

Việt Nam: Ngành Công nghệ
5 October 2026
CMG
**NĂM GIỮ - Kém khả quan
(Hạ bậc khuyến nghị)**
Upside: +2,3%
Đóng cửa: 23/09/2026

Giá hiện tại: 22.800 đồng

GMT 12 tháng: 23.319 đồng

GMT trước đó: 55.093 đồng

Thay đổi GMT: -58%

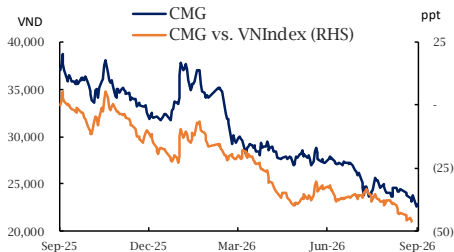
Tiêu điểm

- ▶ **Hạ khuyến nghị xuống NĂM GIỮ - Kém KQ** với GMT mới thấp hơn 58% GMT trước đó.
- ▶ **KQKD FY1Q26 có sự phân hóa.** Dù đã đạt 20% kế hoạch doanh thu cả năm của công ty và 22% dự báo của chúng tôi nhờ sự tăng trưởng từ mảng hạ tầng số (+20% YoY) và mảng kinh doanh quốc tế (+17% YoY).
- ▶ **Nhưng LNST giảm -13% YoY** do không còn ghi nhận lãi tỷ giá cùng với chi phí khấu hao tăng cao.

Quan điểm

- ▶ **Động lực tăng trưởng trung hạn** của CMG phụ thuộc lớn vào TTDL siêu quy mô mới và mảng kinh doanh quốc tế, tuy nhiên cả hai mảng này đều đối mặt với áp lực cạnh tranh gay gắt về giá cả và chất lượng dịch vụ.
- ▶ **Bẫy định giá?** P/E FY26E đang ở mức 13,2x bất chấp hiệu quả hoạt động rất thấp (ROE ~11%) so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.
- ▶ **GMT mới là 23.319 đồng mang lại mức upside khiêm tốn +2,3%**, do FCFF âm sâu bởi khoản capex lớn áp đảo trong thời gian sắp tới.

Hồ sơ doanh nghiệp: Tập đoàn Công nghệ CMC (HOSE: CMG) là một trong những tập đoàn ICT hàng đầu Việt Nam, hoạt động trên 4 trụ cột kinh doanh chính: Hạ tầng số, Dịch vụ CNTT, Kinh doanh quốc tế và Giáo dục. CMG sở hữu cơ sở khách hàng đa dạng trải dài từ khối Tài chính - Ngân hàng - Bảo hiểm (BFSI), các cơ quan Chính phủ, doanh nghiệp FDI cho đến khối SME. Nhờ hợp tác chiến lược với các tập đoàn công nghệ hàng đầu thế giới cùng hệ sinh thái giáo dục tạo nguồn nhân lực đầu vào, CMG hướng tới việc nâng cao vị thế trong lĩnh vực chuyển đổi số công nghệ cao và dịch vụ điện toán đám mây tại khu vực.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (tỷ USD)	204,3
GTGD BQ 6T (triệu USD)	0,25
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	233
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	46%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	36,3%
Cổ đông lớn (%)	48,3%
Nợ vay/ VCSH 2026E	0,92x
P/E 2026E	13,2x
Tỷ suất cổ tức 2026E	0%
Room ngoại còn lại (%)	13,7%

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính	Mar-24A	Mar-25A	Mar-26E	Mar-27E
Doanh thu	8.203	9.561	10.737	12.011
LN HKKD	503	610	400	524
LNST	427	517	530	654
EPS (đồng)	1.428	1.774	1.732	2.037
+/- EPS (%)	38,0%	24,2%	-2,4%	17,6%
P/E (x)	31,35	18,24	13,17	11,19
ROE (%)	12,2%	13,3%	12,2%	13,3%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DPS (đồng)	-	-	-	-

Nguồn: Fiinpro, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích :
Nhi Lý
nhi.ly@yuantavietnam.com.vn
<http://yuantavietnam.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC (CMG)
Định giá thiếu động lực bứt phá

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng giai đoạn 2025–2030 trên tất cả các mảng kinh doanh cốt lõi của CMG, phản ánh áp lực cạnh tranh gay gắt cùng những rào cản mang tính cấu trúc nội bộ. Chúng tôi cho rằng sự thiếu hụt động lực tăng trưởng từ lợi nhuận cốt lõi đã che mờ khả năng tái định giá.

Mảng hạ tầng số đang gặp bất lợi cạnh tranh rõ rệt về quy mô công suất lẫn năng lực kỹ thuật chuyên sâu so với top 3 doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trung tâm dữ liệu (TTDL) trong nước. Kế hoạch rót vốn lớn TTDL mới đến năm 2030 là rủi ro chính đối với dòng tiền, đồng thời sẽ tạo ra gánh nặng lớn về chi phí lãi vay và khấu hao trong thời gian tới.

Mảng CNTT tiếp tục bị gò bó do phụ thuộc nhiều vào khối khách hàng nhà nước và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME). Mặc dù được hưởng lợi từ làn sóng chuyển đổi số quốc gia, chúng tôi cho rằng các quy định trần giá nghiêm ngặt, thủ tục đấu thầu chặt chẽ và thời gian thu hồi nợ kéo dài sẽ làm hẹp dư địa cải thiện biên lợi nhuận.

Mảng kinh doanh quốc tế còn dậm chân ở phân khúc gia công và bảo trì giá trị thấp. Mảng này phải chịu áp lực cạnh tranh về giá rất lớn từ các thị trường giá rẻ như Indonesia hay Philippines, cùng với đó là nguy cơ bị xáo trộn do AI đang dần thay thế các dịch vụ CNTT giá công phân khúc thấp.

Mảng giáo dục vẫn đang trong giai đoạn thâm dụng vốn để đầu tư cơ sở hạ tầng và hoạt động chiêu sinh. Chúng tôi dự báo mảng này sẽ bắt đầu có lãi ròng từ năm FY2028E, do đó khó có thể sớm đóng góp vào KQKD hợp nhất của tập đoàn.

Dự báo của YSVN vs. các bên. LNST năm FY2026E của CMG được chúng tôi dự báo tăng +2,5% YoY — cao hơn 9,2% so với dự báo chung trên Bloomberg nhưng khá sát với kế hoạch công ty đề ra. Dù vậy, GMT mới của chúng tôi về cơ bản vẫn tương đương với mức đồng thuận của thị trường, do góc nhìn thận trọng hơn trong dài hạn đã triệt tiêu dư địa tăng trưởng ngắn hạn.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với CMG xuống NĂM GIỮ - Kém qua quan với GMT mới 23.319 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu hiện thiếu các động lực hỗ trợ ngắn hạn đủ tin cậy, đồng thời không có cổ tức tiền mặt để tạo biên độ an toàn cho nhà đầu tư. Bên cạnh đó, hệ số Beta tương đối cao cũng thể hiện các rủi ro về biến động giá.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX B.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Yếu tố nào làm thay đổi quan điểm trước đây của chúng tôi?

Chúng tôi hạ GMT đối với CMG -58%, từ mức 55.093 đồng/cổ phiếu (đã điều chỉnh) xuống 23.319 đồng/cổ phiếu. Sự điều chỉnh giảm này xuất phát từ việc thay đổi các quan điểm định giá, phản ánh những điều chỉnh giảm đối với tốc độ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận trên cả 4 mảng kinh doanh cốt lõi trong suốt giai đoạn dự báo, phù hợp với một kịch bản tăng trưởng thận trọng hơn.

Hình 1: Tóm tắt dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2026E–2027E

Forecast revision	2025A	Previous forecasts		New forecasts	
		2026E	2027E	2026E	2027E
Revenues (VND bn)	9,561	10,721	13,353	10,737	12,011
Digital Infrastructure	3,596	3,772	4,560	4,025	4,690
growth YoY	17.2%	18.2%	19.2%	11.9%	16.5%
Technology & Solutions	4,034	4,621	5,870	4,167	4,360
growth YoY	14.0%	23.2%	25.2%	3.3%	4.6%
International Business	1,581	1,806	2,331	2,076	2,409
growth YoY	23.8%	25.2%	10.0%	31.3%	16.0%
Education	103	124	191	156	202
growth YoY	77.0%	-1.0%	-1.0%	53.4%	29.0%
Others	247	398	400	313	350
GP (VND bn)	1,729	2,169	2,735	1,837	2,127
Gross margin (%)	18.1%	20.2%	20.5%	17.1%	17.7%
EBITDA (VND bn)	1,144	1,227	1,511	1,276	1,638
EBIT (VNDbn)	711	758	982	867	1,045
Blended EBIT margin (%)	7.4%	7.1%	7.4%	8.1%	8.7%
EBT margin (%)	5.8%	5.0%	5.0%	5.8%	6.4%
Digital Infrastructure	11.7%	12.0%	12.0%	11.4%	12.0%
Technology & Solutions	2.9%	1.9%	2.0%	2.4%	2.8%
International Business	8.5%	13.0%	13.1%	8.1%	7.4%
Education	-30.9%	20.0%	30.0%	-28.4%	-10.5%
NPAT (VND bn)	517	674	873	530	654
Net margin (%)	5.4%	6.3%	6.5%	4.9%	5.4%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

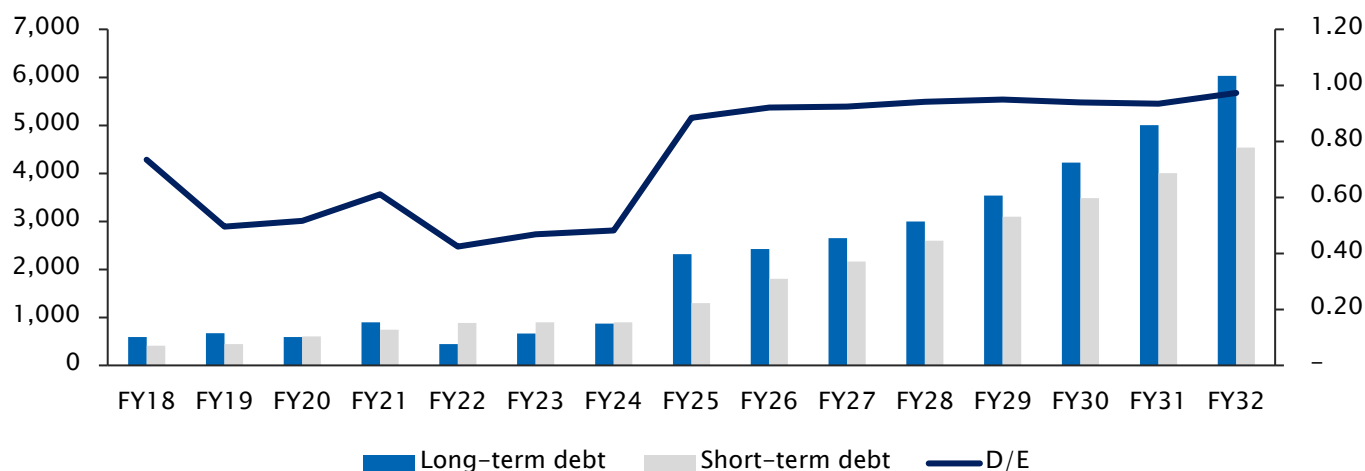
1. Mảng Hạ tầng số – Câu chuyện tăng trưởng cốt lõi chưa chín mùi

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu do đà tăng trưởng đang chậm lại. Công suất TTDL hiện hữu (~16MW) không còn dư địa tăng trưởng đột biến, trong khi dự án TTDL mới có quy mô lớn 120MW vẫn đang trong quá trình phát triển và khó có thể tạo ra dòng tiền trong ngắn hạn. Do đó, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng doanh thu năm FY2026E từ +18,2% YoY xuống +11,9% YoY (so với mức nền cao của năm FY2025). Điều này tiếp tục thu hẹp CAGR giai đoạn FY2025–2030E từ 18,5% xuống 16,8%.

Gánh nặng capex là điểm cần lưu ý. Tỷ lệ D/E vốn duy trì ở mức lành mạnh 0,5x trong FY2024, đã vọt lên ~0,9x trong FY2025 sau đợt phát hành trái phiếu (mệnh giá 1.250 tỷ đồng, lãi suất 5,5%) để tài trợ cho dự án TTDL mới (DC SHTP), và tiếp tục duy trì ở quanh mức 0,91x tại FY1Q26.

Chúng tôi ước tính CMG sẽ cần huy động thêm 3.500 tỷ đồng nợ dài hạn để tài trợ 70% tổng vốn đầu tư cho siêu dự án DC SHTP. Tỷ lệ D/E dự báo sẽ dao động quanh mức 0,95x trong giai đoạn sắp tới; áp lực này một phần được bù đắp nhờ giả định chính sách cổ tức bằng cổ phiếu nhằm tăng vốn chủ sở hữu 5% mỗi năm, dù vậy dòng tiền thực tế sẽ không bị ảnh hưởng.

Hình 2: Tỷ lệ D/E tăng mạnh trong FY2025 do nhu cầu tài chính cho siêu dự án DC SHTP



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuenta Việt Nam

Chúng tôi ước tính CMG sẽ đối mặt với áp lực đáo hạn nợ lớn nhất trong 3 năm tài chính tới (2026–2028), với bình quân 430 tỷ đồng nợ dài hạn đến hạn mỗi năm trước khi Giai đoạn 1 (30MW) của siêu dự án DC SHTP đi vào vận hành thương mại. Do đó, gánh nặng chi phí lãi vay lớn cùng với chi phí khấu hao cao từ dự án SHTP sẽ bào mòn lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trong giai đoạn này. CMG chính thức bước vào giai đoạn thâm dụng vốn mà chưa sự bù đắp từ dòng tiền.

Theo đánh giá của chúng tôi, Giai đoạn 1 (30MW trên tổng công suất thiết kế 120MW) của siêu dự án CMC Hyperscale DC tại SHTP khó có thể bắt đầu vận hành thương mại trước năm 2028E. Mặc dù dự án này có thể sẽ đưa CMG vươn lên top 5 nhà vận hành TTDL lớn nhất trong nước và mở rộng công suất lên tới 8,5 lần vào năm FY2032E, cùng với việc mô hình của chúng tôi đã giả định mức tỷ lệ lấp đầy khả quan 90% cho Giai đoạn 1, chất lượng biên lợi nhuận cốt lõi và năng lực thương mại hóa thực tế vẫn cho thấy những bất lợi của CMG trước các đối thủ đầu ngành.

- **Bất lợi so với các doanh nghiệp có vốn nhà nước.** Viettel IDC và VNPT đang sở hữu tệp khách hàng lớn từ khối cơ quan nhà nước nhờ mạng lưới hạ tầng viễn thông phủ sóng toàn quốc và khả năng đáp ứng các quy định nghiêm ngặt về chủ quyền dữ liệu.
- **Sự lép vế về hệ sinh thái tích hợp & các tiêu chuẩn AI.** FPT Telecom (FOX VN – Không đánh giá) áp đảo ở phân khúc khách hàng tại lĩnh vực công nghệ và tập đoàn lớn nhờ hạ tầng cáp quang trong nước vượt trội cùng cam kết chất lượng dịch vụ cao cấp. Trong khi đó, STT VNG nắm giữ lợi thế lớn ở phân khúc bán buôn cho các nhà cung cấp dịch vụ đám mây quy mô lớn, các công ty OTT và giải trí trực tuyến, nhờ tiêu chuẩn vận hành quốc tế từ ST Telemedia và hạ tầng sẵn sàng cho AI (chỉ số PUE ~1,3).

Trong bối cảnh này, CMG đang phải đưa ra mức giá thuê tủ rack thuộc nhóm thấp nhất thị trường nhằm lấp đầy diện tích sàn còn trống với tệp khách hàng phân tán như nhóm SME và khối BFSI truyền thống. Dù vậy, **chúng tôi không cho rằng CMG sở hữu lợi thế thực sự về chi phí** bởi:

- **Mức giá thuê chiết khấu hơn của CMG không đến từ việc tối ưu hóa capex hay chi phí điện/vốn thấp hơn** so với các tập đoàn nhà nước, mà là nỗ lực giữ giá thấp để giữ chân các đơn hàng quy mô nhỏ từ nhóm khách hàng phân mảnh.
- **Ngành TTDL có chi phí chuyển đổi rất cao.** Các khách hàng doanh nghiệp sẵn sàng trả mức giá cao hơn cho Viettel/VNPT vì an ninh chính trị, cho STT VNG vì năng lực tính toán AI và hệ thống tản nhiệt chất lượng cao, hoặc cho FOX nhờ hạ tầng băng thông rộng mạnh mẽ. Do đó, mức

giá thấp của CMG khó có thể giúp công ty giành thêm thị phần đáng kể, đặc biệt là trước thêm thâm nhập vào thị trường bán buôn đầy khắt khe cho dự án SHTP 120MW.

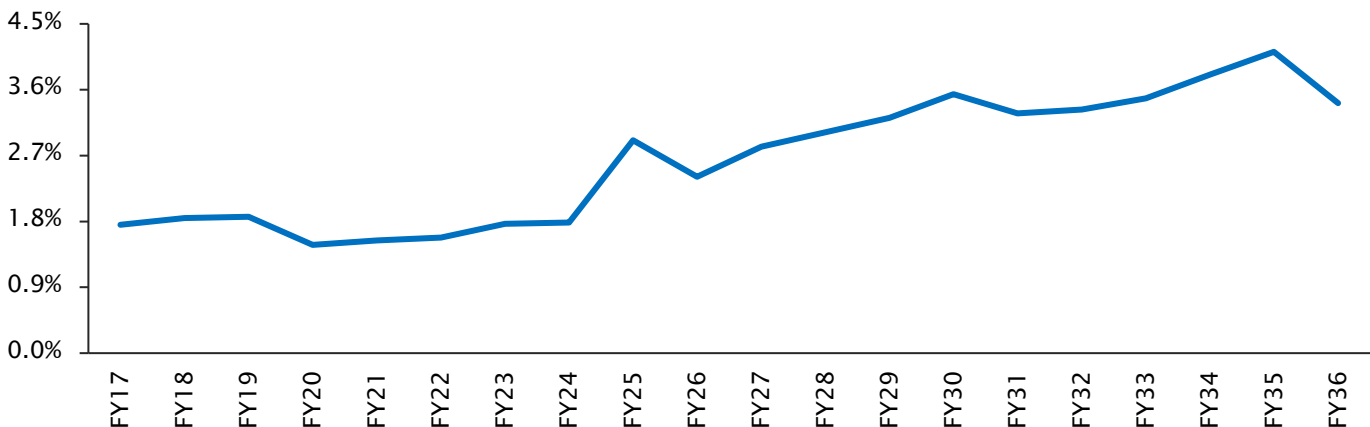
Do đó, dù trên lý thuyết công suất sẽ bật tăng ấn tượng (gấp 8,5 lần hiện tại), nhưng **CMG vẫn đang khá chật vật tìm vị thế trên thị trường** do hạn chế về (1) quy mô và sự bảo hộ pháp lý so với Viettel/VNPT, (2) tầm phủ hệ sinh thái của FOX, và (3) tiêu chuẩn vận hành AI/hyperscale của STT VNG (Vui lòng tham khảo [Phụ lục 1](#) để biết thêm chi tiết các sự khác biệt giữa các TTDL của các nhà vận hành).

2. Dịch vụ CNTT – Biên lợi nhuận mỏng do thiếu các dịch vụ giá trị gia tăng cao

Đà tăng trưởng của mảng dịch vụ CNTT & Giải pháp đang chậm lại rõ rệt khi các hợp đồng lớn từ khối cơ quan nhà nước chững lại. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng doanh thu từ mức hai chữ số xuống còn một chữ số, kéo theo sự sụt giảm của CAGR giai đoạn FY2025–2030E từ 21,3% xuống chỉ còn 5,1%. Đồng thời, chúng tôi cũng hạ dự báo biên LNTT của mảng này từ mức 15% trước đây xuống mức bình quân 2,5%.

Biên lợi nhuận mỏng phản ánh hạn chế năng lực cạnh tranh về giá. Mức biên LNTT khiêm tốn 2–3% phản ánh rõ nét vị thế của CMG ở phân khúc thấp trong chuỗi giá trị CNTT. Tập khách hàng chính của CMG tập trung ở khối SME và các cơ quan nhà nước. Nhóm khách hàng này có đặc thù là quy trình đấu thầu nghiêm ngặt, cạnh tranh gay gắt về giá, biên lợi nhuận bị hạn chế và chu kỳ thanh toán kéo dài.

Hình 3: Mảng CNTT có NPM (%) khiêm tốn do dịch vụ giá trị gia tăng thấp và phụ thuộc tập khách hàng phân mảnh



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Giá trị gia tăng thấp dù hưởng lợi từ chính sách vĩ mô. Khẳng định lại định hướng chiến lược của Nhà nước, các khuôn khổ chính sách gần đây — nổi bật là **Nghị quyết 57-NQ/TW** (ban hành tháng 12/2024 về đột phá phát triển khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia) cùng **Quyết định 1266/QĐ-TTg** (phê duyệt Chiến lược chuyển đổi số quốc gia giai đoạn 2026–2030) — tiếp tục thúc đẩy mạnh mẽ quá trình số hóa trên toàn bộ khối quản trị công và các ngành kinh tế - xã hội trọng điểm.

Hành lang chính sách này có thể tạo ra sức bật cho khối lượng hợp đồng toàn ngành và mở rộng quy mô thị trường mục tiêu trong dài hạn. Tuy nhiên, **đối với CMG, tiềm năng doanh thu không đồng nghĩa với việc mở rộng lợi nhuận ròng:**

- **Khối cơ quan nhà nước đang đặt ưu tiên hàng đầu vào hiệu quả chi phí,** điều này đồng nghĩa với việc ngay cả khi chi tiêu cho CNTT của Chính phủ phục hồi sau những điểm nghẽn giải ngân gần đây, biên lợi nhuận của các hợp đồng vẫn chịu sự kiểm soát chặt chẽ về mặt cấu trúc; và
- **Phạm vi dịch vụ của CMG vẫn chỉ gói gọn trong mảng tích hợp hệ thống truyền thống** và triển khai hạ tầng cơ bản với giá trị gia tăng thấp. Do những hạn chế về sở hữu trí tuệ bản quyền, CMG khó có thể khai thác năng lực cạnh

tranh về giá, khiến biên lợi nhuận bị phụ thuộc lớn vào việc tiết giảm chi phí thiết bị và chi phí vận hành.

3. Kinh doanh quốc tế – Biên LN suy giảm mang tính cấu trúc trước áp lực cạnh tranh gay gắt trên toàn cầu

Nhu cầu chuyển đổi số tại các thị trường quốc tế (Nhật Bản, Châu Âu và khu vực Châu Á - Thái Bình Dương) tiếp tục cho thấy nhiều tín hiệu tích cực. Dù vậy, áp lực cạnh tranh gay gắt trên thực tế cùng với chi phí vận hành gia tăng buộc chúng tôi phải điều chỉnh giảm dự báo CAGR doanh thu giai đoạn FY2025–2030E của khối kinh doanh quốc tế từ 22,6% xuống 17,6%. Đồng thời, chúng tôi hạ mạnh giả định biên LNTT từ 18% xuống còn 8,1%.

Áp lực bám đuổi và “bẫy” cạnh tranh ở phân khúc thấp. Theo chúng tôi, CMG đang đi sau khá xa so với các đối thủ lớn khoảng một thập kỷ về cả quy mô nhân sự lẫn tầm phủ quốc tế. Việc thiếu đi lợi thế quy mô khiến CMG phải cạnh tranh bằng chiến lược giá thấp — một hướng đi đang bào mòn dần biên lợi nhuận.

Năng lực tự chủ công nghệ còn sơ khai. Năng lực ứng dụng AI của CMG hiện mới chỉ dừng lại ở mức tích hợp ứng dụng cơ bản, trong khi các giải pháp phần mềm tự phát triển vẫn đang ở giai đoạn sơ khai. Do đó, công ty vẫn bị mắc kẹt ở các công đoạn lập trình gia công và bảo trì truyền thống, phải cạnh tranh thuần túy về giá với các trung tâm chi phí thấp như Indonesia hay Philippines. Việc bị kẹp giữa giá trị hợp đồng thấp và nguy cơ bình dân hóa dịch vụ đang tạo ra áp lực cấu trúc nặng nề lên khả năng sinh lời của mảng này.

Mảng dịch vụ lập trình gia công đối mặt với rủi ro cấu trúc từ AI và các công cụ tự động hóa. Các nghiên cứu từ Gartner và McKinsey & Company chỉ ra rằng các trợ lý lập trình AI có thể tự động hóa 30–55% các tác vụ lập trình định kỳ, bảo trì hệ thống cũ và kiểm thử chất lượng cơ bản. Trong bối cảnh Gartner dự báo AI sẽ làm sụt giảm đáng kể số giờ làm việc tính phí đối với các tác vụ CNTT đơn giản, khách hàng toàn cầu đang ngày càng gia tăng áp lực đòi chiết khấu phí dịch vụ hoặc chuyển sang mô hình định giá dựa trên kết quả đầu ra.

4. Giáo dục – Chưa thể đóng góp lợi nhuận ròng trong ngắn hạn

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu FY2026E lên +53,4% YoY (so với mức giảm -1,0% YoY trong dự báo trước đó), nhờ mục tiêu mở rộng quy mô tuyển sinh tại Trường Đại học CMC. Dù vậy, theo chúng tôi, đà tăng trưởng trong dài hạn vẫn sẽ chậm lại. Do đó, chúng tôi hạ dự báo CAGR doanh thu giai đoạn FY2025–2030E từ 35% xuống 29% khi quy mô đào tạo dần tiệm cận công suất tối đa của cơ sở hạ tầng hiện hữu.

Đồng thời, chúng tôi hạ mạnh dự báo biên LNTT từ +20% xuống -28,4% trong FY2026E và -10,5% trong FY2027E, do **dự báo mảng này chỉ bắt đầu có lãi ròng từ FY2028E trở đi**. Áp lực chèn ép biên lợi nhuận ngắn hạn chủ yếu đến từ chi phí khấu hao tài sản cố định của cơ sở mới, chi phí tuyển dụng đội ngũ giảng viên chất lượng cao cùng chi phí tiếp thị và thu hút sinh viên.

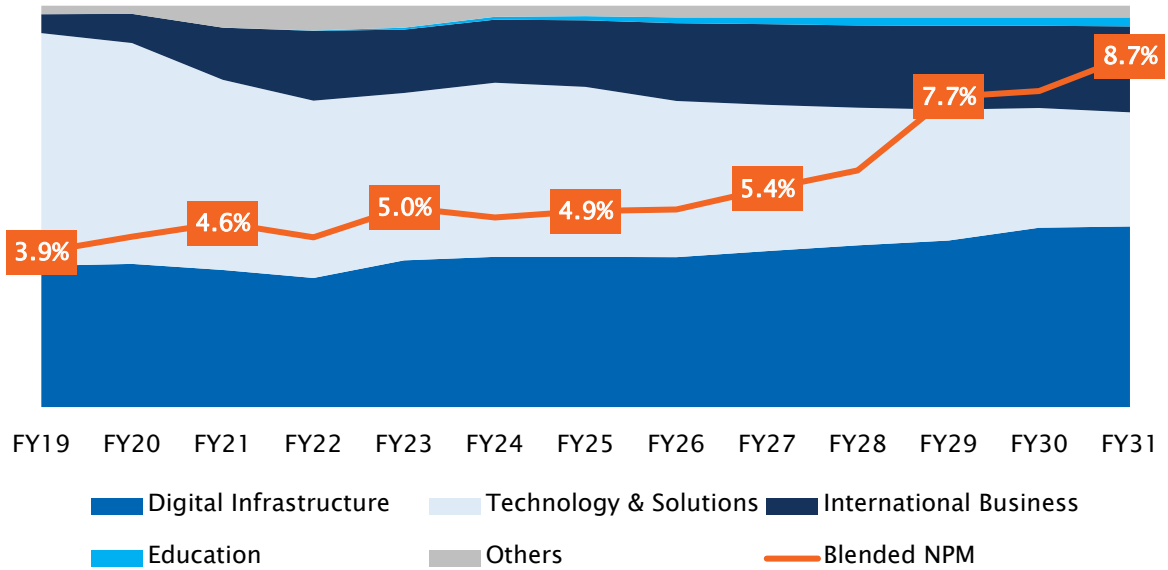
Khác với các đối thủ giáo dục tư nhân đã định hình vị thế (như FPT Education, Nguyễn Hoàng hay Phenikaa) — vốn tận dụng hệ sinh thái K-12 khép kín để tối ưu hóa chi phí thu hút sinh viên/học viên, **CMG hiện chỉ giáo dục bậc đại học mà không có nguồn tuyển sinh đầu vào từ hệ K-12**. Điều này buộc CMG phải phụ thuộc lớn vào các chiến lược tiếp thị đẩy mạnh và học bổng để đạt chỉ tiêu tuyển sinh, qua đó làm tăng vọt chi phí tuyển sinh và bào mòn lợi nhuận trong ngắn hạn.

Bên cạnh đó, là một đơn vị mới gia nhập thị trường với mức độ nhận diện thương hiệu còn hạn chế và điểm chuẩn đầu vào khắt khe, Đại học CMC phải đối mặt với chất lượng sinh viên không đồng đều cùng rủi ro sinh viên bỏ học hoặc chuyển trường cao hơn trong giai đoạn đầu. Áp lực tuyển bù sinh viên liên tục này sẽ tiếp tục làm giảm giá trị vòng đời của mỗi sinh viên.

Sau những điều chỉnh này, chúng tôi dự báo CAGR doanh thu hợp nhất giai đoạn FY2025–2030E của CMG giảm từ 19,5% xuống 12,6%. Chúng tôi vẫn kỳ vọng biên LNTT hợp nhất sẽ cải thiện nhẹ từ 5% lên 6% trong 2 năm tới và tiến tới mức 8–9% trong dài hạn khi TTDL mới

được tích hợp hoàn toàn vào mô hình kinh doanh. Dù vậy, theo quan điểm của chúng tôi, những điểm này là chưa đủ để tạo ra một điểm bước ngoặt để đảo chiều định giá.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh và NPM hợp nhất (%) của CMG



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Định giá P/E đã chạm các mốc thấp lịch sử nhưng vẫn chưa đủ tạo ra biên độ an toàn. Chỉ số P/E TTM của CMG đang tiến gần đến mốc -2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. Dù vậy, chúng tôi không cho rằng vùng định giá này đại diện cho một điểm tựa phòng thủ hấp dẫn, xuất phát từ hai lý do chính sau:

Hình 5: CMG đang giao dịch ở mức P/E TTM là 12,8x, tiến sát mốc -2 độ lệch chuẩn dưới mức bình quân 3 năm



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

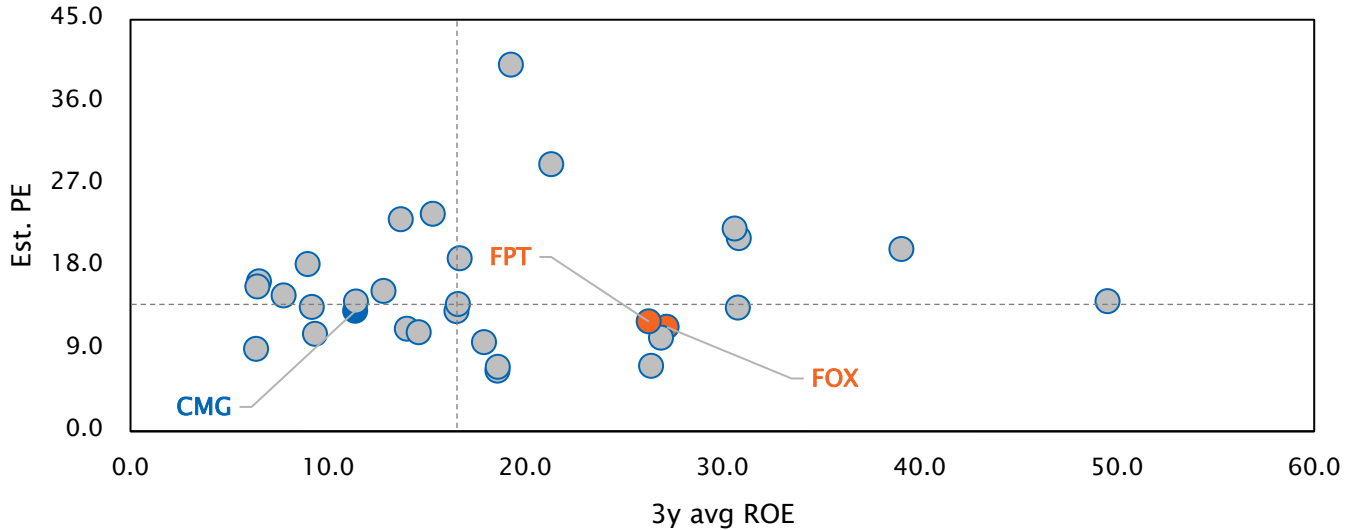
Một là, định giá bội số của CMG bộc lộ nhiều điểm yếu mang tính cấu trúc khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực Châu Á. Dù chỉ số P/E dự phóng của CMG đang tương đương mức trung bình ngành, nhưng chỉ số hiệu quả sinh lời lại xếp ở nhóm thấp nhất (13,2x), nhưng ROE bình quân 3 năm lại nằm trong nhóm thấp nhất (chỉ quanh mức ~11%, so với mức bình quân trong khu vực là 16,6%).

Khả năng sinh lời của CMG thấp hơn đáng kể so với doanh nghiệp cùng ngành trong nước là FPT (MUA) và FOX (Không đánh giá). Cụ thể, FPT và FOX duy trì mức ROE bình quân 3 năm rất cao (26–27%) nhưng lại đang được giao dịch ở mức P/E chiết khấu so với mức trung bình khu vực và cả CMG. Nghĩa là, thị trường hiện đang định giá tương đương cho CMG (với

ROE ~11%), mặc dù hiệu quả sinh lời mà các doanh nghiệp đối thủ trong nước tạo ra cao gấp đôi so với CMG.

Do đó, điều này củng cố quan điểm của chúng tôi rằng CMG không có vẻ là đã rẻ, và trên thực tế, cổ phiếu này thậm chí còn có thể là tương đối đắt khi đã điều chỉnh theo hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu dành cho cổ đông.

Hình 6: CMG có mức định giá tương đương trung vị ngành dù kết quả hoạt động kinh doanh kém ấn tượng



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Hai là, cả PEG trượt và PEG dự phóng đều liên tục duy trì ở mức cao, phản ánh mức định giá đắt đỏ. Chỉ số PEG trượt đã liên tục nằm trên mức 5x trong suốt 3 năm qua. Quan trọng hơn, tình trạng định giá cao này vẫn tiếp diễn trong kỳ vọng tương lai: PEG dự báo của CMG tạo ra một giá trị cao bất thường khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực — phần lớn các công ty này đều giao dịch ở bội số PEG thấp hơn đáng kể mặc dù mang lại hiệu quả sinh lời ROE bình quân 3 năm vượt trội hơn nhiều (chẳng hạn như FPT và FOX có PEG dự phóng chỉ 0,9x với ROE vượt 26%). Theo lý thuyết định giá, một công ty không chi trả cổ tức bằng tiền mặt (như CMG) về mặt lý thuyết nên mang lại mức tăng trưởng EPS mạnh mẽ tương ứng với chỉ số PEG để được coi là hấp dẫn.

Chúng tôi cho rằng thị trường đã phản ánh kỳ vọng tăng trưởng rất cao cho mảng TTDL của CMG. Dù vậy, các chỉ số PEG lịch sử và dự phóng cho thấy tốc độ tăng trưởng EPS thực tế đã không thể theo kịp mức bội số P/E cao mà thị trường đang kỳ vọng.

Hình 7: Chỉ số PEG (x) cao bất thường của CMG bất chấp hiệu quả sinh lời ROE (%) thấp



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Định giá & Rủi ro

Chúng tôi hạ GMT -58% xuống 23.319 đồng/cổ phiếu (so với mức 55.093 đồng trước đó) dựa trên phương pháp định giá FCFF. GMT mới này tương đương mức P/E dự phóng FY2026E là 13,2x và TSSL kỳ vọng 12 tháng là +2,3%

Bảng 1: Tóm tắt định giá

	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Giá mục tiêu (đồng)	23.319	100%
P/E tương ứng (x)		13,2x
Upside		+2,3%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Định giá theo phương pháp FCFF. Chúng tôi áp dụng WACC là 8,1%, dựa trên lãi suất phi rủi ro 5,9% (tương đương lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng hiện hành tại các NHTM NN), phần bù rủi ro 7,6% và hệ số Beta là 0,7. Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn thận trọng là 2,0%. Việc sử dụng mức chiết khấu này cho các dự báo dòng tiền tự do doanh nghiệp mang lại định giá 23.319 đồng/cổ phiếu.

Hình 8: Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F
FCFF	(1,084.0)	(333.2)	(314.9)	48.8	77.2	567.8	402.7	710.0	790.2	978.6	998.8
Discount period	0.27	1.27	2.27	3.27	4.27	5.27	6.27	7.27	8.27	9.27	10.27
PV of FCF	(1,061.4)	(301.9)	(264.0)	37.9	55.4	376.9	247.3	403.4	415.4	475.9	449.5
Growth rate	2.0%										
WACC	8.1%										
Terminal value	16,743.4										
PV of terminal value	7,534.1										
Enterprise value	8,368.5										
(+) Cash	574.4										
(-) Debt	(3,614.4)										
(-) Minority interest	103.8										
Equity value	5,432.3										
Number of shares (mn)	233.0										
Price per share (VND)	23,319										

Nguồn: Yuanta Vietnam

Rủi ro:

- Rủi ro an ninh mạng và vận hành.** Đợt tấn công bằng mã độc mã hóa dữ liệu quy mô lớn mà CMG gặp phải vào đầu năm 2025 đã phản ánh những lỗ hổng vận hành trong hạ tầng số của công ty. Bên cạnh các chi phí khôi phục phát sinh đột biến, các sự cố an ninh mạng nghiêm trọng còn làm tổn hại mạnh mẽ đến giá trị thương hiệu và niềm tin của khách hàng.
- Rủi ro triển khai và lấp đầy công suất TTDL mới.** Mảng hạ tầng số mang tính thâm dụng vốn cao và cần thời gian dài để ghi nhận doanh thu/lợi nhuận. Sự chậm trễ trong việc hoàn thiện thương mại và lấp đầy các cơ sở mới sẽ kéo dài thời gian hòa vốn, gia tăng gánh nặng tài chính ngắn hạn và trì hoãn khả năng tạo dòng tiền, qua đó gây áp lực lớn lên định giá cổ phiếu.
- Rủi ro chảy máu nhân sự và lạm phát chi phí nhân công.** Đội ngũ kỹ sư là nền tảng quan trọng đối với phân khúc tích hợp hệ thống và gia công phần mềm phổ thông. Cạnh tranh gay gắt về nguồn nhân lực công nghệ từ các tập đoàn đa quốc gia và các doanh nghiệp lớn trong nước đang đẩy chi phí tiền lương lên cao. Nếu giá trị hợp đồng không tăng tương ứng, chi phí lao động gia tăng sẽ tiếp tục bào mòn biên lợi nhuận vốn đã rất mỏng của CMG.

Phụ lục A: Cập nhật thị trường TTDL Việt Nam

Các cơ sở TTDL của CMG hiện vẫn chủ yếu phục vụ nhóm khách hàng ngành và các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) nhạy cảm về chi phí, khá lép vế so với Viettel IDC, FOX và STT VNG trong việc thu hút các tập đoàn công nghệ lớn (các nhà cung cấp dịch vụ đám mây toàn cầu và hyperscaler). Do đó, dự án TTDL sắp tới của CMG (quy mô công suất 120MW) phải đối mặt với rào cản lớn về tỷ lệ lấp đầy nếu chỉ dựa vào tập khách hàng hiện hữu này.

Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn đưa vào mô hình dự báo tỷ lệ lấp đầy 90% cho Giai đoạn 1 (30MW) dựa trên khả năng hấp thụ cầu mạnh mẽ từ khối ngân hàng, tài chính và bảo hiểm (BFSI) trong đợt đẩy mạnh chuyển đổi số giai đoạn 2028–2030E.

Phụ lục 1: So sánh đặc tính hệ thống TTDL giữa các doanh nghiệp vận hành

Criteria	CMG (CMC Telecom)	STT VNG (VNG / STT GDC)	Viettel IDC	FOX (FPT Telecom)	VNPT Data Center
Full Rack Rental Rate (42U) (Standard power 2.5–3.5kW)	\$800–\$1,000 /rack/month	\$950–\$1,150 /rack/month	\$850–\$1,200 /rack/month	\$850–\$1,400 /rack/month	\$850–\$1,250 /rack/month
Core competitive strategy	Niche clients, TVRA Security & International connectivity	Specialized tech & Global standards	Market scale & Broad infrastructure stability	Flexible ecosystem & Premium service support	Cost optimization & Geographic reach
Innovative experience / Key strengths	Optimized international connectivity (CVCS cable) + Flexible costing for SMEs	AI-ready standards & Green PUE for global bigTech	Top choice for infrastructure stability & High bandwidth	Top priority for response speed & Customer support	Budget optimization for public sector and local projects
Technical standards	Tier III certified (Design & Constructed)	Tier III certified (Uptime certified, PUE ~1.3)	Tier III certified (Most certified)	Tier III compliant / Uptime certified	Tier III compliant / certified
Specialized certifications	TVRA, PCI-DSS, ISO 27001	ISO 27001, SOC 1/2/3, PCI-DSS	ANSI/TIA-942 Rated 3, ISO, SOC	ISO 27001, PCI-DSS	ISO 27001, ISO 9001
Target client positioning	BFSI, FDI and SMEs needing infrastructure optimization	Tech, gaming, OTT and E-commerce enterprises	Government, BFSI, hyperscalers, large conglomerates	Hyperscalers, AI workloads, global cloud	Ministries, Government Agencies, SOEs

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Media, Yuanta Việt Nam tổng hợp

Việt Nam hiện có khoảng 47 TTDL đang vận hành và nằm trong kế hoạch phát triển với tổng công suất thương mại đạt khoảng 430MW. Viettel IDC tiếp tục nắm giữ vị thế dẫn đầu với 40% thị phần, theo sau là VNPT và FOX với thị phần lần lượt là 24% và 15%. CMG xếp thứ 4, nắm giữ khoảng 12% thị phần.

Phụ lục 2: Tóm tắt các dự án TTDL đang vận hành và dự án trong kế hoạch tại Việt Nam (tính đến tháng 9/2026)

	Operator	Location	Capacity (MW)	Whitespace (m2)
GDC - Ho Chi Minh City 1 Data Center	NTT DATA, Inc.	HCMC	6	3,100
STT VNG Ho Chi Minh City 1	VNG Cloud	HCMC	9.3	7,800
Epsilon Global Hubs - Vietnam	Epsilon Telecommunications	HCMC	40	2,460
FPT Fornix HCM01	FPT Telecom	HCMC	n.a	1,680
Viettel Binh Duong DC	Viettel IDC	HCMC	8	10,750
CMC Ho Chi Minh Data Center	CMC Telecom	HCMC	12	n.a
Viettel Hoang Hoa Tham 2 DC	Viettel IDC	HCMC	18	n.a
FPT Fornix HCM02	FPT Telecom	HCMC	n.a	1,200
DTS Data Center	DTS Communication Technologies Corporation	HCMC	n.a	n.a
Hoan Cau Smart Data Center	Universal Smart Data Center Technology JSC	HCMC	1	300
Viettel Hoang Hoa Tham 1 DC	Viettel IDC	HCMC	n.a	1,500
Viettel Tan Phu Trung DC	Viettel IDC	HCMC	140	40,000
Evolution DC Ho Chi Minh (VN02)	Evolution Data Centres	HCMC	52	n.a
VNPT eDatacenter	VNPT	HCMC	n.a	n.a
VNPT IDC Nguyen Thi Minh Khai	VNPT	HCMC	n.a	400
VNPT IDC Tan Thuan	VNPT	HCMC	n.a	10,000
Viettel Hoang Hoa Tham 3 DC	Viettel IDC	HCMC	18	n.a
QTSC Data Center	World Email Co. Ltd	HCMC	n.a	n.a

STT VNG Ho Chi Minh City 2	VNG Cloud	HCMC	60	n.a
SGI-HCM Campus	Accelerated Infrastructure Capital (AIC)	HCMC	200	n.a
True IDC - Vietnam	True Internet Data Center	HCMC	n.a	n.a
Saigontel Nam Tan Tap	Saigontel	HCMC	n.a	n.a
StarMason JSC Data Centre	Sembcorp Industries	HCMC	90	n.a
SAM DigitalHub	Saigon Asset Management	HCMC	150	n.a
VNPT IDC An Don	VNPT	DN	n.a	300
Viettel Danang DC	Viettel IDC	DN	n.a	3,000
IPTP AIDC DeCenter	IPTP Networks	DN	10	n.a
Viettel Hoa Lac 3	Viettel IDC	HN	30	21,000
G-Campus	G-Group Technology Corporation	HN	30	n.a
FPT Fornix HN02	FPT Telecom	HN	n.a	1,200
TELEHOUSE Hanoi	TELEHOUSE Vietnam	HN	n.a	1,900
Evolution DC Hanoi (VN01)	Evolution Data Centres	HN	4.75	2,000
Viettel Hoa Lac 1	Viettel IDC	HN	n.a	4,000
Viettel Phap Van	Viettel IDC	HN	n.a	3,000
FPT Fornix HN01	FPT Telecom	HN	n.a	2,073
Viettel Hoa Lac 2	Viettel IDC	HN	n.a	n.a
CMC Hanoi Data Center	CMC Telecom	HN	4	3,000
VNPT IDC Nam Thang Long	VNPT	HN	n.a	10,000
VNPT IDC Cau Giay	VNPT	HN	n.a	1,700
EcoDC Hoa Lac	Hanoi Telecom	HN	n.a	n.a
VNPT IDC Lang Hoa Lac	VNPT	HN	n.a	23,000
Viettel An Khanh DC	Viettel IDC	HN	60	19,229
GDS Thang Long Data Center	Global Data Service	HN	n.a	6,000
Hanel-CSF Data Center	Hanel-CSF Co. Ltd.	HN	n.a	n.a
VietinBank IDC Hoa Lac	VietinBank	HN	n.a	n.a
VietinBank IDC Xuan Phuong	VietinBank	HN	n.a	n.a
NTT Hanoi Thang Long	NTT DATA, Inc.	HN	n.a	n.a

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Media, Yuanta Việt Nam tổng hợp

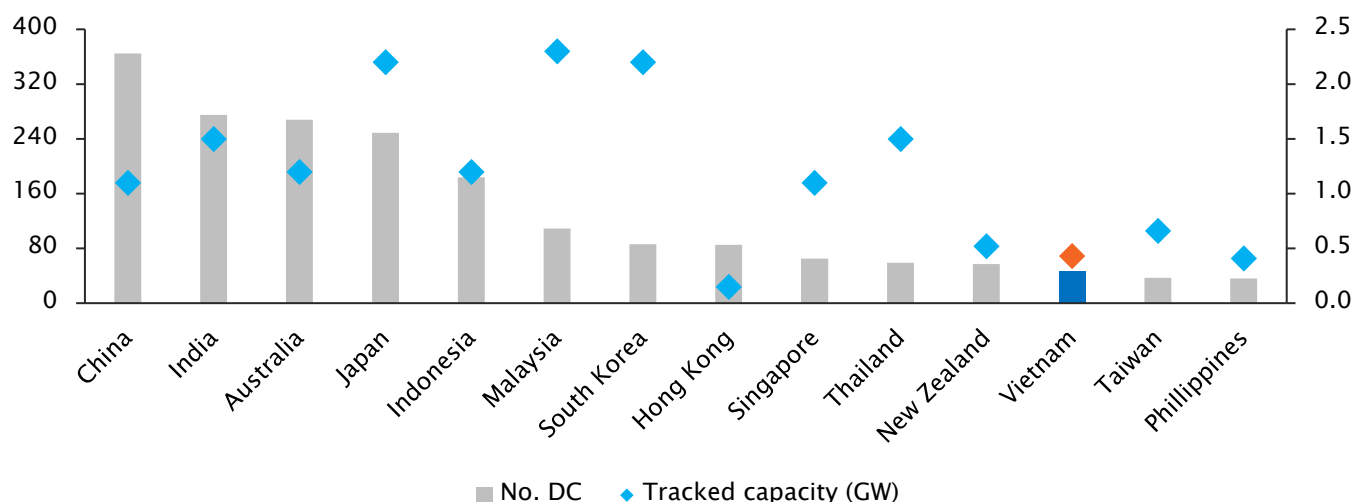
Các dự án TTDL quy mô lớn (>10MW) hiện đang trong giai đoạn triển khai, tập trung chiến lược tại TP.HCM, Bình Dương cũ, Hà Nội và Đà Nẵng.

- Khu vực phía Nam (TP.HCM & Bình Dương cũ) chiếm tỷ trọng công suất lớn nhất, đóng vai trò hạt nhân với các siêu dự án bao gồm AI DC (200MW), Hyperscale DC SAM (150MW), Tân Phú Trung Hyperscale DC (140MW), CMC Hyperscale DC (120MW), STT VNG HCM 2 (60MW) và dự án Hyperscale AI DC.
- Hà Nội và Đà Nẵng đóng góp nguồn cung đáng kể do Viettel IDC dẫn dắt thông qua An Khánh DC (80MW) và Hòa Khánh DC (40MW), cùng với AIDC DeCenter (10MW Giai đoạn 1) của IPTP Networks.

Công suất toàn quốc dự kiến sẽ mở rộng nhanh chóng trong trung hạn, với nguồn cung dồi dào sau năm 2030E khi tổng công suất thiết kế tăng vọt hơn gấp ba lần — gần 70% trong số đó đến từ các dự án nguồn cung mới đang được triển khai.

Mặc dù vậy, con số này vẫn thấp hơn nhiều so với các quốc gia trong khu vực. Tổng công suất thương mại của Việt Nam hiện ở mức dưới 0,43 GW — chỉ tương đương với 1/4 quy mô trung bình của các quốc gia trong khu vực. Dù điều này cho thấy tiềm năng mở rộng thị trường rất lớn trong dài hạn, nó cũng phản ánh rằng quy mô hạ tầng hiện tại của các doanh nghiệp vận hành trong nước vẫn còn tương đối khiêm tốn trên bản đồ hạ tầng số khu vực.

Phụ lục 3: Thị trường TTDL Việt Nam có dư địa phát triển dài hạn dồi dào so với các quốc gia trong khu vực



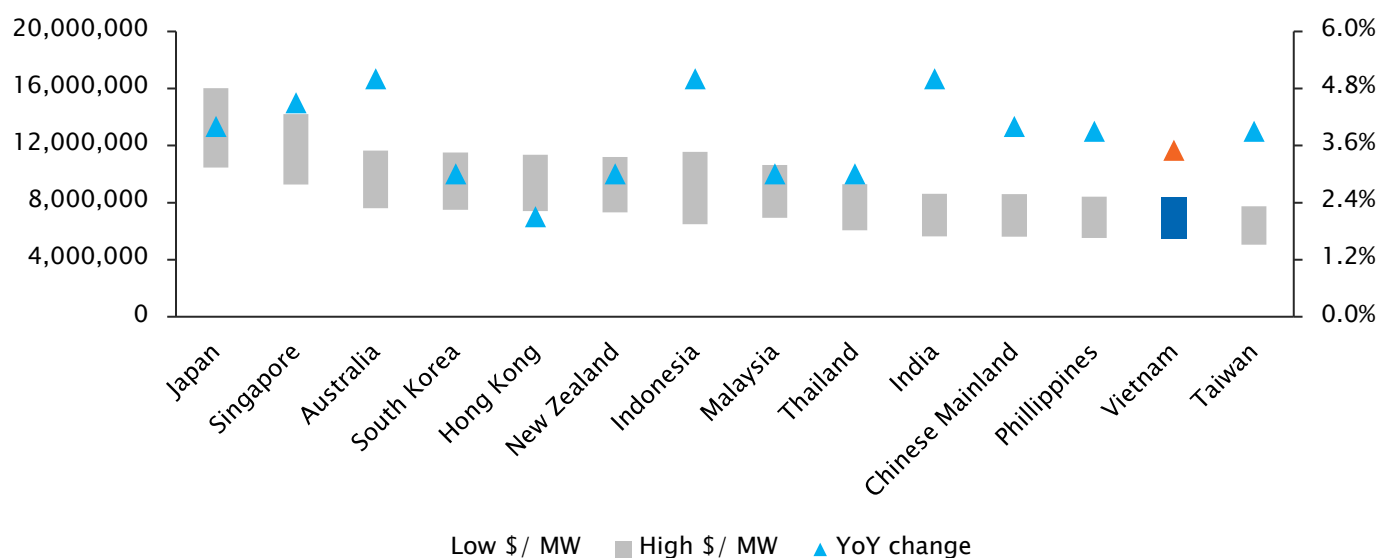
Nguồn: aidatacenterindex, Yuanta Việt Nam

Chi phí phát triển trên mỗi MW công suất tại Việt Nam dao động trong khoảng 5–8,5 triệu USD/MW, thuộc nhóm thấp nhất trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương (APAC) — rẻ hơn đáng kể so với các thị trường phát triển như Nhật Bản và các đối thủ mới nổi như Indonesia.

Mặc dù chi phí phát triển đang có xu hướng tăng (+3,5% YoY), tốc độ này vẫn nằm trong tầm kiểm soát tốt và tương đương với các thị trường mới nổi như Đài Loan và Philippines. Quan trọng hơn, mức tăng này vẫn thấp hơn nhiều so với tình trạng lạm phát chi phí tại Australia, Indonesia hay Ấn Độ (>4,8–5,0%).

Capex ban đầu thấp cho phép các doanh nghiệp vận hành trong nước tối ưu hóa cấu trúc giá thuê tủ rack, qua đó **tạo triển vọng biến Việt Nam thành một điểm đến hấp dẫn đối với các tập đoàn công nghệ toàn cầu đang tìm kiếm các giải pháp triển khai hạ tầng tối ưu về chi phí tại Đông Nam Á.**

Phụ lục 4: Chi phí phát triển TTDL thấp tạo tiền đề nâng cao vị thế Việt Nam như một trung tâm hyperscaler của khu vực



Nguồn: Cushman & Wakefield, Yuanta Việt Nam

PROFIT AND LOSS (VND bn)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	7,342	8,203	9,561	10,737	12,011	13,399
<i>Digital Infrastructure</i>	2,693	3,082	3,596	4,025	4,690	5,420
<i>Technology & Solutions</i>	3,058	3,553	4,034	4,167	4,360	4,588
<i>International Business</i>	1,157	1,282	1,581	2,076	2,409	2,736
<i>Education</i>	32	58	103	156	202	265
<i>Others</i>	402	228	247	313	350	390
Cost of goods sold	(5,967)	(6,706)	(7,832)	(8,900)	(9,884)	(10,955)
Gross profits	1,375	1,497	1,729	1,837	2,127	2,444
Operating expenses	919	994	1,119	1,437	1,603	1,785
Operating profits	456	503	610	400	524	660
Net interest expenses	(83)	(79)	(99)	(240)	(271)	(314)
Net investments income/(loss)	-	-	-	-	-	-
Net other incomes	5.3	(1.7)	2.2	227.1	250.1	276.8
Pretax profits	461	502	612	627	774	937
Income taxes	(59)	(74)	(95)	(97)	(120)	(145)
Minority interests	65	78	104	106	131	158
Net profits	402	427	517	530	654	791
EBITDA	914	962	1,144	1,276	1,638	2,049
EPS (VND)	1,035	1,428	1,774	1,732	2,037	2,348

KEY RATIOS						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Growth						
Sales	-4.2%	11.7%	16.6%	12.3%	11.9%	11.6%
Operating profit	13.6%	10.4%	21.2%	-34.5%	31.1%	25.9%
EBITDA	9.3%	5.2%	19.0%	11.5%	28.4%	25.1%
Net profit	13.2%	6.3%	21.0%	2.5%	23.5%	21.0%
EPS changes	-49.3%	38.0%	24.2%	-2.4%	17.6%	15.2%
Profitability ratio (%)						
Gross margin	18.7%	18.2%	18.1%	17.1%	17.7%	18.2%
Operating margin	6.2%	6.1%	6.4%	3.7%	4.4%	4.9%
EBITDA margin	12.5%	11.7%	12.0%	11.9%	13.6%	15.3%
Net margin	5.5%	5.2%	5.4%	4.9%	5.4%	5.9%
ROA	6.0%	5.9%	5.7%	4.4%	4.6%	5.0%
ROE	12.4%	12.2%	13.3%	12.2%	13.3%	14.2%

Stability						
Debt/equity (x)	0.47	0.48	0.88	0.92	0.92	0.94
Int. coverage (x)	6.55	7.32	7.17	3.61	3.86	3.98
Int. &ST debt coverage (x)	0.55	0.59	0.51	0.42	0.43	0.43
Cash conversion days	22.6	29.9	27.3	45.4	39.8	38.9
Current ratio (X)	1.14	1.24	1.47	1.22	1.06	1.09
Quick ratio (X)	1.06	1.11	1.36	1.09	0.95	1.00

Efficiency						
Days receivable outstanding	60.3	52.0	65.6	77.6	70.1	68.6
Days inventory outstanding	8.0	15.0	10.7	16.6	18.6	18.6
Days payable outstanding	45.8	37.2	49.0	48.9	48.9	48.2

BALANCE SHEET (VND bn)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Total assets	6,854	7,677	10,452	13,393	14,819	16,834
Cash & cash equivalents	511	781	574	980	780	1,001
ST Investment	1,112	1,272	2,792	3,152	2,981	3,751
Accounts receivable	1,326	1,326	2,057	2,585	2,612	2,850
Inventories	133	280	232	411	512	566
Other current assets	91	133	183	375	213	167
Net fixed assets	2,371	2,224	2,573	3,828	5,096	6,375
Others	1,310	1,662	2,040	2,061	2,625	2,125
Total liabilities	3,510	4,000	6,365	8,799	9,610	10,890
Current liabilities	2,774	3,056	3,976	6,159	6,727	7,623
Accounts payable	759	693	1,066	1,208	1,343	1,468
ST debts	899	898	1,295	1,804	2,164	2,597
Others	117	83	120	3,148	3,220	3,558
Long-term liabilities	735	943	2,389	2,640	2,883	3,267
Long-term debts	667	874	2,319	2,424	2,648	3,000
Others	4.66	18.09	17.83	215.42	235.27	266.61
Shareholder's equity	3,344	3,678	4,087	4,594	5,209	5,945
Share capital	1,900	2,113	2,330	2,446	2,568	2,697
Treasury stocks	27.06	27.06	27.06	27.06	27.06	27.06
Others	371.66	371.66	371.66	371.66	371.66	371.66
Retained earnings	342	413	543	850	1,251	1,758
Minority interest	706	755	831	914	1,006	1,106

CASH FLOW (VND bn)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Operating cash flow	567	931	609	(443)	1,191	1,119
Net income	402	427	517	530	654	791
Dep. & amortisation	370	381	433	409	593	799
Change in working capital	13	(27)	195	598	(10)	142
Others	0	0	0	0	0	0
Investment cash flow	(584)	(786)	(2,626)	(1,001)	(1,428)	(1,281)
Net capex	(839)	(775)	(961)	(1,664)	(1,862)	(2,077)
Change in LT investment	(1,265)	(1,993)	(3,134)	(1,228)	(1,473)	(1,473)
Change in recovery of loans	1,388	1,864	1,395	1,809	1,809	2,171
Financing cash flow	150	145	1,797	395	112	451
Change in share capital	21	5	5	-	-	-
Net change in debt	2,486	2,994	4,252	3,085	3,393	3,733
Change in other LT liab.	0	0	0	0	0	0
Net change in cash flow	134	290	(219)	(1,049)	(125)	289
Beginning cash flow	1,626	2,183	2,311	2,104	980	780
Ending Cash Balance	1,766	2,484	2,104	980	780	1,001

KEY METRICS						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE (x)	34.4	31.4	18.2	13.1	11.1	9.7
Diluted PE (x)	34.4	31.4	18.2	13.1	11.1	9.7
PB (x)	2.0	2.6	1.8	1.2	1.1	1.0
EBITDA/share	4,812	4,550	4,911	5,215	6,379	7,598
DPS	475	-	-	-	-	-
Dividend yield (%)	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA (x)	4.2	6.7	5.6	3.8	3.9	3.1
EV/EBIT (x)	7.0	11.1	9.0	5.6	6.1	5.1

Appendix B: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12-month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2026 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or in any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157,
Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA
Head of Research
matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran
Analyst (Banks)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu
Analyst (Consumer)
di.luu@yuanta.com.vn

Kien Tran
Analyst (Residential Property)
kien.tran@yuanta.com.vn

Giang Hoang
Analyst (Industrial Property)
giang.hoang@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey
Head of Institutional Sales
lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Jason Lu
Institutional Sales Manager
jason.lu@yuanta.com.vn

Linh Y Nguyen
Trader
linh.nguyen4@yuanta.com.vn

Binh Truong
Technology
binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Macro)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen
Analyst (Industrials)
an.nguyen@yuanta.com.vn

Ngan Le
Analyst (Steel, O&G, Energy)
ngan.le@yuanta.com.vn

Nhi Ly
Assistant Analyst
nhi.ly@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen
Trading Manager
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong
Trader
vi.truong@yuanta.com.vn

Linh Khanh Nguyen
Trader
linh.nguyen2@yuanta.com.vn