



## CTCP Tập đoàn công nghệ CMC

Tầng 17, CMC Tower - Lô C1A

Mã chứng khoán : CMG

Ngành : Công nghệ thông tin

Cụm TTCN&amp;CN nhỏ Cầu Giấy - HN

Sàn giao dịch

: HOSE

Lĩnh vực : Sản xuất; Dịch vụ; Phân phối

## Khuyến nghị : Theo dõi thị trường

Giá mục tiêu : 31,473 VND

Giá hiện tại : 28,700 VND

Giá chào sàn : 35,000 VND

BÁN	Mua với giá thấp hơn 25,000 đồng	MUA
EPS_2009	:1,927 VND	P/E : 15
BVPS_2009	:11,805 VND	P/B : 2.43

## Thông tin cơ bản về công ty

## Thông tin cơ bản về công ty

Website <http://www.cmc.com.vn>

Số điện thoại 04 3 795 8668

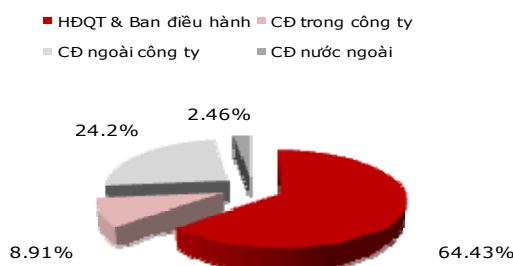
Fax 04 3 795 8989

Lĩnh vực hoạt động chính

- Tích hợp hệ thống, dịch vụ phần mềm
- Phân phối máy tính thương hiệu Việt Nam, sản phẩm công nghệ thông tin và viễn thông.

## Biểu đồ 1

## Cơ cấu cổ đông 19/12/2009



Bảng 1

## Chỉ tiêu tài chính

ĐV: Tỷ đồng

	2007	2008	2009
DTT	1,108.066	2,001.186	3,428.591
LN gộp	190.090	318.745	430.944
LN từ HĐSXKD	88.263	111.408	149.579
LNST	72.098	87.587	122.459
Tổng tài sản	969.752	1,668.682	2,164.875
NV Chủ sở hữu	662.841	671.934	750.513
ROE (%)	10.88%	13.04%	16.31%
ROA (%)	7.43%	5.25%	5.65%
EPS ('000)	3.246	2.564	1.927
Giá trị sổ sách	19.381	10.571	11.805

Nguồn : CMG, TVSI tổng hợp

## Nhận định đầu tư

- CMG có tình hình tài chính cơ bản khá tốt: các chỉ tiêu thanh khoản không cao tuy nhiên không đáng lo ngại; năng lực hoạt động có cải thiện so với năm 2008 song vẫn thấp hơn hẳn so với FPT. Khả năng sinh lời của công ty có xu hướng giảm do thay đổi cơ cấu doanh thu của các lĩnh vực.
- Hoạt động trong lĩnh vực công nghệ với nhân tố con người là cơ bản, chảy máu chất xám là vấn đề cốt lõi CMG cần đổi mới hiện nay. Vì vậy, song song với việc thu hút người tài, CMG cần có những chính sách để giữ người tài.
- Ngành công nghệ thông tin có nhiều triển vọng phát triển cả trong ngắn hạn và dài hạn. Theo đó, CMG có nhiều tiềm năng tăng trưởng với tất cả các lĩnh vực: tích hợp hệ thống, dịch vụ phần mềm, viễn thông, phân phối, sản xuất và lắp ráp máy tính. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng nhanh chỉ được xác định trong giai đoạn 2010-2012.
- Giá trị nội tại CP CMG chiết khấu về thời điểm đầu 2010 bằng 26,173 đồng. Giá mục tiêu là giá xác định đến hết năm 2010.

Hệ thống số liệu được định dạng theo quy chuẩn quốc tế

## Tin tức liên quan

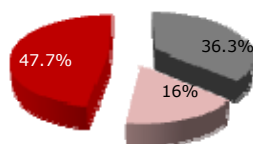
20/01/2010	Tập đoàn CMC nhận giấy phép đầu tư vào khu CN cao Tp. Hồ Chí Minh
11/01/2010	CMC hoàn thành trên 100% kế hoạch đề ra
09/01/2010	CMC nhà phân phối của Toshiba Singapore
07/01/2010	CMC dành 2 triệu USD cho quỹ phát triển công nghệ
07/01/2010	CMC đặt mục tiêu 500 triệu USD doanh thu năm 2012

<http://www.cmc.com.vn><http://www.cmc.com.vn><http://vneconomy.vn><http://www.cmc.com.vn><http://www.cmc.com.vn>

Biểu đồ 2

**Thị phần tích hợp hệ thống - 2008**

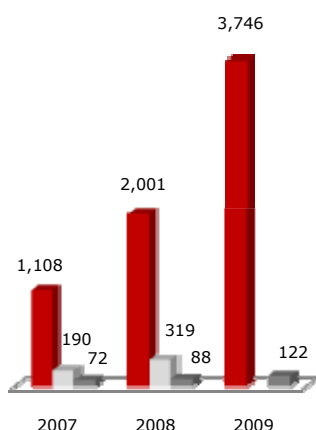
■ Công ty khác ■ CMG ■ FPT



Biểu đồ 3

**Tăng trưởng DTT-LNST**

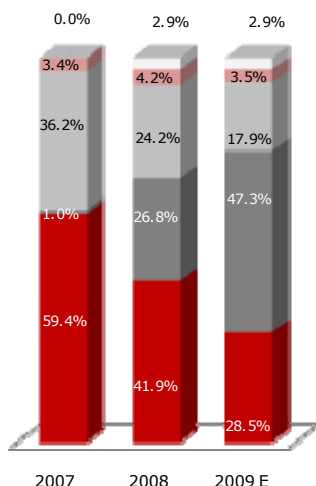
■ DTT ■ LN gộp ■ LNST



Biểu đồ 4

**Cơ cấu DT**

■ Tích hợp hệ thống ■ Phân phối  
■ Sản xuất, lắp ráp ■ Phần mềm  
■ Viễn thông



Nguồn : CMG, TVSI tổng hợp

**Vị thế của Công ty trong ngành**

Thuộc ngành công nghệ thông tin và đang niêm yết trên sàn hiện có: FPT, CMG, HiPT ... Loại trừ các doanh nghiệp niêm yết trên UPCoM thì chỉ có FPT là có nhiều điểm tương đồng với CMG. Xét tại thời điểm 30/09/2009, tổng tài sản của FPT lớn gấp 4.2x so với CMG, với lợi thế về quy mô, FPT luôn giữ vị trí đứng đầu về thị phần, còn CMG ở vị trí thứ 2 với khoảng cách khá xa so với FPT ở hầu hết các lĩnh vực hoạt động.

Là doanh nghiệp hoạt động lâu năm và có uy tín trong lĩnh vực tích hợp hệ thống, CMG chiếm 16% thị phần, đứng thứ 2 sau FPT với 47.7%.

Theo xếp hạng của Hội tin học Tp. HCM, CMG và FPT là 2 doanh nghiệp phần mềm hàng đầu tại Việt Nam năm 2008 - đánh giá theo doanh số, trong đó CMG xếp sau FPT một bậc. Mạng phân phối sản phẩm máy tính thương hiệu HP, Acer ... CMG cũng đứng thứ 2 trên thị trường.

CMS của CMG là thương hiệu máy tính Việt Nam dẫn đầu thị trường và thị phần năm 2008.

**Tình hình hoạt động**

CMG hoạt động theo mô hình tập đoàn với 8 công ty con và 1 công ty liên kết trên 5 lĩnh vực: tích hợp hệ thống, phần mềm, phân phối, sản xuất và viễn thông được triển khai lần lượt từ năm 1997 đến 2007. Trên nền tảng thương hiệu các lĩnh vực truyền thống và triển khai các lĩnh vực mới, **doanh thu và lợi nhuận của CMG tăng trưởng liên tục giai đoạn 2007-2009 với mức tăng năm sau cao hơn năm trước**. Năm 2008 tăng 81% so với năm 2007, doanh thu ước tính năm 2009 tăng 87% so với năm 2008, vượt 104% kế hoạch doanh thu và 101% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.

**Tuy nhiên cơ cấu doanh thu có sự chuyển dịch rõ rệt, giảm nhanh tỷ trọng doanh thu tích hợp hệ thống và sản xuất lắp ráp thay vào đó là doanh thu lĩnh vực phân phối sản phẩm công nghệ** - từ 1% năm 2007 tăng lên 47.3% năm 2009. Có sự chuyển dịch mạnh mẽ như vậy là do nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm công nghệ có thương hiệu nổi tiếng thế giới như HP, Acer, Sony Ericsson ... ngày càng gia tăng, CMG đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu trong lĩnh vực phân phối là 292% trong năm 2009, trong khi tích hợp hệ thống và sản xuất máy tính chỉ đạt được tốc độ tăng trưởng 46% và 50%.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao song lợi nhuận biên gộp từ lĩnh vực phân phối của CMG cũng chỉ ở mức 7%-8% tương đương lĩnh vực sản xuất và lắp ráp - lĩnh vực CMG giữ vị trí đứng đầu trong 10 năm qua. **Dòng sản phẩm máy tính mang thương hiệu CMS của CMG khá nổi tiếng trên thị trường nhờ giá bán hợp lý, phù hợp với đối tượng là học sinh, sinh viên và người có thu nhập thấp**. 75% sản phẩm máy tính CMS được bán lẻ, 25% còn lại phục vụ cho các dự án công, tiêu biểu là các dự án trang bị máy tính cho trường đại học, trung học, các bộ và các sở ... Tuy nhiên, **do sản xuất trong nước với giá thành thấp nên mẫu mã và chất lượng sản phẩm không thể cạnh tranh được với các thương hiệu nước ngoài. Hiện nay, cùng với sự gia tăng thu nhập và mức sống của người dân là sự tấn công mạnh mẽ của các thương hiệu quốc tế vào phân khúc thị trường công nghệ giá thấp, CMS khó có thể duy trì lợi thế cạnh tranh của mình như trước đây**.

Lĩnh vực tích hợp hệ thống và dịch vụ phần mềm chiếm tỷ trọng không lớn trong tổng doanh thu nhưng nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cao 12% và 44%, nên hai lĩnh vực này đóng góp phần lớn trong cơ cấu lợi nhuận - khoảng 55%-60% trong giai đoạn 2007-2009. **Chúng tôi cho rằng, chiến lược phát triển giai đoạn 2010-2012 của CMG theo hướng ưu tiên cho lĩnh vực tích hợp hệ thống, gia công phần mềm và viễn thông là chiến lược hợp lý, giúp công ty đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận**.

Đánh giá hoạt động của công ty trong lĩnh vực này, chúng tôi muốn nhấn mạnh vào yếu tố nhân lực - nhân tố cơ bản và quan trọng nhất tạo ra giá trị gia tăng cho sản phẩm. Hiện nay, chảy máu chất xám là vấn đề phải đối mặt của tất cả các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghệ thông tin trong đó có CMG. **CMG có đội ngũ nhân viên trẻ với lợi thế là sáng tạo và năng động nhưng sẵn sàng thay đổi để tìm kiếm cơ hội mới với môi trường làm việc và chế độ đãi ngộ tốt hơn. Sau mỗi đợt đưa nhân viên đến triển khai dự án với đối tác, hiện tượng mất nhân viên là chuyện thường xuyên xảy ra ở CMG**. Vì vậy, song song với các chính sách thu hút nhân tài mà CMG đưa ra trong năm 2010, công ty cũng cần có chiến lược để giữ người tài bởi hiện nay nhân sự giỏi trong lĩnh vực công nghệ thông tin vẫn đang trong tình trạng thiếu hụt.

Với 15 năm kinh nghiệm hoạt động, CMG đã khẳng định được vị thế và xây dựng được thương hiệu trên nhiều lĩnh vực khác nhau trong ngành công nghệ thông tin. Chúng tôi cho rằng, định hướng phát triển của CMG trong 3 năm tới cũng cho thấy sự phù hợp, chúng tôi sẽ đánh giá cao hơn nữa tiềm năng tăng trưởng của CMG nếu công ty giải quyết được một số vấn đề về nhân lực và có thể nâng cao khả năng cạnh tranh của sản phẩm CMS với các hãng nước ngoài.

## Tình hình tài chính

Bảng 2 - Q3/2009	So sánh	Cơ cấu vốn
	CMG	FPT
<b>Khả năng thanh toán</b>		
<b>KN thanh toán hiện hành</b>	1.55	1.57
<b>KN thanh toán nhanh</b>	1.07	1.13
<b>KN thanh toán bằng tiền</b>	0.16	0.45
<b>Hiệu suất sử dụng tài sản</b>		
<b>Vòng quay hàng tồn kho</b>	4.51	13.68
<b>Vòng quay tài sản cố định</b>	8.6	23.23
<b>Vòng quay tổng tài sản</b>	1.19	3.36
<b>Cơ cấu vốn</b>		
<b>Nợ phải trả/NVCSH</b>	1.54	1.24
<b>Nợ phải trả/Tổng Tài sản</b>	0.60	0.50
<b>Khả năng sinh lời</b>		
<b>LN biên gộp</b>	13.03%	11.43%
<b>LN biên sau thuế</b>	1.82%	3.08%
<b>ROE</b>	5.51%	25.92%
<b>ROA</b>	2.16%	10.36%
<b>Lợi ích cổ đông</b>		
<b>Bookvalue Q3</b>	10.880	21.169
<b>EPS cơ bản 9T/2009</b>	0.600	5.488
<b>P/E (27/01/2010)</b>	50.37	14.21
<b>P/BV (27/01/2010)</b>	2.78	3.68
<b>Chỉ tiêu tài chính năm 2009</b>		
Bảng 4	9T-2009	2009 E
<b>ROE</b>	5.51%	16.31%
<b>ROA</b>	2.16%	5.65%
<b>EPS điều chỉnh</b>	0.867	1.927
<b>Bookvalue</b>	10.880	11.805
<b>LN biên sau thuế</b>	1.82%	3.27%
<b>Vòng quay tổng tài sản</b>	1.19	1.73
<b>P/E (27/01/2010)</b>	34.85	15.67
<b>P/BV (27/01/2010)</b>	2.78	2.56

**CMG có xu hướng gia tăng sử dụng nợ** trong giai đoạn 2007-2009, nợ so với vốn chủ đã tăng hơn 3 lần từ 0.46x lên 1.54x, nợ so với tổng tài sản tăng từ 0.31x lên 0.60x. **Gia tăng nợ của CMG chủ yếu là nợ dài hạn đầu tư cho tài sản cố định và chi phí xây dựng dở dang - dự án đầu tư cơ sở hạ tầng bất động sản CMC Tower, Hanel** trong đó 65% vốn đầu tư là vay ngân hàng thương mại. Với các chính sách thắt chặt tiền tệ, chính sách thắt chặt cho vay đầu tư bất động sản năm 2010, CMG có thể sẽ gặp đôi chút khó khăn trong khâu huy động vốn cho các 2 dự án hiện tại và dự án khu công nghệ cao Tp HCM mới được cấp phép.

### Khả năng thanh toán

So với FPT thì CMG sử dụng nhiều nợ hơn, do đó khả năng thanh toán cũng thấp hơn tương đối. **Sự cải thiện các chỉ tiêu thanh khoản không thể hiện rõ rệt từ năm 2008 sang năm 2009** mặc dù kết quả kinh doanh đều rất khả quan. Tuy nhiên **các chỉ tiêu về khả năng thanh toán vẫn cho thấy không có gì đáng lo ngại về an toàn thanh khoản của CMG.**

### Năng lực hoạt động

Việc ghi nhận doanh thu các dự án tích hợp hệ thống và phần mềm chỉ được thực hiện khi các dự án được triển khai, **đặc thù riêng của lĩnh vực này là các dự án thường được ký kết vào quý 1 và quý 2, triển khai trong quý 3 và ghi nhận doanh thu vào quý 4.** Riêng với CMG tính thời vụ còn thể hiện rõ hơn, do cơ cấu lợi nhuận có tới 55%-65% từ lĩnh vực tích hợp hệ thống và dịch vụ phần mềm - hai lĩnh vực này ghi nhận doanh thu trong quý 4. Doanh thu của CMG phần nhiều đến từ các dự án mà đối tác là các doanh nghiệp nhà nước, các đơn vị công, do đó khi kinh tế gặp khó khăn như trong năm 2008, phần lớn các dự án của CMG chậm tiến độ và không ghi nhận được doanh thu, dẫn đến các chỉ tiêu về năng lực hoạt động giảm sút mạnh.

Các chỉ tiêu về năng lực hoạt động được tính ở thời điểm cuối quý 3 sẽ không phản ánh được năng lực hoạt động thực sự của công ty trong năm 2009, do hàng loạt dự án sẽ được ghi nhận doanh thu trong quý 4. Vì vậy **nếu tính toán lại theo doanh thu và lợi nhuận năm 2009, sẽ cho thấy sự cải thiện với nhóm chỉ tiêu năng lực hoạt động của CMG năm 2009 so với năm 2008, tuy nhiên vẫn thấp hơn nhiều so với FPT.**

### Khả năng sinh lời

**Nhóm chỉ tiêu khả năng sinh lời của CMG ở trong xu hướng giảm liên tục** từ năm 2007 đến 30/09/2009. Mặc dù doanh thu gia tăng nhưng chi phí gia tăng mạnh hơn, **tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu của các lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận gộp cao ngày càng giảm thay vào đó lại là lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận thấp làm giảm khả năng sinh lời của CMG.**

Nếu dùng các chỉ tiêu CMG trong năm 2009 để tính thì khả năng sinh lời của công ty trong năm 2009 được cải thiện mạnh tuy nhiên vẫn thấp hơn hẳn so với FPT.

### Lợi ích cổ đông

Do doanh thu 3 quý đầu năm đều do các lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận thấp đóng góp, nên lợi nhuận cuối quý 3 của CMG thấp - EPS cơ bản cuối quý 3 chỉ bằng 600 đồng. Tính theo giá đóng cửa ngày 27/01/2010, P/E của CMG lên tới 50.37x cao hơn nhiều so với FPT và cao hơn hẳn mức trung bình của thị trường, còn P/B thì thấp hơn tương đối.

Tính toán lại với lợi nhuận ước tính, EPS cơ bản năm 2009 của CMG bằng 1,927 đồng và P/E bằng 15.31x. Tương tự, EPS của FPT vào khoảng 7,398 đồng tương đương P/E ở mức 10.54x.

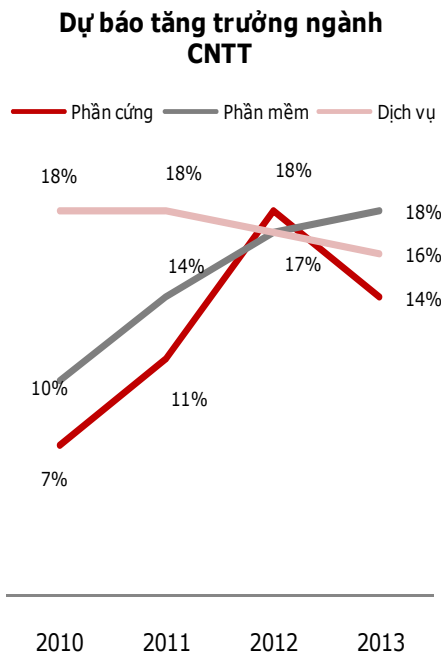
**Các chỉ số giá thị trường cho thấy CMG đang giao dịch với mức giá đắt trong ngắn hạn.**

Tình hình tài chính hiện tại của CMG không có gì đáng lo ngại về thanh khoản, năng lực hoạt động có cải thiện so với năm 2008 song vẫn thấp hơn hẳn so với FPT. Khả năng sinh lời của công ty có xu hướng giảm do thay đổi cơ cấu doanh thu của các lĩnh vực. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng công ty vẫn có thể cải thiện khả năng sinh lời trong giai đoạn 2010-2012 nhờ chiến lược phát triển hợp lý.

Nguồn : CMG, TVSI tổng hợp

## Triển vọng phát triển

Biểu đồ 5



### Triển vọng ngành công nghệ thông tin

Công nghệ thông tin là phần tất yếu của tiến bộ nhân loại, là đòn bẩy đưa kinh tế toàn cầu hội nhập và phát triển. Việt Nam cần công nghệ thông tin để rút ngắn khoảng cách với các nước phát triển, do xuất phát điểm thấp và đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh nên cùng với sự gia tăng của các doanh nghiệp là sự gia tăng mạnh mẽ nhu cầu với các sản phẩm dịch vụ công nghệ thông tin. **Có thể khẳng định, ngành công nghệ thông tin Việt Nam có rất nhiều triển vọng phát triển cả trong ngắn hạn và dài hạn.**

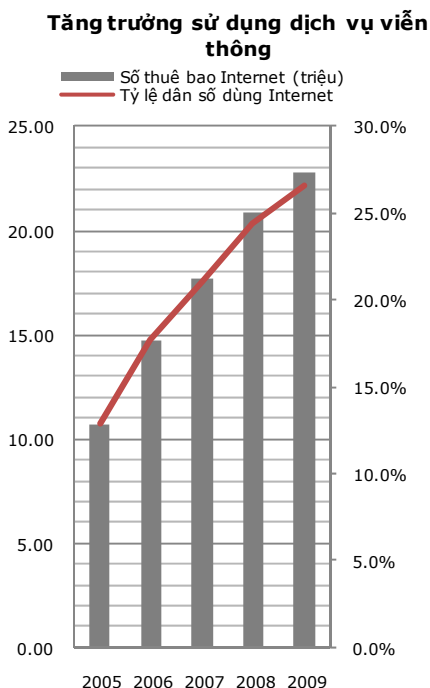
Chính phủ cũng có nhiều chính sách khác nhau để hỗ trợ và thúc đẩy phát triển với ngành công nghệ thông tin trong nước:

- Miễn thuế TNDN 4 năm kể từ khi có doanh thu chịu thuế và giảm 50% thuế cho 9 năm tiếp theo với doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ thông tin - phần mềm.
- Sản xuất phần mềm trong nước thuộc đối tượng không chịu thuế GTGT, xuất khẩu phần mềm có thuế suất thuế GTGT bằng 0%.
- Cấm nhập khẩu 8 loại sản phẩm công nghệ thông tin đã qua sử dụng.
- Bộ TT&TT đưa ra đề án "Tăng tốc đưa Việt Nam thành quốc gia mạnh về công nghệ thông tin", với nhiều định hướng thúc đẩy phát triển ngành công nghệ thông tin từ 2009 đến 2015.

Nhận được nhiều chính sách hỗ trợ của chính phủ, song các doanh nghiệp công nghệ trong nước gặp phải không ít cạnh tranh từ phía các doanh nghiệp nước ngoài. **Khi các doanh nghiệp công nghệ nước ngoài được phép phân phối trực tiếp sản phẩm trên thị trường Việt Nam, như vậy, lĩnh vực phân phối của các doanh nghiệp trong nước sẽ gặp khó khăn.**

Công nghệ thông tin là ngành Việt Nam cam kết tham gia đầy đủ khi gia nhập WTO, theo đó, 330 dòng thuế thuộc diện công nghệ thông tin như máy tính, điện thoại di động, máy ảnh ... sẽ có thuế nhập khẩu 0%, thực hiện từ 3 đến 5 năm - năm 2012 là thời điểm cuối cùng. **Việt Nam là thị trường tiêu thụ sản phẩm công nghệ giàu tiềm năng mà các doanh nghiệp nước ngoài hướng tới. Do đó, áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng với các doanh nghiệp công nghệ trong nước.**

Biểu đồ 6



### Tiềm năng tăng trưởng của CMG

CMG là một trong 2 tập đoàn công nghệ hàng đầu của Việt Nam hiện nay, uy tín và thương hiệu CMG xây dựng được sau 15 năm hoạt động là những gì không thể phủ nhận. **Với lợi thế về quy mô và thương hiệu cùng triển vọng tươi sáng của ngành công nghệ thông tin, CMG thể hiện nhiều tiềm năng tăng trưởng tốt cho đến năm 2012.**

**Lĩnh vực tích hợp hệ thống** đang và sẽ tiếp tục là lĩnh vực đóng góp lớn nhất cho lợi nhuận của công ty được dự báo **tăng trưởng 30% trong 3 năm tới** nhờ thế mạnh là công ty cung cấp giải pháp và dịch vụ tích hợp có uy tín ở Việt Nam, với các đối tác là ngân hàng, tổ chức tài chính, viễn thông, doanh nghiệp, Chính phủ, tổ chức công ...

**Dịch vụ phần mềm:** gia công phần mềm và sản xuất phần mềm - đóng góp nhiều thứ hai vào lợi nhuận, CMG có **mục tiêu tăng trưởng 45%** cho lĩnh vực này nhờ sự hợp tác với các đối tác lớn như IBM, SAP, Oracle, Microsoft ...

**Sản xuất là lắp ráp máy tính có thể tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh** do giá như hiện nay, với tốc độ tăng trưởng 7-8% do nhu cầu với các sản phẩm máy tính giá thành thấp của nước ta trong 1-3 năm tới vẫn ở mức cao.

Cầu với sản phẩm công nghệ ngày càng gia tăng, đặc biệt với các sản phẩm nhập khẩu của các hãng nổi tiếng. Tuy nhiên, **do các doanh nghiệp nước ngoài được phép phân phối trực tiếp sản phẩm tại Việt Nam nên khả năng tăng trưởng ở lĩnh vực phân phối của CMG sẽ bị hạn chế trong các năm tới.**

**Dịch vụ viễn thông hứa hẹn trở thành động lực giúp CMG tăng trưởng nhanh do nhu cầu thị trường ngày càng lớn và không chịu sự cạnh tranh của nước ngoài.** Việc hợp tác với các doanh nghiệp viễn thông lớn như VNPT, Viettel, EVN ... sẽ mang lại cho CMG nhiều cơ hội tăng trưởng.

Nguồn : Bộ TT&TT, TVSI tổng hợp

## Định giá cổ phiếu

### Phương pháp P/E và P/B

27/01/2009

### Phương pháp hệ số giá thị trường

MCK	CMG	FPT	HIG
SLCP LH	63,536,267	143,552,482	9,609,062
P ('000)	30.200	78.000	34.000
EPS ('000)	0.600	5.488	3.004
BVPS ('000)	10.880	21.169	33.376
P/E	50.37	14.21	11.32
P/B	2.78	3.68	1.02
		P/E	P/B
Trung bình ngành		19.304	3.49
Điều chỉnh cho CMG		-	3.0
		EPS	BVPS
Ước tính 2010		-	12.258

Giá mục tiêu 2010

- 36.774

Chúng tôi tiến hành định giá cho cổ phiếu CMG theo phương pháp là P/E, P/B và FCFE. Với P/E và P/B được tính dựa trên tất cả các cổ phiếu cùng ngành công nghệ thông tin với CMG. Tỷ trọng đóng góp của mỗi của phiếu vào hệ số chung của lĩnh vực được tính toán căn cứ vào mức độ vốn hóa thị trường của cổ phiếu đó.

Cùng ngành với CMG, trên sàn hiện có hai mã FPT và HIG. Tiến hành điều chỉnh P/E và P/B theo quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu căn cứ vào tiềm năng tăng trưởng của CMG, chúng tôi xác định được giá của CMG theo từng phương pháp. Tuy nhiên, chúng tôi **không lấy giá theo phương pháp P/E** do mức độ tin cậy thấp hơn P/B vì không đủ dữ liệu. EPS Q3 không phản ánh đúng thu nhập của doanh nghiệp trong năm do tính mùa vụ - các hợp đồng lớn, có tỷ suất lợi nhuận cao được ghi nhận hoàn toàn trong Q4. Khi định giá theo P/E, EPS của các doanh nghiệp cùng ngành cần đồng bộ về phương pháp tính và thời điểm, song tại thời điểm định giá không thể thực hiện được điều này.

**Giá cổ phiếu CMG xác định theo phương pháp P/B bằng 36,774 VNĐ**

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giá trị nội tại 26.173

Giá trung bình 2 PP 31.473

Tỷ trọng mỗi phương pháp P/B, FCFE lấy bằng 50%.

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi tiến hành xác định giá trị nội tại của cổ phiếu CMG thông qua mô hình định giá FCFE. Dựa trên những giả định lạc quan về tăng trưởng và phục hồi của kinh tế cũng như thị trường chứng khoán trong năm 2010.

Tập trung phát triển 5 lĩnh vực đang triển khai, ưu tiên đầu tư cho các lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận lớn là định hướng phát triển của CMG giai đoạn 2010-2012. CMG có sự tăng trưởng nhanh doanh thu trong năm 2009 là nhờ đóng góp của lĩnh vực phân phối sản phẩm công nghệ - lĩnh vực triển khai năm 2007, viễn thông cũng bắt đầu cho doanh thu từ năm 2009. Vòng đời của các sản phẩm công nghệ thường ngắn, cùng với đó quá trình hội nhập kinh tế quốc tế diễn ra ngày càng sâu rộng, ngành công nghệ thông tin luôn nhận được nhiều sự quan tâm của các doanh nghiệp nước ngoài, CMG khó có thể duy trì tăng trưởng nhanh trong nhiều năm liên tiếp. Chúng tôi cho rằng giai đoạn tăng trưởng nhanh của CMG có thể kéo dài trong 4 năm từ 2009-2012. Kết thúc giai đoạn này, CMG sẽ chuyển sang giai đoạn tăng trưởng đều.

Giai đoạn tăng trưởng nhanh sẽ có tỷ suất lợi nhuận yêu cầu bằng 18.04%.

Dựa trên đánh giá triển vọng ngành công nghệ thông tin và tiềm năng tăng trưởng của CMG kết hợp với chiến lược phát triển và kế hoạch đầu tư của doanh nghiệp, chúng tôi xác định được dòng tiền của CMG giai đoạn 2010-2012.

**Giá một cổ phiếu CMG xác định theo FCFE bằng 26,173 đồng**

Bảng 6 - Dòng tiền

	2009	2010	2011	2012	2013
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	122,459,073	160,559,712	231,604,827	318,410,801	
Khấu hao	21,629,762	28,016,559	36,257,612	44,241,724	
Chi tiêu vốn	12,606,672	14,713,567	16,185,320	16,786,999	
Thay đổi vốn lưu động ròng	82,329,381	96,088,709	105,700,170	109,629,506	
<b>FCFE</b>		<b>77,773,995</b>	<b>145,976,949.29</b>	<b>236,236,020</b>	<b>257,497,261.96</b>
<b>PV</b>		<b>65,083,044</b>	<b>145,976,949</b>	<b>236,236,020</b>	<b>1,437,139,931</b>

Nguồn : CMG, TVSI tổng hợp



#### **Khuyến cáo sử dụng**

- Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.
- TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

#### **PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ**

##### **Trưởng phòng Phân tích đầu tư**

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

##### **Chuyên viên phân tích:**

Lưu Thị Hương

Email: [huonglt@tvs.com.vn](mailto:huonglt@tvs.com.vn)

#### **Sản phẩm phòng phân tích TVSI**

- Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- Báo cáo thống kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home

I-trade Pro

- Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

#### **Trụ sở**

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

#### **Chi nhánh HCM**

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

#### **Chi nhánh Hoàn Kiếm**

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

#### **Chi nhánh An Đông, HCM**

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

#### **Chi nhánh Hải Phòng**

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

#### **Chi nhánh Đà Nẵng**

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283