	301	331	364
Công ty cổ phần Cơ sở hạ tầng viễn thông CMC	(1,078)	1,852	4,075	4,890	5,868	7,041
CMC - Dự án cơ sở hạ tầng kỹ thuật liên doanh với Hanel	-	-	900	990	1,089	1,198

Nguồn: HSC ước tính

liên doanh CMC Segmenta và 50% trong dự án cơ sở hạ tầng kỹ thuật liên doanh với Hanel (xây dựng nơi làm việc cho các lập trình viên, kỹ thuật viên và mảng BPO của CMC).

Những liên doanh này không được đưa vào bảng báo cáo tài chính của CMC. Do đó, lãi hay lỗ từ vốn góp của CMC vào các liên doanh này sẽ được đưa vào bảng báo cáo kết quả kinh doanh dưới dạng lợi nhuận từ liên doanh vào cuối năm và tổng giá trị vốn góp sẽ được đưa vào bảng cân đối kế toán dưới dạng vốn góp vào liên doanh.

Năm 2009, Công ty liên doanh CMC Segmenta và Công ty cổ phần cơ sở hạ tầng viễn thông CMC lỗ 2.3 tỷ đồng trên vốn góp. Đồng thời, dự án cơ sở hạ tầng cũng không đem lại lợi nhuận. Chúng tôi dự kiến Công ty cổ phần Cơ sở hạ tầng viễn thông CMC sẽ đem lại lợi nhuận với tỷ lệ 10% vốn góp năm 2010 và 20% trong giai đoạn 2011-2014 khi công ty liên doanh CMC Segmenta và dự án cơ sở hạ tầng đem lại tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư là 10% trong giai đoạn 2011-2014.

Thuế thu nhập doanh nghiệp

Các công ty con gồm Công ty cổ phần an toàn và bảo mật thông tin CMC, công ty cổ phần phần mềm CMC và Công ty CMC Blue France được hưởng mức thuế suất 10% dành cho các công ty phần mềm. Các công ty con, công ty liên doanh, liên kết khác chịu mức thuế suất 25%. Do vậy, mức thuế suất hiệu lực trong giai đoạn dự báo dự kiến là 21%.

Số lượng cổ phiếu lưu hành và EPS

Hiện tại, CMC đang có tổng cộng 63,536,267 cổ phiếu đang lưu hành. Các cổ đông của CMC đã thông qua việc phát hành thêm 1,089,510 cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên và 7,200,000 cổ phiếu cho đối tác chiến lược nước ngoài. Mặc dù chúng tôi vẫn chưa có thông tin chi tiết về thời gian phát hành hay tên của đối tác chiến lược mà công ty sẽ phát hành, nhưng chúng tôi tin tưởng công ty sẽ tìm được đối tượng để chào bán số cổ phiếu phát hành thêm nói trên. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định việc phát hành cho cán bộ công nhân viên sẽ được thực hiện năm 2010 và phát hành cho đối tác chiến lược sẽ được hoàn thành trong năm 2012. Dựa trên những giả định này, chúng tôi dự tính EPS của CMC sẽ là 2,432 đồng năm 2010, tăng 27.7% so với 2009.

Chúng tôi ước tính EPS năm 2011 sẽ là 3,544 đồng (tăng 45.7% so với 2010) khi mảng viễn thông đem lại nhiều lợi nhuận hơn. Năm 2012, dự kiến EPS sẽ tăng lên 4,688 đồng (tăng 32.3% so với 2011). Trong giai đoạn 2013-2014, chúng tôi dự kiến EPS sẽ tăng 23.5% và 35.5% lên 5,774 đồng và 7,825 đồng.

Hoạt động kinh doanh

Được thành lập năm 1993 với ngành kinh doanh chính là lắp ráp máy tính và phân phối sản phẩm công nghệ thông tin truyền thông, CMC đã dần trở thành một công ty công nghệ thông tin viễn thông cung cấp đầy đủ các dịch vụ với doanh thu đạt 203 triệu USD năm 2009. Lực lượng cán bộ công nhân viên tăng lên khoảng 1,600 vào thời điểm hiện tại so với khoảng chục người tại thời điểm thành lập công ty.

Cơ cấu tổ chức của CMC bao gồm công ty mẹ và 9 công ty con/công ty liên doanh hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần và công ty TNHH. CMC nắm giữ ít nhất 50% vốn tại các công ty con, trừ Công ty cổ phần Cơ sở hạ tầng viễn thông CMC có 51% cổ phần do nhà nước nắm giữ theo luật định. Chúng tôi cho rằng cơ cấu tổ chức này cho phép CMC có thể phát huy tối đa tiềm năng của từng ngành nghề kinh doanh trong khi vẫn giữ được mức độ kiểm soát tập trung cao.

Sau một thập kỷ phát triển dựa trên ba mảng kinh doanh cốt lõi là tích hợp hệ thống, lắp ráp máy tính, và phân phối sản phẩm công nghệ thông tin truyền thông mà trong đó, mảng lắp ráp máy tính và phân phối công nghệ thông tin truyền thông có tỷ suất lợi nhuận thấp và áp lực cạnh tranh cao, hiện CMC đang nỗ lực chuyển hướng mô hình kinh doanh sang các mảng có tỷ suất lợi nhuận cao gồm tích hợp hệ thống, phần mềm, viễn thông và các dịch vụ giá trị gia tăng.

Năm 2009, phần lớn lợi nhuận của CMC là từ mảng tích hợp hệ thống (28.5%), phân phối (khoảng 47.3%) và lắp ráp máy tính (17.9%). Dịch vụ phần mềm chỉ chiếm 3.5% trong tổng doanh thu. Mảng kinh doanh mới là viễn thông được đã được vào thử nghiệm năm 2009 và chiếm 2.9% tổng doanh thu.

Nhờ vào mảng phân phối, doanh thu của công ty đạt tốc độ tăng trưởng bình quân gộp là 47.5%/năm trong giai đoạn 2007-2009. Doanh thu trên mỗi nhân viên của CMC năm 2009 là 125,000 USD. Đây là mức cao so với mức doanh thu hằng năm bình quân của ngành (đạt 110,000 USD).

Trong khi lợi nhuận thuần của mảng tích hợp hệ thống đạt 5.7%, một mức tạm chấp nhận được, thì mảng lắp ráp máy tính và phân phối công nghệ thông tin truyền thông, vốn là những ngành kinh doanh có giá trị gia tăng thấp, chỉ đạt tỷ suất lợi nhuận thuần là 1.7% và 2.8%. Điều đáng lo ngại nhất là thị trường hiện đang có quá nhiều công ty tham gia kinh doanh cạnh tranh lẫn nhau, đồng thời rào cản gia nhập ngành thấp với vũ khí cạnh tranh duy nhất là giá cả, do đó, xu hướng suy giảm của tỷ suất lợi nhuận sẽ còn tiếp tục.

Tốc độ tăng trưởng gộp bình quân hàng năm của lợi nhuận trước thuế đạt mức thấp là 17.5% so với tốc độ tăng trưởng bình quân gộp hàng năm của doanh thu là 47.5% trong cùng thời kỳ do 1) cơ cấu doanh thu không hợp lý; 2) chi phí để mở ra ngành kinh doanh mới như viễn thông. Chi phí bán hàng và quản lý của CMC đã lên tới 9.7% vào năm 2008 trước khi giảm xuống mức 8.5% trong năm 2009.

Bởi vậy, CMC thuộc một trong những công ty công nghệ có tỷ suất lợi nhuận thấp nhất tại Việt Nam. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế năm 2009 của công ty chỉ đạt 3.6% so với 6.7% của FPT. Một điểm thú vị là tình hình hiện tại của CMC cũng giống như FPT vào vào năm 2006, trước khi đại gia này chuyển hướng kinh doanh sang các lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận cao là tích hợp hệ thống, dịch vụ phần mềm, các dịch vụ giá trị gia tăng ứng dụng trên điện thoại và internet, một chiến lược mà CMC cũng đang theo đuổi.

Mặc dù chiến lược mới này tiềm ẩn những rủi ro nhất định, nhưng chúng tôi cho rằng với việc tỷ suất lợi nhuận của mảng phân phối công nghệ thông tin truyền thông và lắp ráp máy tính suy giảm do áp lực cạnh tranh ngày càng cao thì CMC không còn lựa chọn nào khác.

Bên cạnh việc chuyển sang các ngành có tỷ suất lợi nhuận cao, chúng tôi cho rằng việc kiểm soát chi phí cũng giữ vai trò hết sức quan trọng trong sự phát triển của CMC trong những năm tới.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh

- *Tổng quan:* Có ban giám đốc nhiệt huyết, tập trung vào ngành kinh doanh cốt lõi đúng hướng.
- *Tích hợp hệ thống:* Có bề dày kinh nghiệm và có mối quan hệ gần gũi với các công ty thuộc khối tài chính và ngân hàng, trường đại học, các cơ quan chính phủ, các ngân hàng và các công ty bảo hiểm.
- *Phần mềm:* Có bề dày kinh nghiệm và năng lực phát triển phần mềm, có thương hiệu tốt trong lĩnh vực cung cấp các sản phẩm và giải pháp phần mềm, an ninh trọn gói cho các công ty thuộc khối tài chính và ngân hàng, các trường đại học, thư viện và các cơ quan chính phủ.
- *Viễn thông:* Có cơ sở hạ tầng tiên tiến và chiến lược phát triển khôn khéo – chiến lược “nhà cung cấp trung lập” với nhiều dịch vụ giá trị gia tăng khác nhau.
- *Lắp ráp máy tính:* Có thương hiệu máy tính mạnh.

Điểm yếu

- *Tổng quan:* Chưa hiệu quả trong việc quản lý chi phí và vốn lưu động khiến tỷ lệ chi phí bán hàng, quản lý và chi phí lãi vay còn cao; dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thấp.
- *Phần mềm:* Là một công ty mới gia nhập các thị trường gia công phần mềm tại Nhật Bản và Châu Âu và sẽ cần có thời gian để tạo lập chỗ đứng trên thị trường.
- *Viễn thông:* Doanh thu bình quân trên một thuê bao/tháng cao do sự đầu tư lớn vào cơ sở hạ tầng tiên tiến hạn chế số lượng khách hàng và tiềm năng phát triển.

- *Lắp ráp máy tính:* Tỷ suất lợi nhuận giảm sút do chiến lược cạnh tranh gay gắt về giá, việc thực thi luật liên quan đến bản quyền phần mềm sau khi Việt Nam gia nhập WTO.
- *Phân phối:* Tỷ suất lợi nhuận suy giảm.

Cơ hội

- *Tổng quan:* Mô hình kinh doanh mới, lấy các ngành kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng cao làm trọng tâm bao gồm: tích hợp hệ thống, phần mềm và viễn thông.
- *Tích hợp hệ thống:* Nhu cầu ngày càng tăng từ các doanh nghiệp lớn và vừa do áp lực cạnh tranh gay gắt sau khi Việt Nam gia nhập WTO.
- *Phần mềm:* Thị trường gia công phần mềm tại Châu Âu lớn và nhu cầu đang tăng lên, việc thực thi luật liên quan đến bản quyền phần mềm sau khi Việt Nam gia nhập WTO sẽ tạo thuận lợi cho việc tăng doanh thu bán hàng trong nước.

Thách thức

- *Tổng quan:* Cạnh tranh mạnh từ các doanh nghiệp trong nước như FPT và từ các doanh nghiệp nước ngoài trong bối cảnh chính phủ mở cửa thị trường trong nước sau khi gia nhập WTO.
- *Rủi ro quản lý:* Việc chuyển sang mô hình kinh doanh mới, mở rộng sang các lĩnh vực kinh doanh mới như viễn thông và gia công phần mềm tiềm ẩn rủi ro mất kiểm soát và rủi ro nảy sinh những mẫu thuẫn trong những lĩnh vực kinh doanh chính.

Công ty con	Lĩnh vực kinh doanh chính	Động lực tăng trưởng	Đối thủ cạnh tranh
Công ty TNHH Tích hợp Hệ thống CMC (CMC SI)	Cung cấp các giải pháp tổng thể chuyên ngành; cung cấp dịch vụ tư vấn, thiết kế và tích hợp các giải pháp; dịch vụ đào tạo CNTT và cung cấp các sản phẩm CNTT-VT...	Kinh nghiệm và mối quan hệ lâu năm với ngân hàng, các công ty bảo hiểm-tài chính, các cơ quan chính phủ và các trường đại học	FPT (FIS), HPT, Sao Bắc Đẩu
Công ty TNHH Giải pháp Phần mềm CMC (CMC Soft)	Sản xuất phần mềm, cung cấp giải pháp phần mềm, cung cấp các dịch vụ phần mềm và nội dung, cung cấp dịch vụ thuê ngoài phần mềm, giải pháp ERP.	Các giải pháp/gói phần mềm cho các cơ quan chính phủ, quản lý hành chính các doanh nghiệp lớn và vừa, các thư viện và trường đại học, các dịch vụ thuê ngoài và gia công phần mềm	Global Cybersoft Vietnam, FPT, CSC, Anh Quân, Lạc Việt, Tinh Vân
Công ty TNHH Máy tính CMS (CMS Computer)	Sản xuất và lắp ráp máy tính Thương hiệu Việt Nam, phân phối các sản phẩm công nghệ thông tin.	Thương hiệu máy tính số 1 Việt Nam	FPT (Elead), Vietronics Tan Binh, Trần Anh, Mekong Green, HP, Acer
Công ty TNHH Phân phối CMC (CMC Distribution)	Phân phối các sản phẩm Công nghệ thông tin và Viễn thông	Khoảng 600 đại lý trên khắp cả nước	FPT (FDS), Trần Anh, Petroset-co (PET), Vĩnh Xuân, Vĩnh Trinh
Công ty CP Dịch vụ Viễn thông CMC (CMC Telecom)	Cung cấp các dịch vụ tích hợp ICT, one connection, one stop shop, thương mại điện tử và các dịch vụ gia tăng; cung cấp dịch vụ nội dung số, lưu trữ và khai thác cơ sở dữ liệu	Hạ tầng hiện đại trên nền cáp quang với công nghệ FTTx, GPON và nhiều dịch vụ giá trị gia tăng (trung tâm thông tin khách hàng, dịch vụ inbound và outbound, thoại đa phương, hội nghị trực tuyến	VNPT, Viettel, FPT, Saigontel
Công ty CP Hạ tầng Viễn thông CMC (CMC TI)	Thiết lập hạ tầng mạng và cung cấp dịch vụ viễn thông cố định và internet trên nền cáp quang		
Công ty CP An ninh An toàn Thông tin (CMC InfoSec)	Cung cấp các giải pháp, phần mềm, dịch vụ bảo mật hệ thống, an ninh an toàn thông tin.	Kinh nghiệm lâu năm trong việc cung cấp các giải pháp an ninh mạng các công ty bảo hiểm - tài chính - ngân hàng, các cơ quan chính phủ...	BKIS, Anh Quân, Tinh Vân
CTCP Liên doanh CMC-Segmenta (CMC-Segmenta)	Sản xuất phần mềm, cung cấp các dịch vụ phần mềm ERP của SAP, đào tạo và cung cấp nhân lực tư vấn phần mềm cao cấp tại thị trường Việt Nam và châu Âu	Nhu cầu từ các công ty lớn và vừa tăng mạnh do sức ép cạnh tranh từ việc gia nhập WTO	FPT, các công ty nước ngoài
Công ty CMC Blue France	Cung cấp dịch vụ thuê ngoài công nghệ thông tin (ITO) và dịch vụ thuê ngoài tác nghiệp (BPO) tại thị trường châu Âu	Thị trường gia công phần mềm châu Âu lớn và đang tăng trưởng	Các công ty gia công phần mềm của Ấn Độ, Trung Quốc và các nước khác

Nguồn: HSC

Cơ cấu cổ đông của CMC	Khối lượng	%
CTCP XNK TH	6,324,265	10.0%
Agribank	3,200,000	5.0%
Bao Viet Holdings	3,200,000	5.0%
MVI Ltd.	13,360,000	21.0%
Cty TNHH Đầu tư Mỹ Linh	13,360,000	21.0%
Các cá nhân khác	24,092,002	37.9%
Tổng	63,536,267	100.0%

Nguồn: CMC

PHỤ LỤC

CTCP Tập Đoàn Công Nghệ CMC_Mã cổ phiếu: CMG - HOSE

Thứ năm, ngày 21 tháng 01 năm 2010

TÓM TẮT SỐ LIỆU TÀI CHÍNH	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Doanh thu (triệu đồng)	2,074,799	3,387,235	4,582,321	5,936,666	7,350,048	8,988,761	10,652,566
Tăng trưởng doanh thu (%)	77.5%	63.3%	35.3%	29.6%	23.8%	22.3%	18.5%
LN thuần (triệu đồng)	86,938	123,029	162,923	240,628	335,534	435,170	588,594
Tăng trưởng LN thuần (%)	20.2%	41.5%	32.4%	47.7%	39.4%	29.7%	35.3%
EPS (đồng)	2,564	1,905	2,432	3,544	4,688	5,774	7,825
Tăng trưởng EPS (%)		-25.7%	27.7%	45.7%	32.3%	23.2%	35.5%
BVPS (đồng)	10,571	11,427	12,869	15,011	18,339	21,542	27,163
Tăng trưởng BVPS (%)		8.1%	12.6%	16.6%	22.2%	17.5%	26.1%
DOANH THU & TĂNG TRƯỞNG	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Doanh thu thuần (LHS)	2,001,186	3,387,235	4,582,321	5,936,666	7,350,048	8,988,761	10,652,566
Tăng trưởng doanh thu (RHS) (%)	80.6%	69.3%	35.3%	29.6%	23.8%	22.3%	18.5%
Số lượng CP bình quân	63,536,014	63,536,267	64,081,022	64,625,777	68,225,777	71,825,777	71,825,777
Số CP đang lưu hành	63,536,267	63,536,267	64,625,777	64,625,777	71,825,777	71,825,777	71,825,777
BÁO CÁO KQHĐKD (triệu đồng)	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
Doanh thu	2,001,186	3,387,235	4,582,321	5,936,666	7,350,048	8,988,761	10,652,566
EBITDA	137,248	257,610	427,330	611,881	815,969	1,048,473	1,345,712
Khấu hao	3,873	30,697	86,891	149,945	219,969	305,678	408,384
EBIT	133,376	226,913	340,439	461,936	596,001	742,795	937,329
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	26,743	10,400	7,819	15,244	15,244	15,244	15,244
Lãi vay	22,137	80,450	134,208	157,344	171,274	184,885	182,720
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	111,408	148,761	204,379	299,344	418,546	550,623	746,005
Lợi nhuận khác	866	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	112,274	148,761	206,231	304,592	424,727	557,911	754,608
Thuế thu nhập	24,300	23,434	43,309	63,964	89,193	122,740	166,014
Thuế thu nhập hoãn lại							
Lợi nhuận thuần	87,974	125,327	161,071	235,380	329,353	427,883	579,991
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Tiền mặt	177,375	258,359	223,721	204,776	245,776	380,547	457,207
Đầu tư ngắn hạn	4,008	-	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	617,363	602,626	815,245	1,056,198	1,307,654	1,599,199	1,895,209
Hàng tồn kho	485,708	643,575	870,641	1,068,600	1,323,009	1,528,089	1,810,936
Tài sản ngắn hạn khác	50,523	80,648	109,103	141,349	175,001	214,018	253,633
Tài sản cố định hữu hình	44,167	186,788	289,010	272,381	254,482	235,180	214,324
Tài sản cố định vô hình	570	96,146	191,999	280,401	349,483	391,494	390,759
Đầu tư dài hạn	173,941	183,691	181,384	183,237	188,485	194,666	201,953
Tài sản dài hạn khác	115,026	125,163	61,098	79,156	98,001	119,850	142,034
Tổng tài sản	1,668,682	2,176,997	2,742,201	3,286,097	3,941,890	4,663,043	5,366,055
Nợ ngắn hạn	915,962	1,182,058	1,599,113	2,029,460	2,461,176	2,957,290	3,309,331
Nợ ngắn hạn chịu lãi	607,351	651,391	881,216	1,099,383	1,309,669	1,549,051	1,640,428
Nợ dài hạn	72,133	257,512	301,415	261,571	193,862	109,132	38,398
Nợ dài hạn chịu lãi	68,976	256,157	299,582	259,196	190,922	105,536	34,137
Vốn chủ sở hữu	671,639	726,057	824,630	970,087	1,251,181	1,547,306	1,950,978
Vốn khác của chủ sở hữu	295	3,370	7,443	13,459	21,847	32,727	47,441
Tổng nguồn vốn	1,660,029	2,168,997	2,732,601	3,274,577	3,928,066	4,646,454	5,346,149

PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
P/E (tại mức giá mục tiêu)	13.36	17.99	14.09	9.67	7.31	5.93	4.38
P/B (tại mức giá mục tiêu)	3.24	3.00	2.66	2.28	1.87	1.59	1.26
Tăng trưởng EBITDA (%)	24.3%	87.7%	65.9%	43.2%	33.4%	28.5%	28.3%
Tỷ suất EBITDA (%)	6.9%	7.6%	9.3%	10.3%	11.1%	11.7%	12.6%
Tăng trưởng EBIT (%)	23.9%	70.1%	50.0%	35.7%	29.0%	24.6%	26.2%
Tỷ suất EBIT (%)	6.7%	6.7%	7.4%	7.8%	8.1%	8.3%	8.8%
Tăng trưởng LN thuần (%)	21.6%	42.5%	28.5%	46.1%	39.9%	29.9%	35.5%
Tỷ suất LN thuần (%)	4.2%	3.6%	3.6%	4.1%	4.6%	4.8%	5.5%
Thuế suất hiện hành (%)	21.8%	16.0%	21.0%	21.0%	21.0%	22.0%	22.0%
Tiền mặt/(nợ) thuần/vốn chủ (x)	-120.7%	-162.7%	-203.3%	-215.1%	-192.6%	-173.6%	-148.2%
ROE (%)	12.9%	16.9%	19.8%	24.8%	26.8%	28.1%	30.2%
ROA (%)	5.2%	5.7%	5.9%	7.3%	8.5%	9.3%	11.0%
EV/EBITDA (tại mức giá mục tiêu)	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
MC	2,176,986						
Tiền mặt/(nợ) thuần	(810,720)	(1,181,211)	(1,676,807)	(2,086,255)	(2,409,262)	(2,685,875)	(2,890,521)
EV	2,987,706	3,358,197	3,853,793	4,263,241	4,586,248	4,862,861	5,067,507
EBITDA	137,248	257,610	427,330	611,881	815,969	1,048,473	1,345,712
EV/EBITDA	21.77	13.04	9.02	6.97	5.62	4.64	3.77

Nguồn: HSC ước tính

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH
HO CHI MINH CITY SECURITIES CORPORATION

TRỤ SỞ CHÍNH

Lầu 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPHCM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: infor@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn