

Khuyến nghị

MUA
HOSE: CMG

Công nghệ Thông tin & Viễn thông

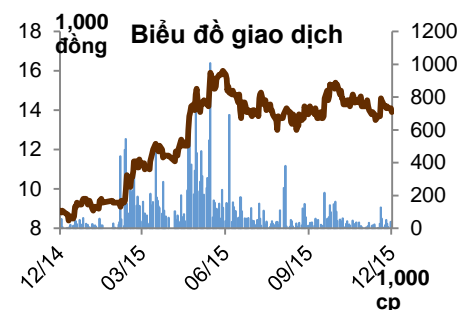
Giá mục tiêu (VND) 20,000

Giá thị trường (VND) 14,000

Tỷ lệ tăng giá 43%

Suất sinh lợi cổ tức 7%

Tỷ suất sinh lợi 50%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	60%	-2%	-1%	56%
Tương đối	54%	-1%	-4%	48%

Nguồn: Stockplus, so với VNI

Thống kê

30/12/15

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	8.4k-16k
SL lưu hành (triệu cp)	67mn
Vốn hóa (tỷ đồng)	942
Vốn hóa (triệu USD)	43
% khối ngoại sở hữu	3.9%
Tỷ lệ cp tự do (%)	17mn
KLGD TB 3 tháng (cp)	38k
VND/USD	21,890
Index: VNIndex / HNX	579/79

Cơ cấu sở hữu

01/12/15

HĐQT & người liên quan	~ 65%
Tập đoàn Bảo Việt	5%
NH Nông Nghiệp	5%
Khác	25%

Hoàng Huy

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1450
huy.hoang@kisvn.vn
www.kisvn.vn

CTCP Công nghệ CMC (HSX: CMG) trên đà tăng trưởng

Từng nổi tiếng với thương hiệu máy tính CMS vào giữa những năm 2000, CTCP Công nghệ CMC chịu ảnh hưởng xấu bởi những tiến bộ công nghệ diễn ra thường xuyên trong những năm gần đây. Mức doanh thu và lỗ kỷ lục trong năm tài chính 2011-2012 khiến CMG phải chuyển tập trung từ phân phối máy tính sang ngành viễn thông và công nghệ. Từ tỷ trọng 50% tổng doanh thu trong năm 2011-2012, đến năm 2014-2015, mảng phân phối máy tính chỉ còn đóng góp 36% doanh thu và sẽ dần dần bị thu hẹp trong những năm tiếp theo. Trong khi đó, mảng viễn thông và công nghệ được phát triển mạnh và trở thành là động lực chính cho cả doanh thu lẫn lợi nhuận của công ty.

Do chi phí để tiếp cận công nghệ thông tin và viễn thông (CNTT&VT) ở Việt Nam một cách tương đối ở mức thấp nhất trên thế giới nên tỷ lệ thâm nhập Internet tại Việt Nam trong năm 2014 lên đến 48%, cao hơn mức trung bình của thế giới. Trong khi đó, cơ sở hạ tầng viễn thông chưa được phát triển khiến cho tỷ lệ thuê bao truy cập internet băng thông rộng trong năm 2014 chỉ ở mức 10%, thấp so với thế giới và điều này mở ra một cơ hội lớn cho những công ty cung cấp dịch vụ internet như CMG. Mặc dù tăng trưởng thuê bao băng thông rộng di động trên thế giới đang vượt xa băng thông rộng cố định, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng chung của thị trường CNTT&VT nội địa sẽ giúp cả 2 mảng đạt mức tăng trưởng cao trong tương lai. Với CMG, tập trung vào những thị trường ngách như kênh thuê riêng và CATV sẽ giúp công ty tránh phải đối đầu trực tiếp với những ông lớn như VNPT, Viettel và FPT.

Mảng công nghệ, đặc biệt là tích hợp hệ thống, sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng của nền kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh GDP năm 2015 của Việt Nam đạt mức 6,68%, cao nhất trong vòng 8 năm trở lại đây, và sau đó là tăng trưởng nhu cầu về CNTT&VT của các doanh nghiệp và chính phủ. Chúng tôi cho rằng CMG gặp sẽ gặp cạnh tranh ít hơn từ FPT, công ty lớn nhất trong thị trường tích hợp hệ thống, do công ty này đang tập trung nhiều vào thị trường thuê ngoài (outsourcing) CNTT&VT ở nước ngoài.

Kết quả hoạt động kinh doanh cải thiện từ năm 2012 đã giúp CMG xóa lỗ lũy kế tính tới nửa đầu năm 2015-2016. Cụ thể, doanh thu của CMG đạt 1,642 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ năm ngoái đồng thời hoàn thành 53% kế hoạch cả năm. Trong khi đó, LNST tăng đến 40%, đạt mức 61 tỷ đồng nhờ vào sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp. Chúng tôi kỳ vọng việc tiếp tục tái cấu trúc sẽ làm tăng sự đóng góp doanh thu và lợi nhuận của mảng công nghệ, viễn thông trong những năm sắp tới. Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi định giá CMG ở mức 20,000 VND/cp tại thời điểm cuối 2016. Do đó với mức giá hiện tại là 14,000 VND/cp, tỷ suất sinh lợi được kỳ vọng sẽ là 50%, trong đó 7% suất từ sinh lợi cổ tức và 43% từ tăng giá cổ phiếu. Khuyến nghị MUA.

Tỷ đồng	2013-2014	2014-2015	2015-2016E	2016-2017E	2017-2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	2,859	3,265	3,299	3,720	4,266
Tăng trưởng (%)	13%	14%	1%	13%	15%
EBITDA (tỷ đồng)	152	231	267	320	381
Biên lợi nhuận (%)	5.3%	7.1%	8.1%	8.6%	8.9%
LNST (tỷ đồng)	24	117	152	215	270
Biên lợi nhuận (%)	0.8%	3.6%	4.6%	5.8%	6.3%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	267	1,605	1,828	2,509	3,116
Tăng trưởng (%)	105%	500%	14%	37%	24%
ROE (%)	3.1%	17%	16%	18%	20%
Nợ ròng/VCSH (%)	68%	53%	4%	-11%	-16%
Nợ ròng/EBITDA (x)	2.9	1.7	0.2	-0.5	-0.6
PE (x)	52	8.7	7.7	5.6	4.5
PB (x)	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	9.4	6.0	4.6	3.4	2.8
Cổ tức (VND)	-	-	-	1,000	1,500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	7.1%	11%

Sơ lược về CTCP Công nghệ CMC

Được thành lập vào năm 1993 với mảng kinh doanh chính là phân phối máy tính và phát triển phần mềm, suốt 20 phát triển, CMC vẫn luôn tập trung vào thị trường CNTT&VT và trở thành một trong những công ty công nghệ dẫn đầu ở Việt Nam. Tính đến 25/12/2015, vốn hóa của công ty đang ở mức 940 tỷ đồng và hiện là công ty công nghệ lớn thứ 2 được trên thị trường niêm yết.

Với việc gia nhập vào thị trường hạ tầng viễn thông trong năm 2008, tập đoàn CMG chính thức hoạt động trong 3 lĩnh vực chính bao gồm viễn thông (truy cập internet, truyền dẫn dữ liệu và trung tâm dữ liệu ...), công nghệ (tích hợp hệ thống, phát triển phần mềm) và phân phối máy tính. Dưới đây là cấu trúc của tập đoàn CMC:

Lĩnh vực	Công ty	VĐL (Tỷ đồng)	Sở hữu CMG (%)
Viễn thông	CTCP Hạ tầng Viễn thông CMC	340	54%
	CTCP Netnam	n/a	41%
	TNHH Viễn thông CMC – VTVCab	n/a	n/a
Tích hợp hệ thống	TNHH Tích hợp Hệ thống CMC	50	100%
	TNHH Tích hợp Hệ thống CMC – Sài Gòn	20	100%
	TNHH CMC Blue France (1)	5	100%
	Viện NC&PT CMC (2)	n/a	100%
Phát triển phần mềm	TNHH Giải pháp Phần mềm CMC	30	100%
	CTCP CMC Infosec	20	88%
	CTCP Cyber – CMC	n/a	50%
SX và PP máy tính	TNHH SX & TM CMC	100	100%
	TNHH Máy tính CMS	50	100%

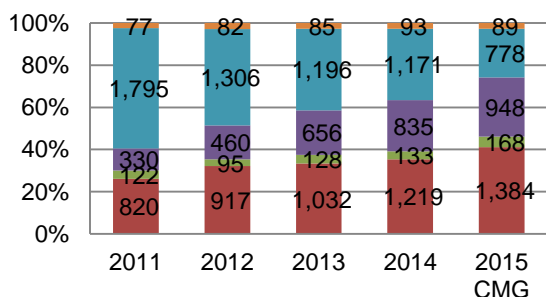
(1) Đang dừng hoạt động. (2) Đang thành lập

Nguồn: CMG

Sau khi chịu khoản lỗ lớn trong năm tài chính 2011-2012, quá trình tái cấu trúc sau đó đã làm thay đổi đáng kể đóng góp của các lĩnh vực cốt lõi vào trong kết quả kinh doanh của công ty. Tốc độ tính toán của vi xử lý tăng chóng mặt cùng với sự xuất hiện của điện thoại thông minh, máy tính bảng và sản phẩm lai tạo khiến máy tính để bàn trở nên lỗi thời, buộc CMG phải thay đổi mục tiêu từ phân phối máy tính sang phát triển phần mềm, dịch vụ viễn thông trong nửa đầu thập kỷ vừa qua. Doanh thu của sản xuất và phân phối máy tính giảm xuống vị trí thứ 2 trong năm 2014-2015 và sẽ tiếp tục giảm mạnh hơn nữa trong những năm kế tiếp. Ở chiều ngược lại, mảng viễn thông và tích hợp hệ thống đang tăng trưởng mạnh.

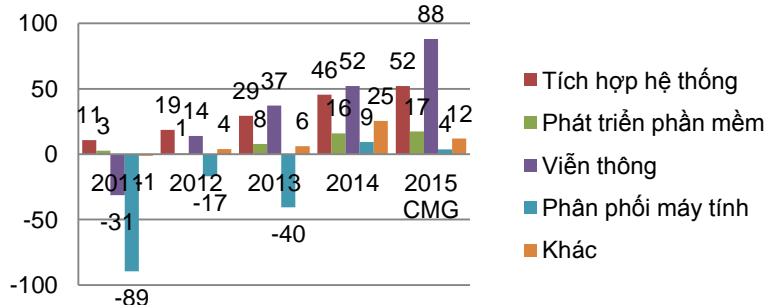
Doanh thu

Nguồn: CMG



LNTT

Nguồn: CMG



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – CMG – MUA

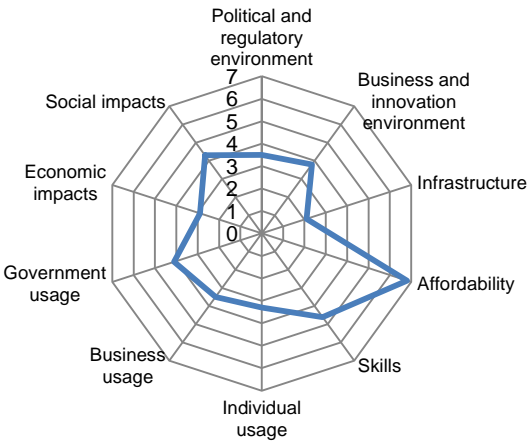
Chúng tôi thử làm một sự so sánh về quy mô và khả năng sinh lời giữa CMG và FPT, công ty công nghệ lớn nhất được niêm yết và có sự tương đồng về lĩnh vực kinh doanh cốt lõi với CMG, để có một cái nhìn sơ lược về tiềm năng của CMG.

	Telecom	Software Development	System Integration	ICT hardware trading
Revenue (VNDbn)				
FPT	3,875	3,580	2,918	22,851
CMG	835	133	1,219	1,171
EBIT margin (%)				
FPT	21%	15%	4.5%	2.6%
CMG	8.3%	13%	4.1%	1.7%

Dữ liệu: 2014; Nguồn: FPT, CMG, KISVN ước tính (*)
Sự khác biệt của năm tài chính giữa 2 công ty (01/01/2015-31/12/2015 của FPT và 01/04/2015-31/03/2016 của CMG) không gây ra sự khác biệt đáng kể về so sánh các chỉ số tài chính.

Viễn thông

Thị trường viễn thông Việt Nam



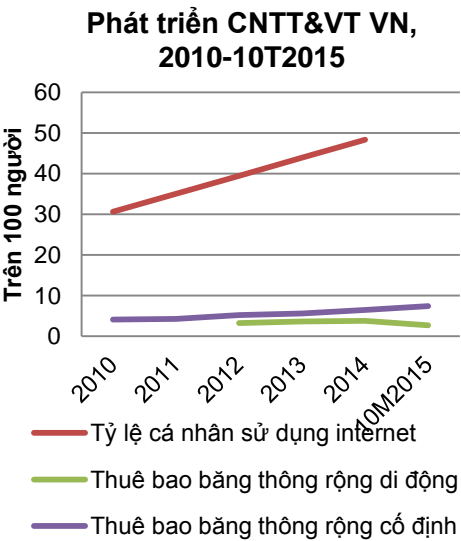
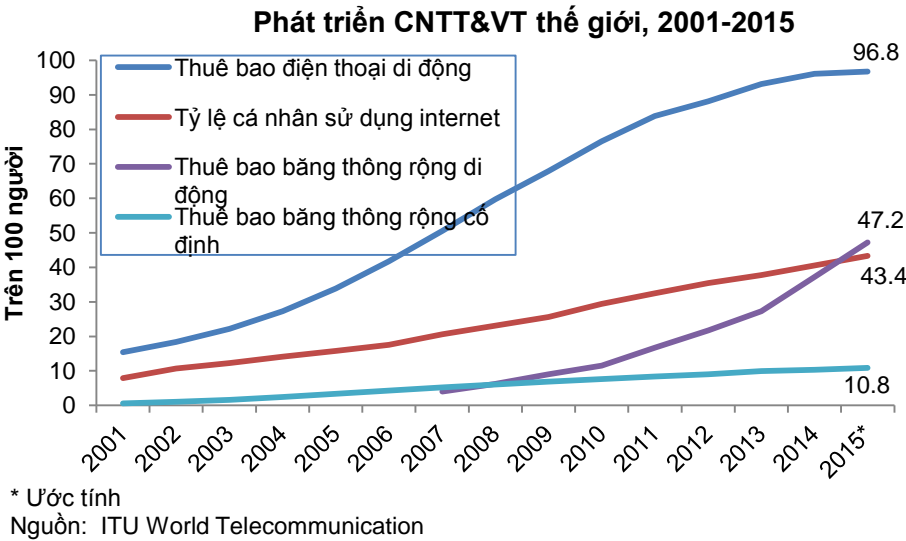
Vietnam NRI 2015
Điểm: 3.6
Thứ hạng: 85 (trong tổng số 143)
Nguồn: 2015 World Economic Forum

Việt Nam đã tụt 1 bậc so với năm 2014 để xếp thứ 85 trên tổng số 143 các nước được khảo sát trong năm 2015, dựa trên chỉ số NRI (Networked Readiness Index) được phát triển bởi Diễn đàn Kinh tế Thế giới (World Economic Forum) nhằm “đo lường khả năng sử dụng CNTT&VT để tăng cường sự cạnh tranh và gia tăng chất lượng cuộc sống của mỗi quốc gia” – theo báo cáo Công nghệ Thông tin Toàn cầu 2015.

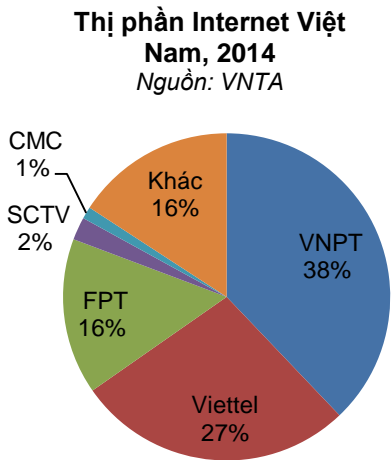
Đáng chú ý, trong khi chỉ số khả năng tiếp cận (Affordability: đo lường chi phí liên quan để tiếp cận CNTT&VT) xếp ở mức tốt thứ 2 trên thế giới thì cơ sở hạ tầng và nội dung số (Infrastructure and Digital content: đo lường sự phát triển cơ sở hạ tầng CNTT&VT và nội dung số) chỉ được xếp ở hạng 127. Các chỉ số xếp hạng cho thấy một tiềm năng tăng trưởng lớn cho các công ty hạ tầng viễn thông nói riêng và các công ty CNTT&VT nói chung ở Việt Nam.

Theo số liệu của Cục Viễn thông Việt Nam, có khoảng 10 triệu thuê bao đăng ký băng thông internet tính đến cuối tháng 12 năm 2015, trong đó 73% là băng thông rộng cố định và phần còn lại là băng thông rộng di động. Số lượng băng thông rộng cố định đăng ký tăng đến 22% nhờ vào mảng thuê bao FTTx trong khi đó băng thông rộng di động lại giảm 25%. Chúng tôi ước tính tỷ lệ thuê bao của băng thông rộng di động và băng thông rộng cố định lần lượt là 2.69% và 7.45% trên tổng dân số tính đến cuối tháng 10/2015.

Chúng tôi tin rằng sự khác nhau trong tăng trưởng thuê bao nói trên là kết quả của sai số trong phương pháp thống kê hoặc chỉ là một hiện tượng bất bình thường vì tỷ lệ thuê bao băng thông rộng di động toàn cầu đã tăng trưởng mạnh và bỏ xa băng thông rộng cố định từ năm 2007 nhờ vào sự phát triển của công nghệ viễn thông. Tỷ lệ thuê bao băng thông rộng di động trên 100 người trên toàn thế giới hiện ở mức 47.2% trong khi băng thông rộng cố định chỉ ở mức 10.8% tính đến cuối năm 2015 theo ước tính của Liên minh Viễn thông Quốc tế (International Telecommunication Union - ITU).



Hơn nữa, giá cước của băng thông rộng di động cũng thấp hơn so với băng thông rộng cố định. Xu hướng đang diễn ra trên toàn cầu này là một đe dọa đến các nhà cung cấp dịch vụ băng thông rộng cố định như FPT, CMG. Tuy nhiên, tỷ lệ thuê bao băng thông rộng tại Việt Nam vẫn còn kém xa so với trung bình của thế giới nên tiềm năng phát triển được chia cho cả 2 mảng di động và cố định (cho dù là không đều).



Cả 3 nhà cung cấp hàng đầu gồm VNPT, Viettel và FPT đã chiếm lĩnh hầu như toàn bộ thị trường Việt Nam với thị phần lần lượt là 38%, 27% và 15%, tính đến cuối năm 2014. Trong khi đó, CMG chỉ chiếm khoảng 1.2% thị phần. Tuy nhiên, nếu xét về thị trường kênh thuê riêng và CATV thì CMG hiện đang đứng thứ 2.

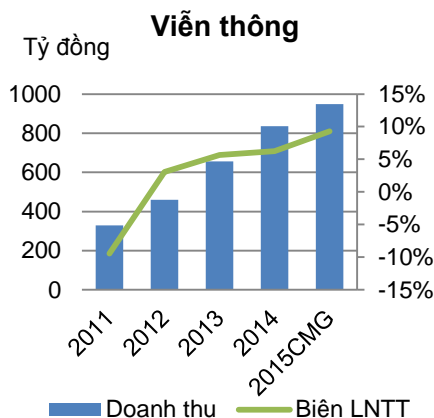
Trong phân khúc kênh thuê riêng, CMG có khoảng 50 nghìn thuê bao quy đổi ra đường truyền 256 Kbps (bao gồm 7.4 nghìn thuê bao của Netnam, một công ty liên kết của CMG) chỉ đứng sau VNPT với 103 nghìn thuê bao tính đến cuối năm 2014. Chất lượng kết nối là sức mạnh cạnh tranh chính của CMG khi cả CMG và Netnam có tỷ lệ băng thông (cả quốc tế và nội địa) trên mỗi thuê bao cao nhất ở Việt Nam.

Cty cung cấp dịch vụ	Thị phần kênh thuê riêng	Băng thông nội địa mỗi thuê bao	Băng thông quốc tế mỗi thuê bao
VNPT	45%	99	87
CMG	19%	674	302
HTC	10%	182	81
Viettel	7%	80	101
FPT	6%	203	177
Netnam	3%	1,019	291
Others	10%	n/a	n/a

Đơn vị: Kbps. Tính tới 31/12/2014. Nguồn: VNTA, KISVN Ước tính

Sự bất lợi của CMG ở chỗ CMG hiện thuê ngoài chứ không sở hữu cơ sở hạ tầng viễn thông, vì vậy biên lợi nhuận của CMG thấp. Cho dù một nửa thuê bao của CMG là kênh thuê riêng, biên lợi nhuận trước thuế và lãi vay của CMG chỉ là 8.3%, thấp hơn nhiều so với mức 21% của FPT Telecom. Tuy nhiên tình hình sẽ thay đổi trong năm sau khi mà hệ thống cáp quang biển Châu Á Thái Bình Dương (Asian Pacific Gateway), mà trong đó CMG nắm 12.5% sở hữu đường kết nối vào Việt Nam được đưa vào sử dụng.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – CMG – MUA



Ở mảng CATV, CMG và SCTV là 2 nhà cung cấp dịch vụ kết nối internet trên truyền hình cáp duy nhất ở Việt Nam. Trong đó CMG cung cấp dịch vụ internet thông qua hệ thống cáp của VTCab, đơn vị nắm 32% thị trường truyền hình cáp tại Việt Nam năm 2013 với hơn 1.8 triệu thuê bao theo Sách trắng CNTT&VT Việt Nam 2014. Tính đến cuối năm 2014, thuê bao internet của CMG thông qua VTCab chỉ mới là 65 nghìn, cho thấy một tiềm năng tăng trưởng rất lớn trong những năm tới.

Nhiều khả năng CMG sẽ tiếp tục không cạnh tranh trực tiếp với 3 nhà cung cấp lớn trong tương lai gần mà nhắm đến các nhóm đối tượng khách hàng nhỏ ở thị trường ngách, nâng cao chất lượng và cải tiến hiệu quả trong hoạt động và sau đó là khả năng sinh lợi. Chúng tôi cho rằng khoản đầu tư 250 tỷ đồng từ Time Dotcom Berhad cho CMC Telecom sẽ giúp giảm khoản nợ hiện hữu 230 tỷ đồng (tính đến cuối tháng 3 năm 2015), tăng khả năng sinh lợi mảng viễn thông của CMG. Chúng tôi ước tính lợi nhuận của CMC Telecom dành cho công ty mẹ CMG sẽ giảm trong năm nay, do CMG giảm tỷ lệ sở hữu, nhưng sẽ quay trở lại tăng trưởng từ những năm sau.

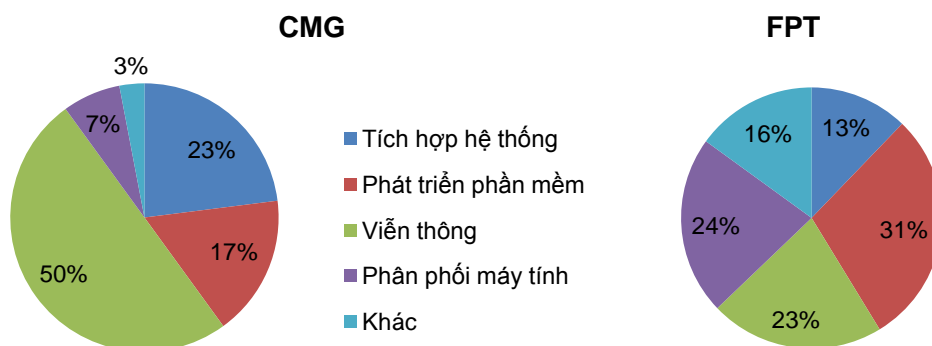
Công nghệ - Tích hợp hệ thống và phát triển phần mềm

Mảng tích hợp hệ thống trở thành mảng đóng góp nhiều nhất vào tổng doanh thu và thứ hai về LNTT của CMG trong những năm gần đây. Ngược lại, mảng phát triển phần mềm đóng góp ít nhất vào tổng doanh thu và ít thứ hai vào LNTT. Tính tới năm 2013, có khoảng 6,832 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực phần mềm ở Việt Nam, tạo ra tổng doanh thu là 1.361 tỷ USD ~ 28.5 nghìn tỷ đồng. CMG nắm giữ 4.1% thị phần với doanh thu 1,160 tỷ đồng từ mảng công nghệ trong năm.

Tích hợp hệ thống

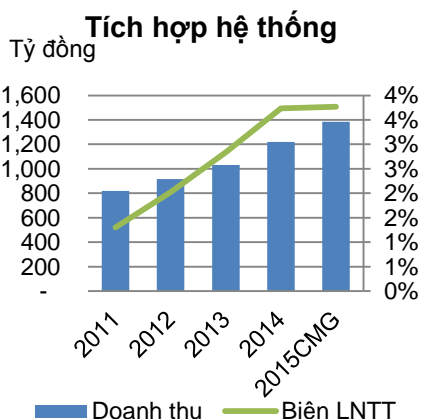
Tính đến cuối 2014, mặc dù cả CMG và FPT đều dồn hơn 40% nhân sự toàn công ty cho mảng công nghệ, hai công ty này trước đó đã rẽ theo các hướng khác nhau. Trong khi FPT sử dụng nhiều nhân sự vào mảng phát triển phần mềm (31% so với 17% của CMG) để tập trung vào thị trường gia công phần mềm nước ngoài, CMG duy trì tập trung vào thị trường trong nước bằng việc tập trung nhân sự vào mảng tích hợp hệ thống (23% so với 13% của FPT).

Nguồn nhân sự theo lĩnh vực, 2014



Nguồn: FPT, CMG

Kết quả, trong khi doanh thu tích hợp hệ thống của FPT giảm kể từ năm 2012, CMG duy trì tăng trưởng trong 3 năm qua. Doanh thu 2014-2015 đạt mức 1,219 tỷ đồng, đóng góp 40% vào tổng doanh thu và LNTT tăng 58% so với cùng kỳ lên 46 tỷ đồng, đóng góp 31% vào tổng LNTT của CMG.



Với GDP 2015 của Việt Nam ước tăng 6.68% so với năm ngoái theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, cao nhất trong 8 năm qua, kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ và sẽ duy trì trong các năm tới. Điều này sẽ giúp gia tăng nhu cầu về CNTT&VT của chính phủ và các doanh nghiệp nội địa.

Chúng tôi kỳ vọng mảng tích hợp hệ thống của CMG sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng 2 con số trong các năm tới. Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sẽ bị giới hạn do biên lợi nhuận trước thuế và lãi vay EBIT (chúng tôi ước tính là 4.1% trong năm 2014-2015) đã tiến sát FPT (4.5%), công ty lớn nhất trong mảng tích hợp hệ thống với doanh thu 2014 cao gấp 2.5 lần so với CMG.

Phát triển phần mềm

Mặc dù đóng góp khiêm tốn 133 tỷ đồng hay 4% vào tổng doanh thu 2014-2015, mảng phát triển phần mềm mang về 16 tỷ đồng LNTT, chiếm 11% tổng LNTT của CMG, nhờ vào biên lợi nhuận cao.

17% nguồn nhân lực công ty đã dành cho lĩnh vực này nhưng đóng góp không tương xứng. Đây là mảng duy nhất mà CMG tỏ ra kém hiệu quả so với FPT xét theo doanh thu trên nhân viên.

	Số lượng nhân sự (người)		Doanh thu/nhân viên (Triệu đồng)	
	FPT	CMG	FPT	CMG
Công nghệ	9,687	769	751	1,759
Tích hợp hệ thống	2,862	442	1,020	2,758
Phát triển phần mềm	6,825	327	639	406
Viễn thông	5,064	961	765	869
Phân phối máy tính	5,196	135	4,398	8,707
Khác	3,523	58		
Tổng cộng	22,016	1,921		

Tính đến 31/12/2014. Nguồn: FPT, CMG, KISVN ước tính

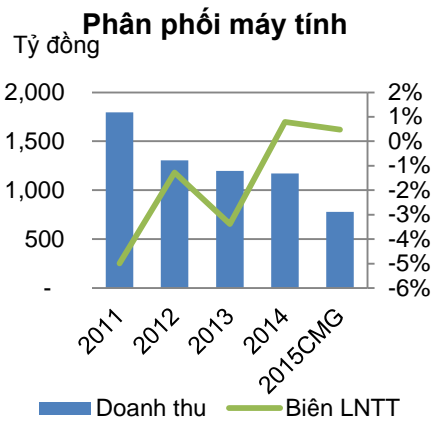
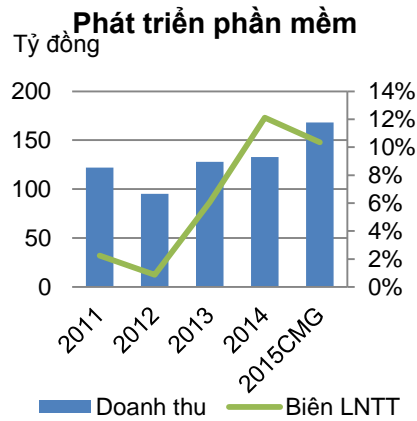
Tuy nhiên, do doanh thu chỉ ở khoảng 133 tỷ đồng, rất nhỏ so với quy mô của thị trường trong nước và quốc tế, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh này sẽ tăng trưởng 20-30% mỗi năm trong các năm tới.

Sản xuất và phân phối máy tính

Máy tính CMS từng là thương hiệu nổi tiếng ở Việt Nam vào giữa những năm 2000. Tuy nhiên, công ty đã không thể thích nghi đủ nhanh với những tiến bộ công nghệ, khiến sản xuất và kinh doanh máy tính là mảng kinh doanh yếu kém nhất trong 5 năm qua.

Năm 2011-2012 không chỉ chứng kiến doanh thu kỷ lục 1,795 tỷ đồng từ lĩnh vực này mà còn là năm tồi tệ nhất với khoản lỗ 89 tỷ đồng trước thuế. Kể từ đó, quá trình tái cấu trúc đang diễn ra đã giảm doanh thu mảng này đáng kể nhưng khả năng sinh lợi dần được cải thiện.

Trong khi Cty TNHH Máy tính CMS hiện vẫn đang lắp ráp laptop và máy tính để bàn CMS, Cty TNHH Sản xuất và Thương mại CMC đang phân phối laptop (Acer, CMS, HP, Lenovo và Toshiba), máy in (Xerox), máy tính bảng (MSI và Foxconn) và phần cứng máy tính khác (mainboard Foxconn, card đồ họa Inno3D). Hầu hết các sản phẩm này đang ở giai đoạn thoái trào của dòng đời sản phẩm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng quá trình tái cấu trúc sẽ vẫn tiếp tục trong các năm tới và doanh thu sẽ tiếp tục giảm sâu.



Kết quả kinh doanh

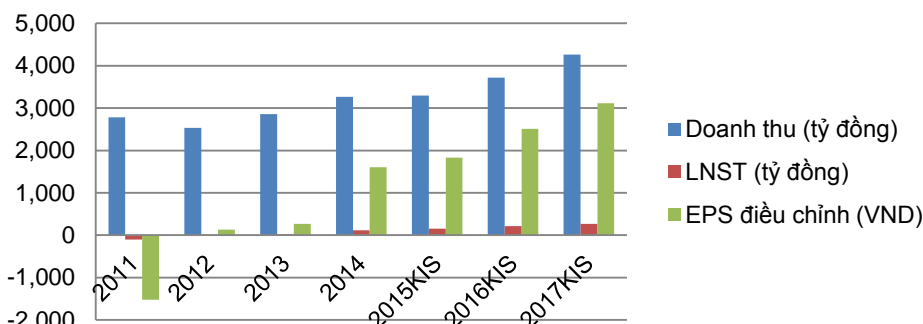
Trong số 4 mảng kinh doanh cốt lõi, mảng lắp ráp và phân phối máy tính là mảng duy nhất có doanh thu suy giảm trong 4 năm qua. Trong khi đó, các mảng kinh doanh khác đều có mức tăng trưởng đáng kể. Ngoài ra, biên lợi nhuận của từng mảng đều cải thiện mạnh, giúp cho LNST tăng mạnh hơn doanh thu.

Trong nửa đầu năm tài chính 2015-2016 (01/04/2015 – 31/03/2016), doanh thu tăng 11% so với cùng kỳ lên 1,642 tỷ đồng, đạt 53% tổng mục tiêu cả năm. Trong khi biên lợi nhuận EBITDA cải thiện lên mức 6.6% từ mức 5.9% cùng kỳ năm ngoái, chi phí lãi vay ròng giảm 54% còn 9 tỷ đồng. Kết quả, LNST tăng vọt 40% lên 61 tỷ đồng.

Trong các năm tới, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ tiếp tục cải thiện. Do tỷ lệ sở hữu của CMG tại CTCP Hạ tầng Viễn thông CMC giảm do sự tham gia của Time Dotcom Berhad, lợi nhuận dành cho cổ đông thiểu số sẽ tăng đáng kể, làm hãm đà tăng trưởng EPS của cổ phiếu CMG trong năm 2015-2016. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng cao sẽ quay trở lại trong những năm sau đó.

Kết quả hợp nhất CMG, 2011-2017

Nguồn: CMG, KISVN ước tính



Nợ ròng hợp nhất trên VCSH tăng lên mức 103% trong năm 2012-2013 nhưng giảm còn một nửa trong năm 2014-2015 nhờ vào việc tái cấu trúc mảng sản xuất và phân phối máy tính, giảm nguồn vốn lưu động. Khoản đầu tư 250 tỷ đồng từ Time Dotcom Berhad vào CTCP Hạ tầng Viễn thông CMC sẽ giúp tăng tính thanh khoản dài hạn và khả năng sinh lợi hơn nữa trong năm nay.

Định giá

Chúng tôi cho rằng mức PE 7-8x phản ánh tốt các rủi ro về thanh khoản cổ phiếu CMG, quy mô công ty và tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tới. Chúng tôi định giá cổ phiếu CMG ở mức 20k đồng/cp tại thời điểm cuối năm 2016 dựa trên mức EPS 2016-2017 dự phóng là 2.5k đồng/cp. Ở mức giá thị trường 14k đồng/cp, tổng mức sinh lợi là 50% (bao gồm 43% tăng giá cổ phiếu và 7% suất sinh lợi cổ tức). Khuyến nghị MUA.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – CMG – MUA

MÔ HÌNH TÀI CHÍNHCMG	Giá hiện tại (VND): 14,000	Giá mục tiêu (VND): 20,000	Vốn hóa (tỷ đồng): 942			
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2012-2013*	2013-2014*	2014-2015*	2015-2016E*	2016-2017E*	2017-2018E*
Doanh thu thuần	2,531	2,859	3,265	3,299	3,720	4,266
Tăng trưởng (%)	-9%	13%	14%	1%	13%	15%
Tích hợp hệ thống	917	1,032	1,219	1,365	1,529	1,713
Phát triển phần mềm	95	128	133	168	202	242
Hạ tầng viễn thông	460	656	835	1,086	1,412	1,835
Lắp ráp và phân phối máy tính	1,306	1,196	1,171	778	700	630
GVHB (trừ khấu hao)	2,126	2,369	2,639	2,695	3,017	3,445
Chi phí bán hàng và QLDN	260	338	395	415	468	537
EBITDA	145	152	231	267	320	381
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	5.7%	5.3%	7.1%	8.1%	8.6%	8.9%
Khấu hao	64	59	70	78	86	97
Lợi nhuận từ HĐKD	81	93	161	189	234	284
Biên LN HĐKD (%)	3.2%	3.3%	4.9%	5.7%	6.3%	6.7%
Chi phí lãi vay ròng	69	55	33	17	2	-7
% so với nợ ròng	12%	10%	8.0%	8.1%	5.0%	5.0%
Khả năng chi trả lãi vay(x)	1.2	1.7	4.9	11	108	-39
Lãi/lỗ khác	1	-5	1	9	21	27
Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá	-1	-6	-4	-4	-	-
Lãi /lỗ từ cty LD/LK	3	4	8	13	21	27
Thuế	4	9	12	28	38	49
Thuế suất hiệu dụng (%)	33%	27%	9%	16%	15%	15%
Lợi nhuận ròng	9	24	117	152	215	270
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.3%	0.8%	3.6%	4.6%	5.8%	6.3%
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	6	9	29	46	60
LN dành cho công ty mẹ	9	18	108	123	169	210
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	67	67	67	67	67	67
EPS hiệu chỉnh (VND)	130	267	1,605	1,828	2,509	3,116
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	-109%	105%	500%	14%	37%	24%
Cổ tức (VND)	-	-	-	-	1,000	1,500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	40%	48%

* Năm tài chính của CMG bắt đầu từ 01/04/2015 đến 31/03/2016

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016E	2016-2017E	2017-2018E
Vòng quay khoản phải thu (x)	4.7	5.2	5.6	4.2	4.2	4.2
Vòng quay hàng tồn kho (x)	7.7	14	21	15	15	15
Vòng quay khoản phải trả (x)	6.0	5.7	5.1	3.8	3.8	3.8
Thay đổi vốn lưu động	50	-245	4	-39	-94	46
Capex	90	95	80	132	90	90
Các khoản mục dòng tiền khác	-104	-31	-55	207	-50	-50
Dòng tiền tự do	-171	202	48	344	256	181
Phát hành cp	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	0	0	0	0	67	101
Thay đổi nợ ròng	171	-202	-48	-344	-188	-80

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – CMG – MUA

Nợ ròng cuối năm	638	436	388	44	-145	-225
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,623	1,428	1,389	1,228	1,086	1,066
Tổng VCSH	620	637	727	1,123	1,271	1,440
Lợi ích cổ đông thiểu số	43	50	59	243	289	349
VCSH	577	587	668	881	982	1,091
Giá trị sổ sách/cp (VND)	8,574	8,722	9,926	13,087	14,596	16,212
Nợ ròng / VCSH (%)	103%	68%	53%	4%	-11%	-16%
Nợ ròng / EBITDA (x)	4.4	2.9	1.7	0.2	0	-1
Tổng tài sản	1,689	1,672	1,530	1,338	1,297	1,386

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2012- 2013	2013- 2014	2014- 2015	2015- 2016E	2016- 2017E	2017- 2018E
ROE (%)	1.5%	3.1%	17%	16%	18%	20%
ROA (%)	1.5%	3.8%	10%	13%	18%	21%
ROIC (%)	4.7%	5.5%	8.9%	12%	16%	20%
WACC (%)	12%	12%	12%	15%	16%	17%
EVA (%)	-8.6%	-8.1%	-3.0%	-3.1%	0.0%	2.7%
PER (x)	107	52	8.7	7.7	5.6	4.5
EV/EBITDA (x)	11	9.4	6.0	4.6	3.4	2.8
EV/FCF (x)	-9.5	7.1	29	3.6	4.3	5.9
PBR (x)	1.6	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9
PSR (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/sales (x)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-	7.1%	11%

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – CMG – MUA

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Bất động sản, Nông nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật

Từ Vĩ Trí
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
tri.tvi@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lê Đình Minh Phương
(+84 8) 3914 8585 (x1116)
phuong.ld@kisvn.vn

BÁO CÁO PHÂN TÍCH – CMG – MUA

Nguyên tắc khuyến nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.