

Xuất hiện những dấu hiệu thay đổi mang tính cấu trúc cho kỷ nguyên tăng trưởng mới

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên cao cấp, Ngành Công Nghiệp
han.mdn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

- Tâm lý toàn cầu đang trở nên thận trọng đối với cổ phiếu của các công ty Công nghệ/Dịch vụ CNTT do lo ngại về sự xáo trộn từ AI. Xu hướng toàn cầu này tạo áp lực lên các công ty công nghệ hàng đầu trong nước (trong đó có FPT) khi NGĐT NN bán cổ phiếu trước những rủi ro mang tính cấu trúc và chuyển trọng tâm sang các mảng kinh doanh có triển vọng tăng trưởng thấp.
- Mặc dù đà tăng trưởng trong ngắn hạn có thể chịu áp lực từ tình trạng "giảm phát AI" và việc thắt chặt chi tiêu CNTT không thiết yếu, những công ty có khả năng thích nghi nhanh sẽ hưởng lợi. AI đóng vai trò như một "công cụ đắc lực" để hiện đại hóa các mã nguồn cũ và quản lý các tích hợp phức tạp, cho phép các công ty tạo ra nhiều giá trị hơn với ngân sách hiện có.
- HSC tin rằng các mối quan hệ hợp tác giữa AI và CNTT để hiện đại hóa các nền tảng cũ sẽ là trọng tâm, vì các công ty CNTT vẫn giữ vai trò là kiến trúc sư thiết yếu cho các hệ thống doanh nghiệp phức tạp. FPT, hiện đang giao dịch với định giá hấp dẫn, đang mang lại cơ hội cho nhà đầu tư dài hạn mua vào với mức giá thấp.

Câu chuyện về 'sự xáo trộn từ AI'

Tâm lý thị trường công nghệ toàn cầu trở nên thận trọng hơn nhiều từ giữa tháng 1/2026. Sự thay đổi này được phản ánh qua các đợt điều chỉnh mạnh của nhóm cổ phiếu công nghệ thế giới, bắt nguồn từ tâm lý lo ngại rằng những tiến bộ vượt bậc của AI, chẳng hạn như các công cụ lập trình tự động, có thể ảnh hưởng đến các mô hình kinh doanh truyền thống. Xu hướng toàn cầu này tạo áp lực đáng kể lên các công ty công nghệ dẫn đầu trong nước như FPT khi NGĐT NN bán cổ phiếu trước những rủi ro mang tính cấu trúc và tạm thời chuyển trọng tâm sang các mảng kinh doanh có triển vọng tăng trưởng thấp. Các bên tham gia thị trường hiện đang tranh luận liệu đây là sự suy thoái mang tính chu kỳ hay là sự sụt giảm lâu dài và có tính cơ cấu của tổng thị trường dịch vụ CNTT khả dụng.

Thích nghi: Biến 'giảm phát AI' thành công cụ đắc lực

Mặc dù đà tăng trưởng ngắn hạn có vẻ đang chịu áp lực từ tình trạng "giảm phát AI" và việc thắt chặt chi tiêu CNTT không thiết yếu, HSC tin rằng các công ty thích nghi nhanh chóng sẽ hưởng lợi. Thay vì là một mối đe dọa, AI nhiều khả năng sẽ trở thành "công cụ đắc lực" giúp các công ty giải quyết các khoản "nợ công nghệ" kéo dài trong nhiều thập kỷ (liên quan đến các hệ thống máy chủ dùng chung và những vấn đề tương tự) và giúp hiện đại hóa các mã nguồn cũ – điều mà trước đây được xem là quá tốn kém hoặc phức tạp. Bằng cách tận dụng AI để quản lý vận hành, các công ty có thể thu được sản lượng cao hơn nhiều với mức chi phí hiện có của khách hàng. FPT đã có bề dày thành tích trong việc thích nghi như vậy. Việc chủ động đón đầu xu hướng Điện toán đám mây và Dữ liệu lớn chính là động lực tăng trưởng chính cho đà tăng trưởng tích cực của công ty trong giai đoạn 2020-2025. Chúng tôi cho rằng FPT một lần nữa đang có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội dài hạn của làn sóng công nghệ mới này.

Kiến trúc sư của các hệ thống phức tạp và cơ hội 'mua với giá thấp'

Sẽ quá đơn giản khi giả định rằng AI sẽ thay thế hoàn toàn các dịch vụ CNTT. Thay vào đó, các công ty này có khả năng vẫn là những "đơn vị tích hợp" và "kiến trúc sư" thiết yếu của thế giới công nghệ, chuyên xử lý các hệ thống doanh nghiệp đặc thù và các hệ thống cũ phức tạp – nơi mà các công cụ AI độc lập thường gặp khó khăn hoặc đưa ra kết quả không đáng tin cậy, thiếu bối cảnh. Thật vậy, trong những năm tới, có thể sẽ hình thành các mối quan hệ đối tác giữa các nhà phát triển công cụ AI và các công ty dịch vụ CNTT để khai phá các nguồn tăng trưởng mới về mức độ tin cậy và chấp nhận AI và việc tích hợp AI vật lý.

Khi định giá hiện tại đang tiến về mức thấp kỷ lục, thị trường dường như đang phản ánh một kịch bản quá bi quan cho các nhà cung cấp dịch vụ CNTT toàn cầu. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu lựa chọn hàng đầu FPT – đã giảm giá 12% trong 1 tháng qua và hiện đang giao dịch với P/E trượt dụn phóng 1 năm là 15,4 lần – đang mang lại cơ hội "mua với giá thấp" hấp dẫn. Năng lực chuyên môn trong triển khai các dự án CNTT có thể sẽ mang lại cho công ty vị thế tốt trong thế giới ngày càng dựa vào AI để tăng trưởng. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 113.500đ, với tiềm năng tăng giá là 28%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/2.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.Suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
CMG	35,150	Tăng tỷ trọng	-	40,700	0.16	15.8	16.2	13.5	8.14	7.02	1.71	2.28
FPT	89,100	Mua vào	-	113,500	(7.80)	27.4	15.6	13.8	10.2	9.27	2.24	2.81

Giá cổ phiếu tại ngày 25/2/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Kỳ vọng nắm bắt giá trị trong kỷ nguyên lao động mới 3

Thị trường CNTT trong nước: Chuyển đổi số bùng nổ trên các lĩnh vực kinh doanh 8

Dịch vụ trung tâm dữ liệu: AI hạ tầng dẫn dắt tăng trưởng 8

Định giá và khuyến nghị: FPT là lựa chọn hàng đầu 9

Báo cáo thành phần

CTCP FPT (FPT) 12

CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC (CMG) 24

Kỳ vọng nắm bắt giá trị trong kỷ nguyên lao động mới

Mặc dù thị trường CNTT toàn cầu đang đối mặt với đợt điều chỉnh mạnh do lo ngại AI có thể phá vỡ các mô hình kinh doanh truyền thống, nhưng những lo ngại này có khả năng đã bị thổi phồng quá mức trong dài hạn. Những công ty cung cấp dịch vụ CNTT như FPT vẫn là những đơn vị tích hợp cốt lõi thiết yếu của các hệ thống doanh nghiệp phức tạp, chuyên xử lý các bối cảnh "nội bộ đặc thù" – nơi mà các công cụ AI độc lập không thực hiện được. Thay vì là mối đe dọa, AI trở thành công cụ đắc lực giúp các công ty giải quyết các khoản nợ công nghệ kéo dài trong nhiều thập kỷ, tương tự như Điện toán đám mây và Dữ liệu lớn đã thúc đẩy tăng trưởng cho công ty trong giai đoạn 2020-2025. Tương lai thuộc về các mối quan hệ đối tác giữa AI và CNTT nhằm khai phá các luồng công việc mới về mức độ tin nhiệm, độ tin cậy và tích hợp vật lý. Với định giá hiện đang ở mức thấp nhất trong 3 năm, đợt điều chỉnh gần đây của cổ phiếu FPT đã mang lại cơ hội chiến lược để "mua với giá thấp" cho nhà đầu tư dài hạn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FPT, với giá mục tiêu mới là 113.500đ (tiềm năng tăng giá là 28%).

Chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến tăng 10,8% trong năm 2026

Trong báo cáo được phát hành vào tháng 2/2026, công ty nghiên cứu và tư vấn CNTT Gartner (Mỹ) đã điều chỉnh tăng dự báo chi tiêu CNTT toàn cầu trong năm 2026, với mức tăng trưởng 10,8% lên 6,15 nghìn tỷ USD, so với mức 5,56 nghìn tỷ USD (tăng trưởng 10,3%) trong năm 2025. Việc ứng dụng AI vẫn được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của ngành, với chi tiêu cho AI dự kiến tăng (ở cả phần cứng và phần mềm) bất chấp những lo ngại về bong bóng AI.

Cho năm 2026, Gartner dự báo chi tiêu cho mảng dịch vụ CNTT tăng trưởng 8,7% đạt 1,9 nghìn tỷ USD (từ 1,7 nghìn tỷ USD trong năm 2025). Mảng dịch vụ CNTT dự kiến sẽ tiếp tục đóng góp lớn nhất vào tổng chi tiêu CNTT toàn cầu. Phần mềm cho doanh nghiệp – bao gồm các ứng dụng, phần mềm hạ tầng, SaaS (phần mềm dưới dạng dịch vụ) – dự kiến sẽ tăng trưởng 14,7% đạt 1,4 nghìn tỷ USD vào năm 2026. Đây là mảng đóng góp lớn thứ hai vào tổng chi tiêu CNTT toàn cầu. Dịch vụ viễn thông, mảng đóng góp lớn thứ 3, dự kiến sẽ tăng trưởng khiêm tốn ở mức 4,7% đạt 1,4 nghìn tỷ USD trong năm 2026.

Hệ thống trung tâm dữ liệu (máy chủ, lưu trữ, phần cứng mạng) dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh nhất với mức tăng 31,7% đạt 653 tỷ USD trong năm 2026, từ mức 496 tỷ USD năm 2025. Theo Gartner, tốc độ tăng trưởng hạ tầng AI vẫn đang rất nhanh. Nhu cầu từ các nhà cung cấp đám mây quy mô lớn tiếp thu hút đầu tư vào các máy chủ được tối ưu hóa để phục vụ cho công việc có ứng dụng AI.

Mảng thiết bị (thiết bị máy tính cá nhân, điện thoại di động, thiết bị ngoại vi) dự kiến sẽ giữ vững tốc độ tăng trưởng bình quân một chữ số là 6,1%, đạt 836 tỷ USD trong năm 2026.

Bảng 1: Chi tiêu cho ngành CNTT toàn cầu, Gartner

Chi tiêu cho ngành CNTT toàn cầu đạt 5,6 nghìn tỷ USD (tăng 10,3%) trong năm 2025 và dự báo năm 2026 sẽ tăng trưởng 10,8% lên 6,2 nghìn tỷ USD

Tỷ USD	2024	Tăng trưởng	2025	Tăng trưởng	2026F mới	Tăng trưởng	2026F cũ	Mới vs. cũ
Tổng chi tiêu CNTT toàn cầu	5,036	2.8%	5,555	10.3%	6,155	10.8%	6,084	1.2%
Thiết bị	723	4.3%	788	9.1%	836	6.1%	836	0.0%
Hệ thống trung tâm dữ liệu	333	41.2%	496	48.9%	653	31.7%	582	12.2%
Phần mềm	1,121	15.0%	1,250	11.5%	1,434	14.7%	1,433	0.0%
Dịch vụ CNTT	1,614	7.4%	1,718	6.4%	1,867	8.7%	1,869	-0.1%
Dịch vụ viễn thông	1,256	-15.8%	1,304	3.8%	1,365	4.7%	1,363	0.2%
% tỷ trọng								
Thiết bị	14.3%		14.2%		13.6%		13.7%	
Hệ thống trung tâm dữ liệu	6.6%		8.9%		10.6%		9.6%	
Phần mềm	22.3%		22.5%		23.3%		23.6%	
Dịch vụ CNTT	32.1%		30.9%		30.3%		30.7%	
Dịch vụ viễn thông	24.9%		23.5%		22.2%		22.4%	

Nguồn: Gartner, HSC

Đà tăng trưởng của các nhà cung cấp dịch vụ CNTT nước ngoài bắt đầu chững lại trong năm 2025

Trong bối cảnh bất ổn vĩ mô toàn cầu và sự đột phá của các công cụ AI trong hoạt động kinh doanh, hầu hết các nhà cung cấp dịch vụ CNTT đều ghi nhận doanh thu tăng trưởng thấp trong Q4/2025. HSC nhận thấy nhu cầu tại Mỹ của các công ty cung cấp dịch vụ CNTT hàng đầu thế giới đều suy yếu. Trong khi đó, nhu cầu tại khu vực châu Á - Thái Bình Dương (khu vực lệ thuộc nhiều vào hoạt động xuất khẩu) và khu vực EU đang cải thiện theo từng quý.

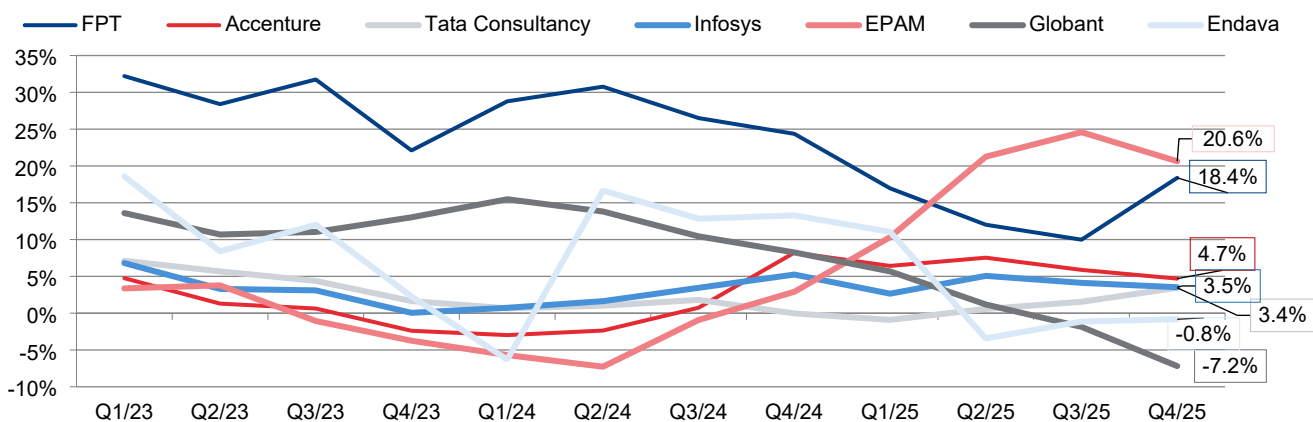
Như được thể hiện trong Biểu đồ 2, doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT trong Q4/2025 đã tăng lên mức 18% so với cùng kỳ, sau một giai đoạn sụt giảm và hiện đang vượt trội so với các công ty cùng ngành. Hiện tại, Nhật Bản và khu vực châu Á - Thái Bình Dương là những động lực tăng trưởng chính của FPT. Tại các thị trường trọng điểm như Nhật Bản và Singapore, khách hàng đang ưu tiên chất lượng và tốc độ bàn giao của FPT hơn là giá cả. Đây là một bước tiến đáng kể của công ty trong chuỗi giá trị toàn cầu.

EPAM Systems duy trì đà tăng trưởng tích cực trong vài quý vừa qua, nhờ khách hàng quay trở lại sau khi công ty chuyển thành công lực lượng lao động ra khỏi Nga khi cuộc chiến Nga-Ukraine bắt đầu vào năm 2022.

Ngược lại, doanh thu của các đối thủ như Infosys và Tata Consultancy chỉ tăng trưởng một chữ số trong cùng giai đoạn, sát với xu hướng chung của ngành, trong khi một số công ty thậm chí ghi nhận tăng trưởng âm tại Bắc Mỹ (khu vực thường đóng góp hơn 50% tổng doanh thu của các công ty này).

Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu dịch vụ CNTT toàn cầu, các nhà cung cấp dịch vụ CNTT toàn cầu

FPT duy trì đà tăng trưởng dẫn đầu ngành



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Dịch vụ CNTT nước ngoài: AI tác nhân có thể sẽ thay đổi quy trình làm việc của CNTT truyền thống

AI chủ động đe dọa công việc CNTT thâm dụng lao động truyền thống

Sự dịch chuyển sâu sắc nhất định hình bức tranh công nghệ năm 2026 là quá trình chuyển từ AI tạo sinh – hệ thống được thiết kế chủ yếu để tạo nội dung dựa trên câu lệnh trực tiếp của con người – sang AI tác nhân. Khác với các mô hình trước đây hoạt động như những công cụ hỗ trợ, các hệ thống AI tác nhân (thường được cấu trúc theo hệ thống đa tác nhân) được thiết kế để tự động thực thi các nhiệm vụ phức tạp, gồm nhiều bước xuyên suốt các quy trình kinh doanh. Trên thực tế, AI đang chuyển từ việc "hỗ trợ" người lao động tri thức sang việc thay mặt họ để hành động.

Trong dịch vụ CNTT, việc ứng dụng trợ lý lập trình AI và các tác nhân tự chủ đã cho thấy việc phát triển phần mềm phức tạp có thể được hoàn thành nhanh hơn nhiều mà không làm ảnh hưởng đến chất lượng sản phẩm. Khi sản lượng đầu ra ngày càng không còn chịu sự chi phối bởi số giờ làm việc, thì thời gian dành cho công việc không

còn là thước đo tin cậy cho giá trị mang lại nữa. Điều này tạo ra thách thức trực tiếp đối với nền tảng kinh tế của mô hình "thời gian và khối lượng công việc" truyền thống, tạo áp lực lên các khung tính phí cũ.

Xu hướng này bắt đầu từ năm 2025 khi Anthropic giới thiệu Model Context Protocol và Google đưa ra Antigravity. Các cơ chế làm việc này được xây dựng nhằm cho phép các tác nhân AI giao tiếp, phối hợp và thực thi trên các môi trường phần mềm, nhúng tự động hóa vào quy trình làm việc của doanh nghiệp một cách hiệu quả. Các lĩnh vực có quy trình lặp lại và có khối lượng lớn (như nhập liệu, hỗ trợ khách hàng cấp độ 1, phê duyệt hóa đơn) được triển khai cơ chế làm việc này khá sớm. Trước nay, những lĩnh vực này vốn hỗ trợ cho lợi thế kinh tế theo quy mô của mô hình "thuê ngoài các quy trình kinh doanh" (BPO).

Điều này có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà cung cấp dịch vụ CNTT Ấn Độ, những đơn vị đang áp dụng mô hình BPO sử dụng lao động với số lượng lớn, có dòng tiền hoạt động mạnh nhưng tỷ suất lợi nhuận thấp về mặt cơ cấu. Khi AI tác nhân hấp thụ các công việc có tính lặp lại, giá trị do con người tạo ra sẽ chuyển dịch sang công việc thiết kế kiến trúc và quản trị hệ thống từ những công việc cần con người thao tác.

Một bước tiến mang tính đổi mới hơn đã xuất hiện vào đầu năm 2026 với việc Anthropic ra mắt 'Claude Cowork' vào tháng 1. Việc đưa ra các ứng dụng hỗ trợ dành cho doanh nghiệp của công cụ này đã kích hoạt một đợt bán tháo trên diện rộng các cổ phiếu dịch vụ CNTT và phần mềm trên toàn cầu. Điều này phản ánh sự lo ngại của nhà đầu tư về khả năng AI sẽ loại bỏ vai trò trung gian của các nền tảng SaaS.

Claude Cowork hoạt động như một tác nhân tự trị, vận hành trên máy tính cục bộ hoặc trong môi trường đám mây của doanh nghiệp. Ứng dụng này nhận chỉ thị thông qua cửa sổ trò chuyện, sau đó lập kế hoạch và thực thi các nhiệm vụ gồm nhiều bước trên các hệ thống tích hợp. Trên thực tế, hệ thống có thể thực hiện các quy trình vốn trước đây được xử lý bởi các nền tảng SaaS, chẳng hạn như cập nhật hồ sơ quản trị quan hệ khách hàng trong Salesforce.

Đối với các công ty dịch vụ CNTT như Cognizant, Infosys và Tata Consultancy Services, sự trỗi dậy của các công cụ AI chuyên biệt theo từng lĩnh vực không chỉ mang lại rủi ro bị thay thế ở mảng thuê ngoài BPO truyền thống vốn thâm dụng lao động, mà còn ở các mảng mang lại giá trị cao hơn như tư vấn chuyên sâu và bảo trì ứng dụng. Ngược lại, những công ty đa dạng hóa tốt hơn như Accenture và Capgemini có vị thế tốt hơn để hưởng lợi từ nhu cầu tư vấn chiến lược AI, phân tích dữ liệu và tích hợp AI trên toàn doanh nghiệp ngày càng tăng.

Ngoài ra, tính đến ngày phát hành báo cáo này, Anthropic đã công bố hợp tác với các đơn vị cung cấp dịch vụ hàng đầu, trong đó có cả Salesforce. Theo đó, các nền tảng có quy mô lớn và mang tính sống còn như Salesforce, SAP và Oracle có vị thế cơ cấu tốt hơn, vì động thái chiến lược này xác nhận rằng những đơn vị tiên phong trong lĩnh vực AI như Anthropic có ý định cộng tác với các hệ sinh thái phần mềm hiện có thay vì phá hủy hay thay thế chúng. Bước tiến này trực tiếp giải quyết những lo ngại về mặt cơ cấu vốn đã kích hoạt đợt bán tháo trên thị trường trong thời gian gần đây, củng cố quan điểm của HSC rằng tương lai nằm ở sự cộng hưởng giữa các nhà phát triển công cụ AI và các công ty dịch vụ CNTT.

Bảng 3: So sánh sơ lược giữa các tác nhân AI: Claude Cowork & Claude Code của Anthropic với SaaS truyền thống

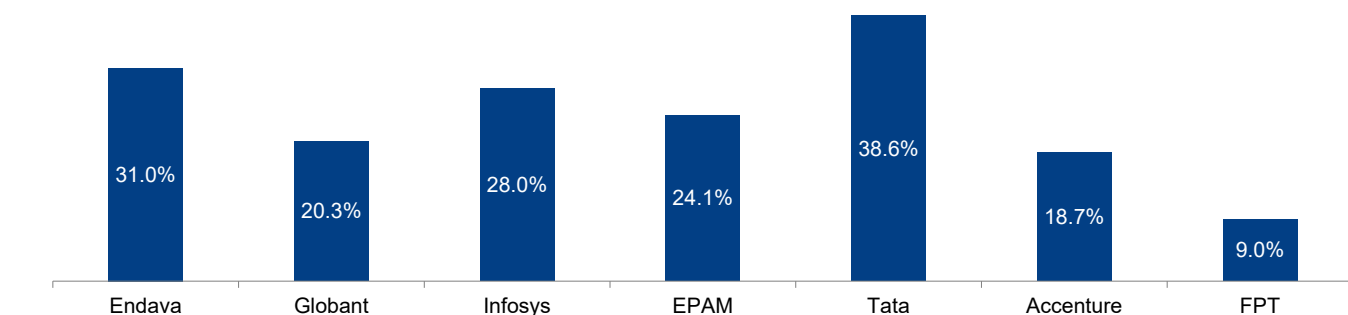
Các tác nhân AI mới đang tạo ra sự đột phá đối với các nền tảng ERP truyền thống của các nhà cung cấp SaaS

	SaaS truyền thống	Claude Cowork	Claude Code
Đối tượng sử dụng?	Tất cả mọi người (Sales, nhân sự, vv.)	Nhân viên văn phòng & cấp quản lý	Lập trình viên và giới công nghệ
Cách thức sử dụng?	Bạn nhấp các nút và điền biểu mẫu	Nói câu lệnh ra yêu cầu (vd: "Hãy dọn dẹp file của tôi")	Nhập các câu lệnh
"Thực hiện"	Lưu trữ công việc của bạn	Thực hiện công việc cho bạn	Viết ra phần mềm cho bạn sử dụng
Vị trí	Hoạt động trong trình duyệt của bạn (Cloud)	Hoạt động trên máy tính của bạn	Hoạt động trong terminal của bạn
Đa nhiệm	Bạn có thể mở 10 tab	Có thể chạy 5 "sub-agents" cùng lúc	Có thể quét 1,000 tệp cùng lúc

Nguồn: HSC

Biểu đồ 4: Tỷ trọng đóng góp của mảng BFSI vào tổng doanh thu năm 2025 của các công ty toàn cầu

Tỷ trọng mảng BFSI của các công ty IT Ấn Độ khá lớn, đặc biệt tại thị trường Mỹ, nơi vẫn tồn tại nhiều hệ thống COBOL cũ



Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Trong tháng 2/2026, Anthropic tiếp tục ra mắt Claude Code – một tác nhân AI được thiết kế đặc biệt để hiểu và hiện đại hóa kho mã nguồn, bao gồm cả các hệ thống ngôn ngữ COBOL cũ. Theo tờ Economic Times, COBOL hiện vẫn bám rễ sâu trong các hệ thống ngân hàng, bảo hiểm, hàng không và hạ tầng chính phủ toàn cầu. Các công ty CNTT hàng đầu của Ấn Độ như Tata Consultancy Services (TCS), Infosys và Wipro là những nhà cung cấp dịch vụ máy chủ lớn và dịch vụ liên quan đến COBOL lớn nhất thế giới. Trước đây, các chu kỳ hiện đại hóa COBOL thường kéo dài nhiều năm do tính phức tạp của hệ thống và sự nhạy cảm về rủi ro. Nếu các công cụ AI tác nhân có thể rút ngắn thời gian này xuống còn vài quý, nó có thể tạo ra một chu kỳ nâng cấp doanh nghiệp trong nhiều năm, làm tăng tốc đáng kể việc tái phân bổ chi tiêu CNTT.

Đối với FPT, lo ngại của thị trường về việc Claude Code sẽ có ảnh hưởng lớn đến HĐKD của công ty tại thị trường Nhật Bản, vì FPT gần đây xem COBOL là một phân khúc đầy tiềm năng, với 9% doanh thu nước ngoài của FPT đến từ khối BFSI. Tuy nhiên, theo tìm hiểu của chúng tôi, đóng góp hiện tại từ dịch vụ này chỉ chiếm dưới 5% doanh thu FPT Software tại Nhật Bản, tương đương 1% doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài hoặc chỉ 0,6% tổng doanh thu của FPT.

Những công ty chiếm ưu thế sẽ hưởng lợi từ nhu cầu tư vấn và phân tích AI đa dạng

Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù AI tác nhân có thể "ăn mòn" doanh thu mảng thuê ngoài thâm dụng lao động vốn mang lại giá trị thấp trong ngắn hạn, nhưng cũng có thể mở rộng phạm vi và độ phức tạp của lớp kiến trúc nền tảng CNTT trong doanh nghiệp. Khi việc ứng dụng AI trở nên phổ biến hơn, các doanh nghiệp buộc phải thiết kế lại cách thức tương tác giữa các lớp công nghệ, từ đó làm tăng nhu cầu về các năng lực tích hợp, điều phối, quản trị và bảo mật. Xu hướng dịch chuyển này có lợi cho các nhà cung cấp dịch vụ CNTT có khả năng thiết kế và quản lý kiến trúc vận hành bởi AI, thay vì những công ty chủ yếu dựa vào việc mở rộng quy mô nhân sự. Những công ty sớm chuyển sang thiết kế giải pháp thuần AI có thể ghi nhận tỷ suất lợi nhuận cao hơn về mặt cơ cấu và có sự gắn kết với khách hàng chặt chẽ hơn.

Quan trọng hơn hết, việc ứng dụng rộng rãi các tác nhân AI cũng làm nhu cầu về an ninh mạng tăng cao. Vì các tác nhân này có quyền truy cập vào nhiều hệ thống và dữ liệu nhạy cảm, nên các cơ chế kiểm soát an ninh, quản lý truy cập và giám sát chặt chẽ đã trở nên cực kỳ quan trọng. Do đó, an ninh mạng đang trở thành một phần cốt lõi của quá trình triển khai AI, chứ không chỉ đơn thuần là một chức năng hỗ trợ.

Về phía các nhà cung cấp dịch vụ CNTT, phân tích của Bloomberg cho thấy mọi doanh nghiệp dịch vụ CNTT quan trọng đều bị ảnh hưởng trong vài năm tới khi các dự án AI của khách hàng tiến triển từ giai đoạn thử nghiệm sang mở rộng quy mô, mặc dù mức độ xáo trộn sẽ khác nhau:

Bảng 5: Rủi ro mang tính cấu trúc đối với các mảng kinh doanh CNTT, theo phân tích của Bloomberg

Các tác nhân AI tự động tác động mạnh nhất đến mảng BPO

Mảng kinh doanh	Rủi ro bị AI gây gián đoạn	Nhận định
Phát triển ứng dụng và phần mềm	Trung bình	Các dự án/hoạt động hiện đại hóa mang tính tùy chọn; công cụ AI giúp rút ngắn thời gian thực hiện công việc, tuy nhiên nhu cầu về dịch vụ kỹ thuật trình độ cao vẫn gia tăng khi các nhà cung cấp chuyển hướng sang các mảng yêu cầu năng lực cao hơn
Cho thuê ngoài quy trình kinh doanh	Rất cao	Nhu cầu cắt giảm chi phí tăng lên trong giai đoạn suy thoái, nhưng tự động hóa GenAI/agentive nhanh chóng thay thế các công việc do con người thực hiện; các dịch vụ BPO chăm sóc khách hàng dễ bị ảnh hưởng nhất
Tư vấn kinh doanh và công nghệ	Trung bình	Các chương trình mang tính tùy chọn thường bị tạm dừng trước, nhưng nhu cầu tư vấn về AI, hiện đại hóa và điện toán đám mây vẫn ở mức cao, dù các công việc phụ thuộc nhiều vào tài liệu có rủi ro bị ảnh hưởng
Hỗ trợ ứng dụng và hạ tầng hệ thống	Trung bình	Các hợp đồng mang tính thiết yếu vẫn được gia hạn, trong khi AI làm giảm khối lượng công việc thủ công và đẩy nhanh việc giảm nhân sự thông qua sàng lọc tự nhiên; các nhà cung cấp đang chuyển dần sang mô hình vận hành dựa trên AI
Hạ tầng cho thuê ngoài	Trung bình	Các hợp đồng hiện hữu có tính gắn kết cao, nhưng các dự án mới có xu hướng chậm lại trong giai đoạn suy thoái. AI thúc đẩy nhanh hơn các xu hướng dài hạn như chuyển dịch sang điện toán đám mây, thay vì thay thế hoàn toàn các dịch vụ này

Nguồn: Bloomberg, HSC

Tóm lại, chúng tôi cho rằng những công ty giành được chiến thắng là những đơn vị dẫn đầu trong việc cung cấp các dịch vụ liên quan đến AI như tư vấn Chuyển đổi số, từ đó có thể thúc đẩy nhu cầu mới về hiện đại hóa AI chuyên biệt và chuyển dữ liệu lên môi trường đám mây. Khi các doanh nghiệp mở rộng quy mô áp dụng AI, nhu cầu thiết kế lại các hệ thống cũ, chuyển công việc lên môi trường đám mây và củng cố kiến trúc bảo mật sẽ tự nhiên tăng theo.

Sự xáo trộn từ AI và thực tế

Các bên tham gia thị trường đang tranh luận liệu sự xáo trộn từ AI tác nhân là dấu hiệu cho sự giảm tốc có tính chu kỳ hay là sự thu hẹp có tính cơ cấu vĩnh viễn của tổng thị trường dịch vụ CNTT khả dụng. Tuy nhiên, khi phân tích kỹ hơn bức tranh cạnh tranh, chúng ta có thể thấy rằng dù môi trường đang thay đổi, nhưng tác động không diễn ra ngay lập tức cũng không mang tính hủy diệt như kịch bản "tuyệt chủng" mà nhiều người lo ngại. AI khó có thể thay thế hoàn toàn các dịch vụ CNTT. Thay vào đó, các công ty này vẫn đóng vai trò là những "nhà tích hợp và kiến trúc sư cốt lõi" thiết yếu của hệ sinh thái công nghệ toàn cầu. Những công ty này tập trung hỗ trợ các doanh nghiệp có hệ thống phức tạp mang tính "nội bộ đặc thù" và các hệ thống cũ – những môi trường đòi hỏi sự tinh tế mà các công cụ AI độc lập không thể thực hiện được hoặc đưa ra kết quả không đáng tin cậy, thiếu bối cảnh.

Chủ quyền đối với dữ liệu là rào cản quan trọng không cho AI thay thế hoàn toàn con người. Các tập đoàn toàn cầu luôn bảo vệ nghiêm ngặt dữ liệu độc quyền của mình và thường không sẵn sàng để lộ thông tin nhạy cảm cho bên cung cấp dịch vụ AI do các quy định khắt khe và rủi ro cạnh tranh. Sự lo ngại này đã tạo ra lợi thế cạnh tranh đáng kể cho các nhà cung cấp dịch vụ đáng tin cậy như FPT (đặc biệt là đối với các doanh nghiệp Nhật Bản). Thay vì bị gạt sang một bên, các công ty cung cấp dịch vụ CNTT uy tín có vị thế độc tôn để nhúng các ứng dụng AI trực tiếp vào cơ sở hạ tầng hiện có và triển khai các giải pháp AI vật lý vận hành an toàn trong chính tường lửa của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là AI cũng có thể giúp tạo ra các dòng lợi nhuận mới.

Bằng cách đảm bảo tính bảo mật của hệ thống và quyền riêng tư dữ liệu, các nhà cung cấp dịch vụ CNTT uy tín đã vượt xa vai trò của một nhà cung cấp dịch vụ truyền thống để trở thành một "người bảo vệ có tính chiến lược". Cuối cùng, sự tin cậy được xây dựng qua nhiều thập kỷ cho phép các nhà cung cấp dịch vụ CNTT giữ được các hợp đồng hiện có, đồng thời trở thành đối tác ưu tiên cho thế hệ vận hành tiếp theo được tích hợp tăng AI và có tính bảo mật cao. Xu hướng thay thế sẽ không diễn ra trong những năm tới, mà sẽ xuất hiện các mối quan hệ đối tác chiến lược giữa các nhà phát triển AI và các công ty cung cấp dịch vụ CNTT để khai phá các nguồn tăng trưởng mới ở mức độ ứng dụng AI, độ tin cậy và tích hợp hệ thống phức tạp.

Thị trường CNTT trong nước: Chuyển đổi số bùng nổ trên các lĩnh vực kinh doanh

HSC vẫn giữ quan điểm tích cực đối với nhu cầu dịch vụ CNTT trong nước trong năm 2026 dựa trên sự cam kết của Chính phủ thông qua Nghị quyết số 57 của Quốc hội. Đây là cơ sở pháp lý và chính trị nền tảng để Việt Nam đẩy nhanh quá trình phát triển công nghệ và chuyển đổi số quốc gia trong giai đoạn sắp tới. Sự cam kết chính trị này hiện đang được củng cố bởi sự hỗ trợ mạnh mẽ về ngân sách.

Khu vực Chính phủ: Việc phân bổ ngân sách chưa từng có này là tiền đề tài chính cần thiết để Việt Nam hiện thực hóa mục tiêu trở thành một "Quốc gia số". FPT, với vị thế là công ty công nghệ hàng đầu và đối tác hạ tầng số chính của Nhà nước, được kỳ vọng sẽ trở thành đơn vị hưởng lợi cốt lõi từ dòng vốn khổng lồ dành cho chuyển đổi số công và xây dựng hạ tầng số. CMG (CMC), nhà cung cấp dịch vụ CNTT lớn thứ hai, cũng sẽ hưởng lợi từ sáng kiến này.

Khu vực Tư nhân: Ngoài sự thúc đẩy hạ tầng số từ khu vực Nhà nước, các doanh nghiệp tư nhân – dẫn đầu là lĩnh vực Tài chính và Ngân hàng vốn có tính cạnh tranh cao – cũng được kỳ vọng sẽ tăng chi phí đầu tư cho các sáng kiến chuyển đổi số trong giai đoạn mới này. Với hệ sinh thái dịch vụ CNTT và trung tâm dữ liệu phục vụ phần lớn khách hàng trong khối tài chính ngân hàng, HSC kỳ vọng CMG sẽ hưởng lợi từ nhu cầu chuyển đổi số đang tăng mạnh.

Sự kết hợp giữa khung pháp lý có lợi (Nghị quyết số 57), chi tiêu đầu tư công tăng mạnh và nhu cầu chuyển đổi số từ khu vực tư nhân đang tạo ra một động lực tăng trưởng tích cực, đa diện cho FPT và CMG trong trung và dài hạn. Ngoài ra, chúng tôi được biết rằng FPT gần đây đã thành lập một đội đặc nhiệm bao gồm các chuyên gia chuyển đổi số để tiếp cận và tư vấn cho các bộ, ban ngành và chính quyền địa phương về hạ tầng số và chuyển đổi số tại Việt Nam. Sáng kiến này được kỳ vọng sẽ đặt nền móng cho sự tăng trưởng bùng nổ trong phân khúc Dịch vụ CNTT trong nước của FPT và mảng Công nghệ & Giải pháp của CMG trong thời gian tới.

Đối với FPT, mảng Dịch vụ CNTT trong nước dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng trên 10% trong năm 2026. Sự tăng trưởng này ngày càng đa dạng hóa, không chỉ dừng lại ở các hợp đồng thuộc khu vực công mà còn mở rộng sang các doanh nghiệp vừa và nhỏ và các tập đoàn lớn. Chiến lược này tập trung vào các hợp đồng chuyển đổi số mới và các dự án liên quan đến AI thông qua việc hợp tác với các bộ ngành. Mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu (chỉ ở mức 13% doanh thu năm 2025 của FPT) và không được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của công ty, nhưng mảng Dịch vụ CNTT trong nước đóng vai trò là "sàn thử nghiệm" quan trọng cho sáng kiến "AI-first" và các ứng dụng công nghệ nội địa hóa của FPT.

Đối với CMG, công ty tiếp tục đẩy mạnh bộ sản phẩm "Make in Vietnam - Made by CMC". Đầu năm 2026, CMG đã giới thiệu mô hình ngôn ngữ pháp lý (CMC-AI-Legal agent) đầu tiên nhằm đánh giá các ứng dụng AI trong lĩnh vực pháp luật Việt Nam. Cách tiếp cận này phản ánh tham vọng của CMG trong việc khẳng định định vị trí tuệ nhân tạo của mình. Bên cạnh đó, CMG cũng thực hiện đào tạo nhân tài trong lĩnh vực chuyển đổi số và AI thông qua mảng kinh doanh giáo dục thông qua hoạt động cung cấp chương trình giảng dạy tập trung vào các ứng dụng của trí tuệ nhân tạo.

Dịch vụ trung tâm dữ liệu: AI hạ tầng dẫn dắt tăng trưởng

Phân khúc này bắt đầu phát triển từ năm 2026 sau khi nhiều đơn vị thông báo các dự án quan trọng liên quan đến AI, tạo ra một danh mục dự án phát triển hạ tầng AI dồi dào trong 5 năm tới. Chi tiết như sau:

- Vào tháng 2/2026, Liên minh Việt Nam (FPT và Việt Thái) cùng tập đoàn G42 đã ký kết xây dựng hạ tầng Đám mây chủ quyền và trung tâm dữ liệu trị giá 1 tỷ USD tại Việt Nam. Mỗi quan hệ đối tác chiến lược này nhằm mục tiêu thiết lập các trung tâm dữ liệu quy mô siêu lớn đẳng cấp thế giới và hạ tầng AI chủ quyền tại Việt Nam. Bằng cách kết hợp chuyên môn toàn cầu với vị thế dẫn đầu tại địa phương, sự hợp tác này dự kiến sẽ giúp Việt Nam trở thành một trung tâm dữ liệu và trí tuệ nhân tạo của khu vực, thúc đẩy tăng trưởng số và giá trị kinh tế trong dài hạn.

Vai trò của các bên được xác định rõ ràng: G42 cung cấp chuyên môn kỹ thuật toàn cầu để xây dựng các cụm AI khổng lồ, trong khi Liên minh FPT - Việt Thái cung cấp năng lực công nghệ hàng đầu trong nước và chuyên môn vận hành. Các

bên sẽ cùng đầu tư và vận hành các cơ sở này để cung cấp các dịch vụ đám mây và AI tiên tiến cho cả khu vực công và tư nhân, không chỉ cho khách hàng trong nước mà còn cho nhu cầu toàn cầu. Hơn nữa, mối quan hệ đối tác này tích hợp với tầm nhìn chiến lược của TP.HCM thông qua một thỏa thuận liên quan đến chính quyền thành phố và VinaCapital. Trong khi thành phố sẽ hỗ trợ về mặt chính sách, đất đai và nguồn điện, nhóm nhà đầu tư tập trung vào việc xây dựng một khu phức hợp đổi mới sáng tạo để thu hút các công ty công nghệ toàn cầu và đào tạo lực lượng lao động chất lượng cao, đảm bảo chủ quyền số và tính độc lập của Việt Nam.

Do thỏa thuận này mới ở giai đoạn biên bản ghi nhớ, thông tin chi tiết về cơ cấu cổ phần và thời điểm chính xác đóng góp vào lợi nhuận của FPT vẫn chưa được tiết lộ. Tuy nhiên, dự kiến G42 sẽ góp một lượng đáng kể vào tổng vốn đầu tư nhằm tận dụng quy mô toàn cầu của mình. Mối quan hệ đối tác này nhấn mạnh cam kết mạnh mẽ trong việc đồng hành cùng các mục tiêu chiến lược của Chính phủ Việt Nam: đẩy nhanh phát triển hạ tầng số quốc gia và nâng cao vị thế của Việt Nam trong chuỗi giá trị công nghệ toàn cầu. Chúng tôi đánh giá đây là một bước đi chủ động nhằm nắm bắt nhu cầu đang tăng cao về AI chủ quyền và dịch vụ đám mây trong khu vực.

- Vào tháng 1/2026, FPT và UBND thành phố Hà Nội đã chính thức khởi công dự án Tổ hợp Công viên Công nghệ số và hỗn hợp Hà Nội tại phường Tây Tựu và Phú Diễn, quận Bắc Từ Liêm. Dự án hạ tầng lớn này trải rộng gần 200ha với vốn đầu tư ước tính lên đến 50 nghìn tỷ đồng. Được thiết kế như một hệ sinh thái "Work - Live - Innovate", công viên sẽ bao gồm một trung tâm công nghệ số tập trung rộng 168,9ha, được dùng làm các tòa nhà văn phòng (thuộc Fsoft), Trung tâm dữ liệu (thuộc FTel) và các khu dân cư (như chung cư cho nhân viên - thuộc các đơn vị khác ngoài thực thể FPT), v.v.

Dự án này là một bước chiến lược quan trọng trong lộ trình phát triển công nghệ đến năm 2030 của Việt Nam, nhằm phát triển Hà Nội thành trung tâm khoa học, công nghệ và chuyển đổi số hàng đầu của khu vực. Sau khi đi vào hoạt động, tổ hợp này dự kiến sẽ tiếp nhận khoảng 60.000 kỹ sư và chuyên gia công nghệ số, tích cực tạo ra môi trường cho hoạt động R&D và sản xuất công nghệ cao.

Dự án dự kiến triển khai theo từng giai đoạn đến năm 2031 hoặc thậm chí trong thời gian dài hơn (tầm nhìn lên đến 10 năm). Những hợp phần đầu tiên dự kiến sẽ hoạt động sớm nhất vào năm 2027, giúp giảm đáng kể sự phụ thuộc của quốc gia vào các chuỗi cung ứng công nghệ nước ngoài và tăng cường khả năng cạnh tranh quốc gia.

- CMG cũng có kế hoạch khởi công xây dựng trung tâm dữ liệu quy mô siêu lớn tại TP.HCM (CMC SHTP 2) trong năm 2026, tuy nhiên thông tin cụ thể vẫn chưa được công bố. Cần lưu ý rằng, dự án trung tâm dữ liệu CMC SHTP 2 đã nhận được phê duyệt sử dụng đất từ Khu Công nghệ cao Sài Gòn (SHTP). Dự án này có tổng vốn đầu tư dự kiến là 250 triệu USD, trong đó CMG sở hữu 20% và Samsung SDS nắm giữ 80%. Chúng tôi đang chờ có thêm thông tin chi tiết hơn.

Mức độ đóng góp từ mảng kinh doanh Trung tâm dữ liệu vào doanh thu và lợi nhuận của FPT và CMG có sự khác biệt. Doanh thu Trung tâm dữ liệu của FPT đạt 670 tỷ đồng trong năm 2025, chỉ bằng khoảng 1% cho cả doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn. Trong khi đó, doanh thu Trung tâm dữ liệu & Đám mây của CMG đạt 1.165 tỷ đồng, đóng góp lên đến 14% doanh thu của công ty (NĐTTC 2024-2025 - năm tài chính kết thúc tháng 3). Điều này cũng phần nào lý giải cho hiệu suất giá cổ phiếu của CMG vượt trội hơn (đi ngang trong 1 tháng) so với FPT (giảm 12% trong 1 tháng) trong bối cảnh thị trường lo ngại về AI. Chúng tôi cũng lưu ý rằng trên toàn cầu, hiệu suất cổ phiếu của các doanh nghiệp Trung tâm dữ liệu rất cao, điển hình như Equinix (tăng 25% kể từ đầu năm).

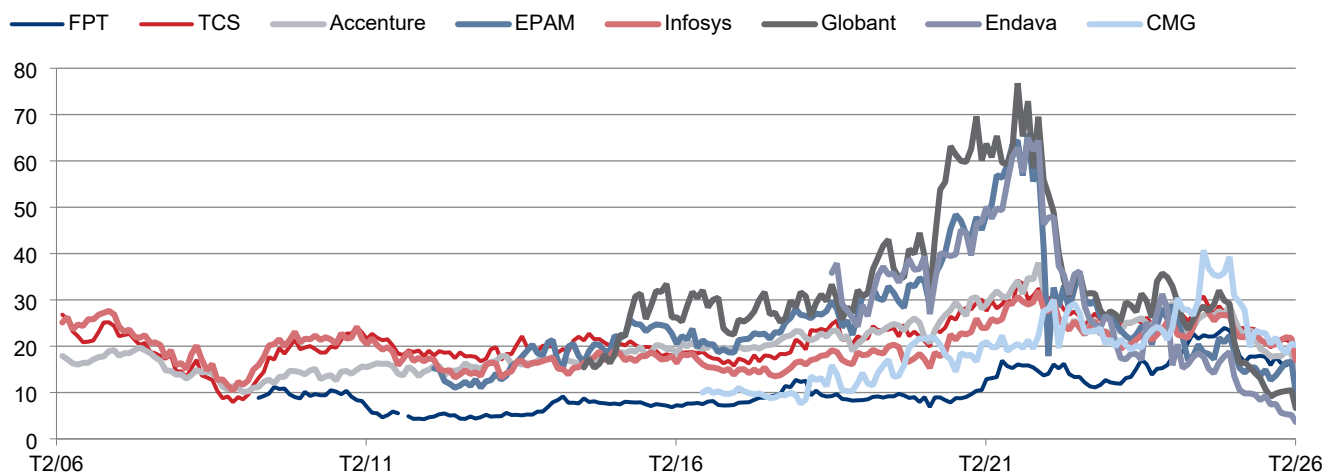
Định giá và khuyến nghị: FPT là lựa chọn hàng đầu

Mặc dù thị trường CNTT toàn cầu đang trải qua đợt điều chỉnh mạnh do lo ngại AI có thể phá vỡ các mô hình dịch vụ truyền thống, HSC tin rằng những lo ngại này đã bị thổi phồng quá mức trong bối cảnh dài hạn. Chính vì lý do đó, định giá của tất cả các công ty dịch vụ CNTT toàn cầu đã giảm xuống mức thấp kỷ lục hoặc mức "khủng hoảng" (Biểu đồ 6).

Các công ty cung cấp dịch vụ CNTT như FPT vẫn là những đơn vị tích hợp cốt lõi thiết yếu của các hệ thống doanh nghiệp phức tạp, chuyên xử lý các bối cảnh "nội bộ đặc thù" – nơi mà các công cụ AI độc lập không thực hiện được. Thay vì là một mối đe dọa mang tính cấu trúc, AI đóng vai trò như một "công cụ đắc lực" mang tính chuyển đổi để giải quyết khoản nợ công nghệ trong nhiều thập kỷ và hiện đại hóa hạ tầng cũ – cũng giống như cách Điện toán đám mây và Dữ liệu lớn đã thúc đẩy đà tăng trưởng vượt bậc của FPT trong giai đoạn 2020 đến 2025. Kỳ nguyên tăng trưởng tiếp theo sẽ được định nghĩa bởi mối quan hệ đối tác AI-IT, giúp khai phá các luồng công việc có giá trị cao trong bảo mật AI, độ tin cậy và tích hợp vật lý.

Biểu đồ 6: P/E trượt dự phóng 1 năm, một số công ty CNTT trên thế giới

Hầu hết cổ phiếu các công ty đều được định giá ở mức giá thấp hơn giá trị



Nguồn: Bloomberg, HSC

Đối với FPT, HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR đạt 12,5%/13,1% trong cho giai đoạn 2025-2028, vẫn rất hấp dẫn so với mức tăng trưởng một chữ số của các công ty cùng ngành trên toàn cầu. Vì sao chúng tôi tự tin vào triển vọng lợi nhuận này:

- **Cơ cấu thị trường:** FPT tập trung mạnh vào thị trường Nhật Bản (chiếm 44% doanh thu toàn cầu năm 2025) và khu vực châu Á - Thái Bình Dương (chiếm 23% doanh thu toàn cầu năm 2025). Những khu vực này có nhu cầu chuyển đổi số mang tính cấu trúc và có vùng đệm tăng trưởng vô song (đặc biệt là thị trường Nhật Bản).
- **Dịch chuyển chuỗi giá trị:** FPT đang chuyển đổi thành công từ mảng thuê ngoài vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp sang phân khúc trung cấp bằng cách tận dụng các xu hướng công nghệ mới bao gồm AI, chẳng hạn như thông qua trung tâm COBOL như đã đề cập. Các nhà cung cấp dịch vụ CNTT có thể có thêm doanh thu mới từ xu hướng dịch chuyển sang AI bằng cách tích hợp AI vào mô hình giao hàng và giúp khách hàng chuyển đổi các hệ thống cũ – đây là cách FPT đang cố gắng thực hiện, hoặc tạo ra các dòng doanh thu mới. FPT cũng đang tích cực tìm cách hợp tác với các đối tác như Microsoft và Nvidia để triển khai các cải tiến công nghệ mới và nâng cấp nền tảng công nghệ của mình.
- **Khả năng phục hồi tài chính:** Không giống như các công ty cùng ngành trên toàn cầu, mô hình đa dạng hóa của FPT (Giáo dục – dù đã tăng trưởng đang chững lại – và mảng Viễn thông đầy hứa hẹn) tạo ra nền tảng lợi nhuận ổn định. Điều này cho phép công ty tiếp tục mở rộng đầu tư (có kiểm soát) có tính mạo hiểm (như AI, bán dẫn), trong khi các công ty khác buộc phải cắt giảm chi phí.
- **Định giá:** Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua, FPT đang giao dịch ở mức định giá thấp nhất trong 3 năm, với P/E dự phóng năm 2026 là 15,6 lần (P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần). Đợt điều chỉnh này mang lại điểm mua vào chiến lược cho những nhà đầu tư dài hạn nhận thấy rằng nhu cầu triển khai CNTT chuyên sâu sẽ chỉ tăng trưởng trong một thế giới được thúc đẩy bởi AI. HSC duy trì khuyến

ngợi Mua vào đối với FPT với giá mục tiêu mới là 113.500đ (tiềm năng tăng giá hấp dẫn 28%).

Đối với **CMG**, chúng tôi tăng bình quân 1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028 (năm tài chính kết thúc vào tháng 3), sau khi tăng giả định doanh thu mảng kinh doanh Toàn cầu sau khi KQKD Q3/NĐTC 2025-2026 tích cực bị bù trừ bởi dự báo chi phí lãi vay tăng cao do lãi suất và dư nợ tăng. Dự báo mới cho thấy mức lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 20%.

CMG có triển vọng rất vững chắc với lợi nhuận thuần tăng trưởng tích cực trong bối cảnh mảng trung tâm dữ liệu thuận lợi khi Chính phủ đẩy mạnh phát triển hạ tầng AI.

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua, CMG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 25,3 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CMG với giá mục tiêu cốt yếu không đổi là 40.700đ (tiềm năng tăng giá là 16%).

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo

Thay đổi cấu trúc lợi nhuận & chuyển sang mô hình tính phí dựa trên kết quả công việc.

- **Khoảng trống ăn mòn doanh thu:** Khi các công cụ AI tự động hóa việc lập trình và kiểm thử định kỳ, mức phí tính phí theo mô hình "giờ công" truyền thống có thể sẽ giảm ngay tức thì. Nếu FPT không nhanh chóng chuyển sang mô hình tính phí dựa trên kết quả công việc, công ty có rủi ro sẽ đối mặt với tình trạng chênh lệch doanh thu khi hiệu quả công việc cải thiện làm giảm tổng số giờ có thể tính phí trước khi biểu giá GTGT mới có hiệu lực.
- **Áp lực chi phí từ cuộc chiến nhân tài:** Trong khi AI xử lý các nhiệm vụ cấp thấp, nhu cầu về nhân tài AI "cấp kiến trúc sư" sẽ tăng vọt. Cạnh tranh tiền lương gia tăng cho các vai trò chuyên biệt này có thể bào mòn tỷ suất lợi nhuận từ chênh lệch chi phí nhân công, vốn mang lại lợi ích cho các công ty tại các thị trường như Việt Nam.

Phân tích bối cảnh cạnh tranh

- **Ít rào cản gia nhập hơn:** Các công cụ AI có thể cho phép các công ty nhỏ hơn, "sinh ra trong kỷ nguyên AI" cạnh tranh tại các dự án quy mô lớn với số lượng nhân sự ít hơn, thách thức lợi thế cạnh tranh dựa trên quy mô của những đơn vị dẫn đầu như FPT.
- **Khách hàng tự thực hiện:** Một số công ty lớn có thể sử dụng các công cụ AI để xây dựng "Trung tâm Chuyên sâu" nội bộ, giúp giảm phụ thuộc vào các nhà cung cấp bên ngoài đối với công việc phát triển cấp trung.

Các yếu tố vĩ mô và địa chính trị

- **Chủ nghĩa bảo hộ dữ liệu:** Trên thế giới, ngày càng có nhiều quy định (như Đạo luật AI của EU) có thể cản trở FPT chuyển dữ liệu qua biên giới hoặc sử dụng các bộ dữ liệu toàn cầu để huấn luyện các mô hình riêng biệt cho khách hàng. Những quy định này làm chi phí tăng cao.
- **Ngoại hối và nhu cầu toàn cầu:** Là một doanh nghiệp xuất khẩu toàn cầu, FPT vẫn nhạy cảm với biến động tỷ giá JPY/VND, USD/VND và áp lực suy thoái tiềm tàng tại các thị trường chính (Nhật Bản, châu Á - Thái Bình Dương, Mỹ và EU), có thể dẫn đến việc cắt giảm ngân sách chi tiêu CNTT không thiết yếu.

Để vượt qua giai đoạn chuyển đổi này, HSC tin rằng các công ty dịch vụ CNTT hàng đầu, bao gồm FPT và CMG, phải ưu tiên áp dụng công nghệ và tăng cường hợp tác với các nhà phát triển hệ sinh thái AI toàn cầu. Việc nâng cao khối lượng công việc thông qua mở rộng tệp khách hàng có thể giúp những công ty này bù đắp các tác động từ sự "giảm phát AI", chuyển phần hiệu quả tăng thêm thành vị thế lớn và vững chắc hơn trên thị trường.

Mua vào (giữ nguyên)

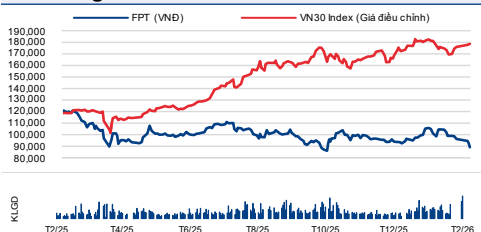
Giá mục tiêu: VNĐ113,500 (từ VNĐ123,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/2/2026)	89,100
Mã Bloomberg	FPT VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	86,104-121,002
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	92,033
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	151,785
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	5,815
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,704
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	835
Slg CP NN được mua (tr.đv)	181
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	38.4%
Tỷ lệ freefloat	78.8%
Cổ đông lớn	Trương Gia Bình (7.07%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(11.8)	(9.70)	(24.9)
So với chỉ số	(10.6)	(15.9)	(50.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,726	5,911	(3.1)
2027F	6,456	6,850	(5.8)
2028F	7,314	7,479	(2.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

FPT đang chuyển mình từ một đơn vị gia công phần mềm trở thành công ty công nghệ thực thụ trên phạm vi toàn cầu.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên cao cấp, Ngành Công

han.mdn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299

Khi tâm lý thị trường rời xa thực tế

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FPT nhưng điều chỉnh giảm 8% giá mục tiêu sau khi giảm nhẹ giả định tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn (giảm nhẹ dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027).
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 được điều chỉnh giảm bình quân 2%, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt là 13,2% và 12,7%. Trong khi đó, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 13,3% (tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 13,1%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua, có khả năng do lo ngại toàn cầu về sự xáo trộn của AI, FPT hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 4 năm ở mức 18,9 lần và cổ phiếu đang có mức định giá thấp nhất trong 5 năm qua. Mặc dù vẫn còn thách thức trong ngắn hạn, nhưng khả năng thích nghi nhanh chóng đang mang lại cơ hội hiếm có để công ty chiếm lĩnh thị phần toàn cầu.

Sự kiện: Làn sóng bán tháo cổ phiếu dịch vụ CNTT trên toàn cầu do lo ngại xáo trộn từ AI

Hiện tại, "câu chuyện về sự tuyệt chủng" – nỗi sợ rằng AI tác nhân sẽ khiến các công ty dịch vụ CNTT trở nên lỗi thời – đang dẫn dắt tâm lý thị trường. Sự hoảng loạn này đã thổi phồng các nhận định liên quan đến rủi ro trong khi phớt lờ thể cạnh tranh có tính cấu trúc và chuyên môn mà các công ty này đang nắm giữ. Trong quá khứ, khi tâm lý thị trường đạt đến mức khủng hoảng cực độ như thế này, định giá cổ phiếu thường có sự xáo trộn.

Tác động: Giảm bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần gđ 2026-2027

Theo quan điểm của chúng tôi, sự xáo trộn từ AI sẽ chưa tác động rõ rệt đến KQKD của FPT cho đến hết năm 2026. Do đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần ở mức 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13,2%). Tuy nhiên, chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn dưới 12 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12,7%) để phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với mảng Giáo dục. Điều này dựa trên lo ngại về tình trạng dư thừa nhân lực IT cấp thấp (khi AI tự động hóa các tác vụ lập trình cơ bản, sinh viên sẽ cần phải chọn lọc hơn, đòi hỏi chuyển dịch chiến lược sang đào tạo kỹ sư AI cao cấp và kỹ thuật chuyên sâu). Sau cùng, dự báo lần đầu cho năm 2028 kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng 13,3%, đạt 13,5 nghìn tỷ đồng.

Các dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi – thấp hơn khoảng 4% so với bình quân dự báo của thị trường – dự kiến lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 13,1%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua, có khả năng do lo ngại toàn cầu về sự xáo trộn của AI, FPT hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 4 năm ở mức 18,9 lần. Thị trường đang phản ánh một tương lai ngừng tăng trưởng vĩnh viễn vào giá cổ phiếu, bất chấp FPT có lịch sử 25 năm chuyển dịch thành công qua mọi chu kỳ tăng trưởng công nghệ lớn. HSC cho rằng quan điểm này cực kỳ bi quan. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 27% tại giá mục tiêu mới, cũng như kỳ vọng tác động của AI đối với dịch vụ CNTT sẽ dẫn đến sự tiến hóa về đào tạo lại kỹ năng và nâng cao hiệu suất công việc – thay vì thay thế hoàn toàn. Đối với FPT, đây là thời điểm thích hợp để hưởng lợi từ khoảng cách giữa "nỗi sợ bị lỗi thời" và "việc tích hợp công nghệ thực tế". Đợt điều chỉnh giá này mang lại điểm vào hiếm có cho các nhà đầu tư dài hạn.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	13,044	13,883	15,805	17,760 ▼	19,890
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,857	9,369	10,602	11,953	13,544
EPS ĐC (đồng)	4,296	5,060	5,726	6,456	7,314
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
BVPS (đồng)	20,253	21,418	25,624	29,580	34,394
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.5	11.7	10.2	9.27	8.48
P/E ĐC (lần)	20.7	17.6	15.6	13.8	12.2
Lợi suất cổ tức (%)	2.24	2.24	2.24	2.81	2.81
P/B (lần)	4.40	4.16	3.48	3.01	2.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	21.9	17.8	13.2	12.7	13.3
ROAE (%)	28.7	28.3	26.5	25.4	24.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tâm lý tạo ra các đợt bán tháo cổ phiếu của doanh nghiệp có chất lượng và tính thích nghi cao

Câu chuyện về 'sự tuyệt chủng' hiện tại – nỗi sợ rằng AI tác nhân sẽ khiến các công ty CNTT trở nên lỗi thời – đã đẩy tâm lý thị trường đến mức khủng hoảng phi lý, tạo ra sự lệch lạc đáng kể về định giá. Theo quan điểm của chúng tôi, sự hoảng loạn này đã quá chú trọng vào rủi ro mà bỏ qua lợi thế cạnh tranh đáng tin cậy và chuyên môn của các công ty như FPT. Chúng tôi tin rằng AI nhiều khả năng sẽ đóng vai trò là chất xúc tác cho việc nâng cao hiệu suất làm việc và tái đào tạo kỹ năng hơn là thay thế hoàn toàn các dịch vụ CNTT thiết yếu. Khi tâm lý thị trường rời xa thực tế, cơ hội "mua ở mức giá thấp" hiếm có sẽ xuất hiện và chúng tôi tin rằng FPT đã chạm tới điểm này.

Vượt qua sự biến động tâm lý và chuyển đổi mang tính cấu trúc

Trong năm qua, giá cổ phiếu FPT đối mặt với áp lực bán lớn, giảm 25% trong 1 năm và 12% trong 1 tháng qua. Đi kèm với đó là sự sụt giảm mạnh tỷ trọng sở hữu của khối ngoại, từ mức "kín room" (49%) xuống còn 38,4%. Chúng tôi xác định ba nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm này:

Câu chuyện xáo trộn của AI và khả năng phục hồi cơ bản

Nỗi sợ hãi của thị trường tập trung vào tiềm năng AI thay thế các vai trò cốt lõi của FPT, làm lu mờ triển vọng lợi nhuận dài hạn. Mặc dù mức tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2025 vẫn vững chắc ở mức 19,2%, tăng trưởng doanh thu đã chững lại còn 11,6% (thấp hơn bình quân 5 năm ở mức 20%). Cần làm rõ rằng doanh thu giảm không chỉ do "giảm phát AI". Những khó khăn đến từ tình hình căng thẳng địa chính trị và rủi ro vĩ mô, cụ thể là các chính sách thuế quan luôn thay đổi của Mỹ, đã đóng vai trò then chốt trong việc kìm hãm chi tiêu CNTT toàn cầu năm 2025, đặc biệt là ở khu vực châu Á - Thái Bình Dương.

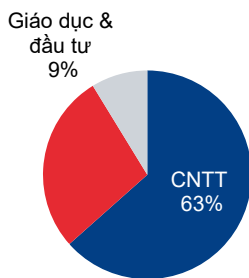
Bất chấp những khó khăn từ kinh tế toàn cầu, FPT đã ghi nhận KQKD vững chắc, với doanh thu kỷ mới năm 2025 tăng trưởng 23% đạt 40,6 nghìn tỷ đồng. Sự tăng trưởng mạnh mẽ này khẳng định bước chuyển mình thành công của FPT trong việc giành được các hợp đồng lớn và dài hạn (từ 3 đến 5 năm), tập trung vào các hoạt động chuyển đổi số. Điều này giúp công ty giữ vững danh mục dự án và mang lại triển vọng lợi nhuận tích cực trong bối cảnh thị trường đầy biến động.

FPT vẫn giữ được vị thế cạnh tranh vô song nhờ có nền tảng doanh thu đa dạng hóa cao, đóng vai trò như một vùng đệm quan trọng chống lại những biến động do yếu tố công nghệ vốn đang gây ảnh hưởng đến các công ty cùng ngành trên toàn cầu. Với doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài khá cân bằng giữa Nhật Bản (44%), châu Á - Thái Bình Dương (23%), Mỹ (23%) và EU (10%), FPT không lệ thuộc quá mức vào môi trường kinh tế hay quy định của bất kỳ khu vực địa lý nào.

Sự ổn định về mặt địa lý này càng được củng cố thêm bởi mô hình kinh doanh đa ngành, trải dài từ Công nghệ, Viễn thông, Giáo dục cho đến Đầu tư. Việc tích cực đa dạng hóa đa lĩnh vực đầu tư cho phép FPT giảm thiểu tác động trực tiếp từ các kịch bản về sự "tuyệt chủng" đặc thù của ngành công nghệ, do tính chất phòng thủ của các mảng Giáo dục và Viễn thông cung cấp dòng tiền ổn định và bù đắp cho những thay đổi mang tính chu kỳ của bức tranh dịch vụ CNTT.

Biểu đồ 7: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh năm 2025, FPT

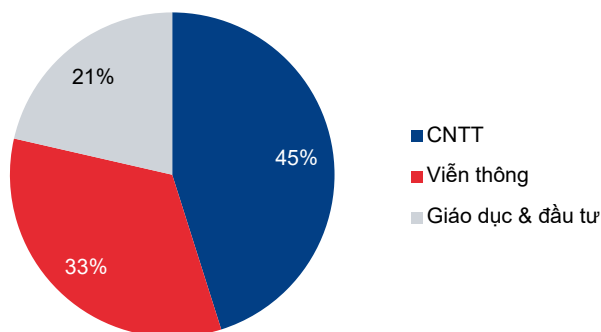
Mảng CNTT đóng góp 63% vào tổng doanh thu...



Nguồn: FPT

Biểu đồ 8: LNTT theo mảng kinh doanh năm 2025, FPT

...nhưng chỉ mang lại dưới 45% LNTT



Nguồn: FPT

Chuyển quyền sở hữu tại FOX

Việc chuyển nhượng 50,2% cổ phần của SCIC tại FOX (UPCoM, chưa khuyến nghị) sang Bộ Công an trong năm 2025 đã tạo ra những giai đoạn lo ngại của thị trường về khả năng FOX sẽ không còn được hợp nhất vào BCTC của FPT, cũng như tâm lý lo ngại về việc FPT sẽ giảm bớt ảnh hưởng tại FOX. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có thông báo chính thức về việc ngừng hợp nhất trong nửa đầu năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng đây chủ yếu là sự thay đổi trong phương thức hạch toán. Việc chuyển từ phương pháp hợp nhất toàn phần sang phương pháp vốn CSH đối với 45,66% cổ phần của FPT sẽ không làm thay đổi lợi ích kinh tế cốt lõi hay lợi nhuận thuần của công ty. Về tác động đối với bảng CĐKT, việc loại trừ tài sản của FOX ra khỏi BCTC của FPT sẽ đưa FPT chuyển dịch sang mô hình kinh doanh "nhẹ tài sản" hơn.

Hơn nữa, chúng tôi đánh giá mối quan hệ đối tác chiến lược với Bộ Công an là một điểm tích cực trong dài hạn, có khả năng giúp FOX tiếp cận được các dự án quy mô lớn trong khu vực công. Ngoài ra, các chính sách thực thi bản quyền nghiêm ngặt hơn gần đây cũng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy số lượng thuê bao của phân khúc Truyền hình trả tiền (bao gồm FPT Play) tăng cao – đơn vị vừa giành được bản quyền phát sóng giải Ngoại hạng Anh tại Việt Nam – từ đó nâng cao hơn nữa khả năng sinh lời của FOX.

Đợt bán tháo cổ phiếu công nghệ trên toàn cầu vào tháng 2: Sự tách rời của tâm lý thị trường

Áp lực bán rông của khối ngoại đối với FPT đã đẩy lên cao trào trong ngày giao dịch 25/2/2026, thiết lập kỷ lục mới về khối lượng bán rông (26 triệu cổ phiếu, giá trị tương đương 2.335 tỷ đồng). Đợt bán tháo này được kích hoạt bởi làn sóng lo ngại trên phạm vi toàn cầu về những thay đổi mang tính cấu trúc trong bức tranh CNTT, với quan điểm hoài nghi cho rằng FPT đã không thích nghi đủ nhanh với môi trường kinh doanh mới. Chúng tôi tin rằng điều này đại diện cho đỉnh điểm của sự "hoảng loạn về AI", khi tâm lý thị trường toàn cầu đã hoàn toàn rời xa hoạt động thực tế của doanh nghiệp tại Việt Nam.

Trong các phần tiếp theo của báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung vào việc bác bỏ những nỗi sợ hãi về sự xáo trộn này và đưa ra thông tin chi tiết về các bước chuyển đổi mang tính chiến lược của FPT nhằm giữ vững lợi thế cạnh tranh trong một thế giới tích hợp AI.

Đánh giá nền tảng công nghệ Tech Stack của FPT trong kỷ nguyên AI

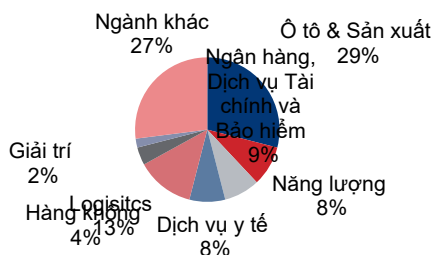
Cần lưu ý rằng, doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài đạt 35.382 tỷ đồng (tăng trưởng 14%) trong năm 2025, đóng góp 50,5% tổng doanh thu hợp nhất của FPT. Biểu đồ 9-10 cho thấy, thị trường Nhật Bản đóng góp lớn nhất vào doanh thu mảng Dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT, từ mức 40% trong năm 2024 tăng lên 44% trong năm 2025. Đóng góp tại thị trường EU cũng cải thiện, tăng lên 10% so với mức 9% trong

năm 2024. Trong khi đó, đóng góp của khu vực châu Á - Thái Bình Dương và Mỹ giảm xuống còn 23% cho mỗi khu vực (so với mức 27% và 25% trước đó).

Đóng góp theo lĩnh vực, ngành Ô tô và Sản xuất chiếm 29% doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT trong năm 2025 (2024: 27%), kế đến là mảng Logistics (đóng góp 13% trong năm 2025 so với 12% trong năm 2024) và khối BFSI (Ngân hàng, Tài chính, Chứng khoán và Bảo hiểm) chiếm 9% tỷ trọng (không đổi so với năm 2024).

Biểu đồ 9: Dịch vụ CNTT toàn cầu theo ngành năm 2025, FPT

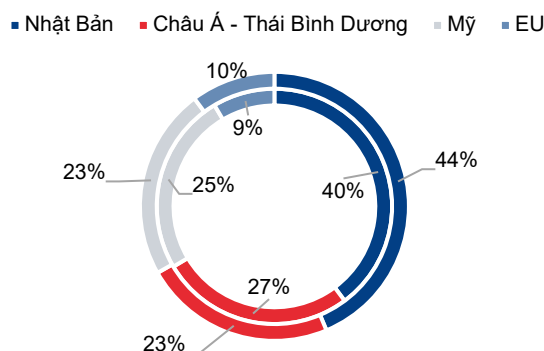
Ô tô và sản xuất đóng góp tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: FPT

Biểu đồ 10: Dịch vụ CNTT toàn cầu theo khu vực, FPT

Thị trường Nhật Bản đóng góp lớn nhất



Ghi chú: Hình tròn trong: cơ cấu doanh thu CNTT toàn cầu năm 2024; Hình tròn ngoài: cơ cấu dịch vụ CNTT toàn cầu năm 2025.
Nguồn: FPT

Bảng 11: Doanh thu chuyển đổi số, FPT

Mảng chuyển đổi số đóng góp tăng dần và ổn định qua các năm

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Dịch vụ chuyển đổi số	1,435	1,811	2,453	3,219	5,522	7,349	10,425	14,340	16,751
Tăng trưởng		26%	35%	31%	72%	33%	42%	38%	17%
DV CNTT truyền thống	4,807	6,632	8,395	8,781	9,019	11,566	13,863	16,613	18,631
Tăng trưởng		38%	27%	5%	3%	28%	20%	20%	12%
Đóng góp vào dịch vụ CNTT toàn cầu									
Dịch vụ chuyển đổi số	23.0%	21.5%	22.6%	26.8%	38.0%	38.9%	42.9%	46.3%	47.3%
DV CNTT truyền thống	77.0%	78.5%	77.4%	73.2%	62.0%	61.1%	57.1%	53.7%	52.7%

Nguồn: FPT

Bảng 12: Dịch vụ CNTT toàn cầu năm 2025 theo các nền tảng công nghệ, FPT

Chuyển đổi số vẫn là mảng đóng góp lớn nhất, với mức tăng trưởng 17% so với năm trước vào năm 2025. Trong mảng chuyển đổi số, doanh thu từ AI và Phân tích dữ liệu tăng trưởng hơn 35%.

Dịch vụ	Doanh thu năm 2025 (tỷ đồng)	Tỷ trọng (%)	Mức độ rủi ro
Chuyển đổi số	16,751	47%	Thấp
AI và Phân tích dữ liệu (thuộc mảng chuyển đổi số)	2,650	7%	Rất thấp
SAP	2,385	7%	Trung bình
Hiện đại hóa hệ thống cũ	398	1%	Cao
Lĩnh vực khác (bao gồm phát triển và bảo trì ứng dụng)	15,849	45%	Trung bình
Dịch vụ CNTT toàn cầu	35,382	100%	

Nguồn: FPT, HSC

Đối với các nền tảng công nghệ, FPT tham gia vào một loạt các mảng công nghệ lớn như sau:

Chuyển đổi số: Chuyển đổi số đã trở thành động lực tăng trưởng chính của FPT, với mức đóng góp vào doanh thu chung không ngừng tăng trong thập kỷ qua. Trong năm 2025, doanh thu chuyển đổi số tăng vọt 17% lên 16.751 tỷ đồng, hiện chiếm 47% tổng doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài, một bước tiến đáng kể so với mức chỉ 23% vào năm 2017. Sự dịch chuyển mang tính cơ cấu này phản ánh quá trình chuyển đổi thành công của FPT từ một nhà cung cấp dịch vụ thuê ngoài truyền thống sang một đối tác chiến lược có giá trị cao. Trong danh mục chuyển đổi số, mảng AI và Phân tích dữ

liệu đã đạt được một cột mốc quan trọng, vượt qua con số 100 triệu USD doanh thu trong năm 2025. Phân khúc này tăng trưởng hơn 35%, hiện đóng góp 15% vào doanh thu chuyển đổi số hoặc 7% vào doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài. Tốc độ tăng trưởng nhanh chóng này khẳng định sự đầu tư chủ động của FPT vào kỷ nguyên AI tác nhân.

Theo quan điểm của chúng tôi, mức độ rủi ro mảng chuyển đổi bị AI tự chủ thay thế là thấp và rủi ro bị thay thế đối với phân khúc AI chuyên biệt và Phân tích dữ liệu là rất thấp.

Đối với các dịch vụ CNTT truyền thống: Các gói dịch vụ chuyên biệt của FPT tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025, với doanh thu từ mảng **SAP** đạt khoảng 90 triệu USD, tương đương 7% doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài. Trong khi đó, phân khúc **hiện đại hóa hệ thống cũ** là mảng kinh doanh mới mà FPT đặt mục tiêu đẩy mạnh hơn trong thời gian tới. Mảng này đạt giá trị khiếm tốn khoảng 15 triệu USD, chiếm 1% doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài trong năm 2025. Tuy nhiên, con số này được dự báo sẽ tăng trưởng trên 30% trong những năm tới nhờ thị trường tiềm năng tại Nhật Bản.

Mặc dù các dự án SAP và hiện đại hóa hệ thống cũ có độ phức tạp cao hơn so với các dự án chuyển đổi số thông thường, HSC xếp loại rủi ro hiện tại ở mức có thể kiểm soát được. Với sự trỗi dậy của AI tác nhân, chúng tôi đánh giá mảng SAP ở mức rủi ro trung bình, trong khi mảng hiện đại hóa hệ thống cũ vẫn ở mức cao hơn do có những khoản "nợ kỹ thuật". Tuy nhiên, việc AI phát triển không phải lấy đi công việc của con người mà là giúp cải thiện năng lực làm việc của chúng ta. Bằng cách tận dụng AI như một chất xúc tác tích cực để đẩy nhanh tiến độ bàn giao, HSC cho rằng kết quả công việc sẽ có chất lượng cao thông qua phương pháp phát triển và vận hành hệ thống AI trong đó con người tham gia. Với cách này, các chuyên gia vẫn đóng vai trò thiết yếu trong việc phê duyệt cuối cùng.

FPT: AI vừa là Nguồn: thu, vừa là công cụ tăng năng suất

Quá trình FPT chuyển đổi thành công ty "AI-first" diễn ra ở cả nội bộ và bên ngoài. Trên thực tế, FPT đang dịch chuyển từ việc cung cấp dịch vụ lập trình truyền thống thành đối tác chiến lược sử dụng AI để kết nối năng lực kỹ thuật với kiến thức chuyên ngành trong các ngành dọc như bảo hiểm, bán lẻ và ô tô. Trong năm 2025, doanh thu từ AI và Phân tích dữ liệu đã đạt gần 100 triệu USD (tăng trưởng trên 35%), chiếm 15% tổng doanh thu chuyển đổi số hoặc 7% doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT như đã đề cập ở phần trên.

Về mặt nội bộ, bằng cách ứng dụng các nền tảng AI để cải thiện năng suất làm việc, FPT có thể cung cấp dịch vụ chất lượng cao hơn với giá thấp hơn và thời gian hoàn thành nhanh hơn. Đối với khách hàng, FPT cung cấp một hệ sinh thái AI toàn diện, bao gồm hạ tầng AI, các nền tảng và các xương sống tạo, tận dụng các mô hình mã Nguồn: mở để cung cấp cho khách hàng những giải pháp linh hoạt và tiết kiệm chi phí. Lợi thế cạnh tranh của FPT trong các dịch vụ AI bao gồm tốc độ bàn giao, đội ngũ nhân tài trẻ với hơn 1.500 chuyên gia AI và lực lượng lao động có khả năng nâng cao kỹ năng nhanh chóng, cùng sự đầu tư dài hạn vào R&D và hợp tác với các viện nghiên cứu toàn cầu để đào tạo nhân tài chuyên biệt.

Tại sao 'Claude Code' là động lực tăng trưởng, chứ không phải kẻ hủy diệt, cho chiến lược Nhật Bản của FPT

Việc ra mắt ứng dụng hỗ trợ Claude Cowork vào giữa tháng 1/2026 và sự xuất hiện sau đó của Claude Code vào tháng 2/2026 đã kích hoạt một "câu chuyện về sự tuyệt chủng" trên toàn cầu trong cộng đồng nhà đầu tư. Nỗi lo ngại là các công cụ AI tác nhân này có thể thay thế 100% các dịch vụ CNTT, đặc biệt là trong mảng hiện đại hóa hệ thống COBOL – một trụ cột chiến lược then chốt của FPT tại thị trường Nhật Bản.

Tuy nhiên, sau khi phân tích sâu về mặt kỹ thuật, chúng tôi nhận thấy sự hoảng loạn này đang rời xa thực tế hoạt động của công ty. Nhật Bản vẫn là một trong những nước phụ thuộc vào máy chủ dùng chung nhất thế giới, với các hệ thống cũ quan trọng còn được nhúng sâu trong các lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm và chính phủ. Mặc dù Claude Code là một công cụ đặc lực, nhưng có một số yếu tố giúp giảm thiểu rủi ro xáo trộn đối với FPT:

- **Vị thế chiến lược trong thị trường ngách COBOL:** COBOL là mảng kinh doanh mới của FPT, bắt đầu từ năm 2024. Trong năm 2025, các dịch vụ liên quan đến COBOL (thường gọi là hiện đại hóa hệ thống cũ) đóng góp khoảng 3% doanh thu tại thị trường Nhật Bản hoặc 1% doanh thu Dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT. Mặc dù có mức đóng góp khá thấp trong năm 2025, mảng này dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh từ nay về sau nhờ thị trường đầy hứa hẹn và việc ra mắt thành công công cụ xMainframe để đọc hiểu ngôn ngữ COBOL. Thay vì rút lui, FPT đã tăng gấp đôi vốn đầu tư vào mảng này. Việc thành lập công ty liên doanh với SCSK (một trong những công ty CNTT hàng đầu Nhật Bản) vào tháng 12/2025 để xây dựng 'COBOL Park' (FPT sở hữu 33%/ SCSK sở hữu 67%) đã tạo ra một hạ tầng vững chắc để nâng cao tay nghề kỹ sư và xây dựng các khung hiện đại hóa có tính bảo mật cao.
- **Yêu cầu về 'Con người trong vòng lặp':** Các AI độc lập như Claude Code có thể xử lý mã Nguồn: một cách mạnh mẽ, nhưng các hệ thống cũ phức tạp với logic "nội bộ" thường tạo ra các kết quả không đáng tin cậy, thiếu bối cảnh (hay còn gọi là 'AI slop') khi đối mặt với các logic kinh doanh không được ghi chép lại bằng văn bản. Chuyên môn của con người là cần thiết để đưa ra các quyết định về kiến trúc và đảm bảo quá trình chuyển đổi không gây gián đoạn hệ thống trong các môi trường có tính rủi ro cao. Chúng tôi tin rằng có một "khoảng trống năng lực" đáng kể mà AI sẽ mất rất nhiều thời gian để lấp đầy trước khi có thể quản lý hoàn hảo các quy trình từ đầu đến cuối hoặc thay thế hoàn toàn các dịch vụ tích hợp tinh vi mà những công ty như FPT đang cung cấp.
- **Chủ động tích hợp AI:** FPT không ngồi chờ Claude mà đã nhúng AI vào quy trình hiện đại hóa của mình để nâng cao năng suất. Công cụ xMainframe của FPT hiện đại hóa hơn 300 hệ thống và chuyển đổi hơn 200 triệu dòng mã.
- **Chiến lược hợp tác:** Thay vì cạnh tranh với các nhà phát triển AI, chiến lược của FPT là tập trung vào xây dựng các mối quan hệ hợp tác và tích hợp, sử dụng các công cụ này để đẩy nhanh tốc độ bàn giao và giải quyết khối lượng "nợ công nghệ" còn tồn đọng tại Nhật Bản. Trên quy mô toàn cầu, FPT đã thiết lập quan hệ đối tác với Microsoft, Nvidia, và các đối tác lớn khác.

Ngân hàng Trung ương Nhật Bản dự báo chi tiêu cho phần mềm trên các ngành công nghiệp sẽ tăng trưởng 12% trong năm tài chính kết thúc vào tháng 3/2026, báo hiệu cho sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành CNTT tại Nhật Bản. Điều này mang lại cơ hội lớn cho FPT để giới thiệu các dòng dịch vụ mới có giá trị cao. Với vị thế vững chắc và mối quan hệ đối tác đáng tin cậy với các doanh nghiệp hàng đầu Nhật Bản, FPT rất tự tin vào đà tăng trưởng trong dài hạn của mình với mức tăng trưởng kỳ vọng là hai chữ số. Khi Nhật Bản bước vào giai đoạn quyết định của quá trình đẩy mạnh chuyển đổi số để theo kịp các nền kinh tế phát triển khác, FPT đang có vị thế độc nhất để nắm lấy vai trò là chất xúc tác chính trong quá trình chuyển dịch số này.

Chủ quyền dữ liệu là rào cản quan trọng đối với việc thay thế hoàn toàn của AI

Các doanh nghiệp toàn cầu vẫn bảo vệ rất nghiêm ngặt dữ liệu độc quyền của mình và thường không sẵn lòng để lộ các thông tin nhạy cảm cho các nhà cung cấp AI do các rủi ro khắt khe về mặt pháp lý và cạnh tranh. Sự lo ngại này đã tạo ra lợi thế cạnh tranh cho các nhà cung cấp dịch vụ CNTT đáng tin cậy như FPT (đặc biệt là đối với các doanh nghiệp Nhật Bản). Thay vì bị gạt sang một bên, các nhà cung cấp CNTT uy tín có vị thế độc nhất để nhúng trực tiếp các ứng dụng AI vào cơ sở hạ tầng hiện có và triển khai các giải pháp AI vật lý vận hành an toàn ngay trong chính tường lửa của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là AI cũng có thể giúp tạo ra các dòng thu nhập mới.

Bằng cách đảm bảo tính toàn vẹn của hệ thống và quyền riêng tư của dữ liệu, các nhà cung cấp dịch vụ CNTT uy tín đã vượt xa vai trò của một nhà cung cấp dịch vụ truyền thống để trở thành một "nhà bảo vệ chiến lược". Sau cùng, sự tin nhiệm ở cấp độ tổ chức được xây dựng qua nhiều thập kỷ cho phép các nhà cung cấp dịch vụ CNTT giữ vững các hợp đồng hiện có, đồng thời trở thành đối tác ưu tiên cho thế hệ vận hành tiếp theo – những hệ thống được tăng cường bởi AI và đảm bảo tính bảo mật. Trong những năm tới sẽ không còn định nghĩa thay thế mà sẽ xuất hiện các mối quan hệ đối tác chiến lược giữa các nhà phát triển AI và các công ty CNTT nhằm khai

phá các dòng tăng trưởng mới về mức độ tin cậy đối với AI, độ tin cậy của hệ thống và tích hợp hệ thống phức tạp.

Trường hợp ứng dụng thực tế: FPT xMainframe

FPT đang chứng minh rằng việc kết hợp GenAI với chuyên môn của con người mang lại kết quả mà các công cụ độc lập chưa thể sánh kịp:

- **Nhà sản xuất thép hàng đầu Nhật Bản:** Sử dụng xMainframe kết hợp với GenAI, FPT đã hợp nhất 6 triệu dòng mã. Bằng cách tự động hóa khâu đánh giá ban đầu, công ty này đã giảm được 30% sức lao động của con người trong các tác vụ ở giai đoạn đầu.
- **Công ty bất động sản danh tiếng tại Nhật Bản:** FPT đã giải quyết thách thức về các tệp dữ liệu đầu vào không đúng định dạng bằng cách sử dụng AI để tự động hóa việc trích xuất dữ liệu và tạo báo cáo. Điều này đã giúp rút ngắn thời gian xử lý từ vài tháng xuống còn vài tuần, mang lại khoản tiết kiệm chi phí đáng kể cho khách hàng.

Kết luận: Với hơn 40 khách hàng đã được phục vụ thông qua mô hình kết hợp AI-con người này, FPT không hề bị xáo trộn; trái lại, công ty đang được "tiếp thêm sức mạnh".

Khoảng trống ăn mòn doanh thu chỉ là thách thức ngắn hạn

Rủi ro tức thì đối với FPT là bấy hiệu suất - các công cụ AI cho phép lập trình viên hoàn thành nhiệm vụ trong 70% thời gian thông thường, nhưng nếu hợp đồng vẫn tính phí theo giờ công, FPT thực tế sẽ mất 30% doanh thu cho nhiệm vụ đó. Hơn nữa, cách tiếp cận "ngồi chờ" của một số doanh nghiệp đã tạo ra lực cản tạm thời cho đà tăng trưởng doanh thu, khi khách hàng tạm dừng các khoản chi tiêu không thiết yếu để đánh giá hết tiềm năng của AI.

Các giải pháp chiến lược để lấp đầy khoảng trống này bao gồm:

- Dịch chuyển lên bậc giá trị cao hơn: FPT phải chuyển mình từ một "nhà máy viết code" thành một "kiến trúc sư chiến lược". Thay vì bán số giờ của lập trình viên, công ty bán giải pháp hiện đại hóa toàn diện một hệ thống.
- Nắm bắt danh mục "Tích hợp AI" chưa triển khai: Các doanh nghiệp tạm dừng nhu cầu thường là do không có lộ trình ứng dụng AI rõ ràng. FPT có thể hóa giải điều này bằng cách cung cấp các dịch vụ đánh giá mức độ sẵn sàng cho AI để giúp khách hàng xác định phần nào trong hệ thống cũ (như COBOL) có thể hiện đại hóa an toàn bằng các công cụ như xMainframe. Tận dụng liên doanh "COBOL Park" đã thành lập để cung cấp nhân sự có chuyên môn cần thiết để triển khai các hệ thống cũ có yếu tố "nội bộ đặc thù" mà AI đơn thuần không thể xử lý hoàn hảo.
- Triển khai các mô hình tính phí dựa trên kết quả: Để dung hòa lợi ích với khách hàng, FPT nên áp dụng các mô hình tính phí dựa trên kết quả, trong đó một phần phí sẽ gắn liền với khoản tiết kiệm chi phí thực tế hoặc mức tăng năng suất mà khách hàng đạt được thông qua việc triển khai dịch vụ AI của FPT. Điều này sẽ làm khách hàng bớt do dự nhờ hạ thấp mức đặt cược ban đầu và cho phép FPT thu mức phí cao hơn khi khả năng hoàn thành công việc nhờ AI vượt trội hơn cách làm truyền thống.

Với thành tích đã được kiểm chứng, FPT là bên thụ hưởng từ công nghệ

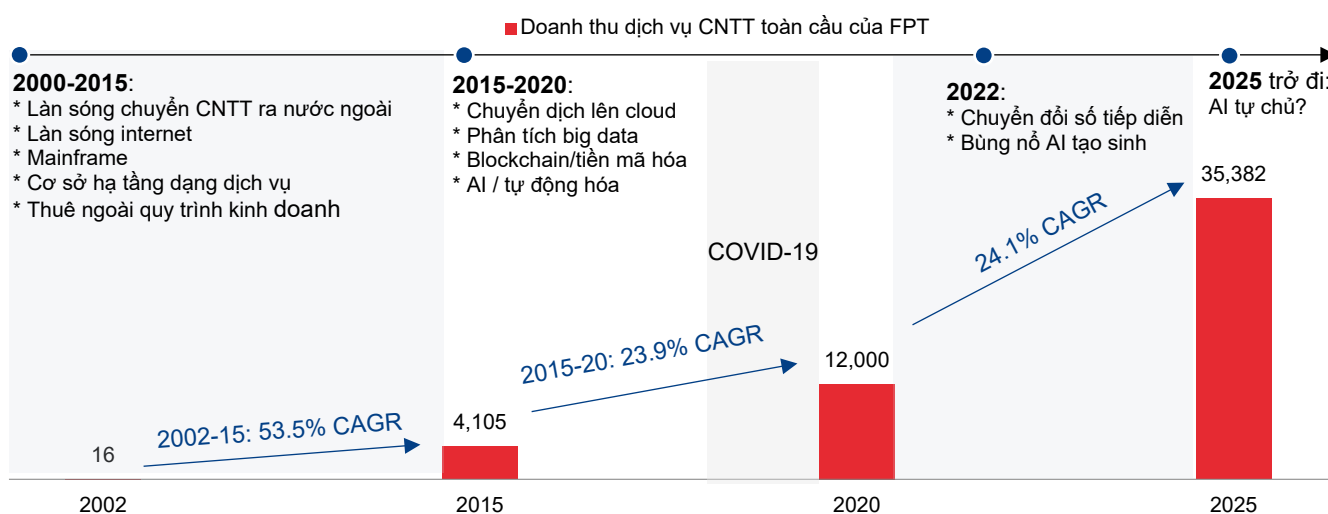
Trong quá khứ, FPT đã minh chứng là bên thụ hưởng từ công nghệ, thể hiện khả năng tái định vị đáng kinh ngạc qua các kỷ nguyên công nghệ lớn. Từ làn sóng "offshoring" đầu tiên và kỷ nguyên máy chủ lớn những năm 2000, FPT đã ghi nhận doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR đáng kinh ngạc 44,6% trong giai đoạn 2002-2010. Trong quá trình chuyển đổi sang Điện toán đám mây và Dữ liệu lớn những năm 2010, FPT luôn đạt mức tăng trưởng tiệm cận với các xu hướng đổi mới trên toàn cầu. Trong giai đoạn 2020-2025, FPT ghi nhận doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm ở mức 18,6%.

Dấu ấn Dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT

Sự mở rộng của FPT trên thị trường dịch vụ CNTT nước ngoài được thể hiện qua quỹ đạo tăng trưởng dài hạn và mạnh mẽ. Sau khi tiến ra đầu trường quốc tế vào năm 1998 và đạt cột mốc doanh thu 1 triệu USD đầu tiên vào năm 2002, công ty đã bước vào giai đoạn tăng trưởng tích cực. Từ năm 2002 đến 2015, FPT đã thành công trong việc đón đầu làn sóng thuê ngoài CNTT toàn cầu, đạt mức tăng trưởng CAGR ấn tượng 54%. Các phân tích tiếp theo (Biểu đồ 13) tốc độ tăng trưởng CAGR ổn định ở mức 24% trong hai chu kỳ công nghệ riêng biệt: sự chuyển dịch sang Điện toán đám mây và Dữ liệu lớn (2015-2020) và kỷ nguyên Chuyển đổi số và AI tạo sinh hiện nay (2020-2025). KQKD trong thập kỷ này, với mức tăng trưởng bình quân hằng năm 40% kể từ năm 2002, khẳng định khả năng phục hồi về mặt cấu trúc và tín nhiệm ngày càng tăng của khách hàng quốc tế đối với năng lực dịch vụ của FPT.

Biểu đồ 13: Xu hướng CNTT chủ đạo giai đoạn 2000-2025 và tăng trưởng doanh thu dịch vụ CNTT toàn cầu của FPT trong mỗi thời kỳ

Từ năm 2025 trở đi có thể là cơ hội để FPT thiết lập lại động lực cạnh tranh và phát triển mạnh mẽ dựa trên nguồn nhân lực CNTT chất lượng cao của Việt Nam



Nguồn: FPT, HSC

Mặc dù từng đi sau các gã khổng lồ CNTT Ấn Độ do khoảng cách lớn về kiến thức chuyên ngành, FPT đã tận dụng các làn sóng công nghệ kế tiếp để rút ngắn khoảng cách này. Sự dịch chuyển sang Chuyển đổi số và AI tạo sinh đóng vai trò như một "vũ khí cân bằng quan trọng", cho phép FPT vượt ra khỏi sự cạnh tranh đơn thuần về giá để cạnh tranh trực tiếp thông qua tốc độ bàn giao vượt trội, chất lượng dịch vụ cao và sự linh hoạt.

Mỗi đợt xáo trộn công nghệ đều tạo ra cơ hội thiết lập lại cục diện cạnh tranh, tạo điểm tựa cho các công ty có lực lượng lao động trẻ, dễ thích nghi để vượt mặt các đối thủ cạnh tranh lâu đời. Quá trình chuyển đổi sang kỷ nguyên AI tác nhân này mang lại cơ hội mới để FPT thiết lập lại động lực cạnh tranh, phát triển dựa trên Nguồn nhân lực CNTT mạnh mẽ tại Việt Nam để giành được vị thế dẫn đầu trên toàn cầu.

Dự báo lợi nhuận mới

KQKD năm 2025 sát với dự báo của HSC. Với kết quả này, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 ở mức 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13,2%), trên doanh thu thuần 78,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12,4%). Đáng chú ý, dự báo của chúng tôi thấp hơn so với KHKD ban đầu của FPT là tăng trưởng trên 15% cho cả doanh thu và lợi nhuận trong năm nay. Dự báo của chúng tôi khác với mục tiêu kinh doanh ban đầu của BLĐ FPT nằm ở mảng Công nghệ. Công ty kỳ vọng đà tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận của mảng này lần lượt là 19%/24%, so với ước tính của chúng tôi là 15%/17%.

Cho năm 2027, HSC giảm nhẹ 2,5% dự báo lợi nhuận thuần, chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận của mảng Giáo dục. Điều này phản ánh quan điểm thận trọng về số lượng tuyển sinh mới trong bối cảnh lo ngại về tình trạng dư thừa nhân lực

CNTT cấp thấp. Khi AI tự động hóa các tác vụ lập trình cơ bản, sinh viên tương lai cần phải chọn lọc hơn, nên cần phải chuyển dịch chiến lược sang đào tạo kỹ sư AI giá trị cao và đào tạo kỹ thuật chuyên biệt.

Cho năm 2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 13,3% đạt 13.544 tỷ đồng, tương đương với tăng trưởng tốc độ CAGR 3 năm 13,2%. Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi đang thấp hơn 4% so với bình quân dự báo của thị trường, chủ yếu do quan điểm thận trọng hơn về mảng Công nghệ.

Các giả định chính được trình bày trong Bảng 15-17.

Bảng 14: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, FPT

Chúng tôi tăng gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2025A	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		Tăng trưởng		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	70,113	78,133	89,534	78,813	88,483	99,870	99,870	0.9%	-1.2%	12.4%	12.3%	12.9%
CNTT	44,475	50,474	59,432	51,129	59,059	68,143	68,143	1.3%	-0.6%	15.0%	15.5%	15.4%
Viễn thông	19,507	21,528	23,478	21,902	23,728	25,645	25,645	1.7%	1.1%	12.3%	8.3%	8.1%
Giáo dục & Đầu tư	6,131	6,131	6,623	5,782	5,696	6,082	6,082	-5.7%	-14.0%	-5.7%	-1.5%	6.8%
LNTT	13,039	14,839	17,154	14,992	16,903	19,047	19,047	1.0%	-1.5%	15.0%	12.7%	12.7%
CNTT	5,882	7,033	8,357	6,862	8,049	9,393	9,393	-2.4%	-3.7%	16.7%	17.3%	16.7%
Viễn thông	4,364	4,851	5,334	5,033	5,534	5,933	5,933	3.8%	3.7%	15.3%	9.9%	7.2%
Giáo dục & Đầu tư	2,793	2,954	3,463	3,097	3,320	3,722	3,722	4.8%	-4.1%	10.9%	7.2%	12.1%
Lợi nhuận thuần	9,369	10,519	12,255	10,602	11,953	13,544	13,544	0.8%	-2.5%	13.2%	12.7%	13.3%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Cơ cấu dịch vụ CNTT toàn cầu, FPT

Dịch vụ CNTT toàn cầu sẽ tăng trưởng lần lượt 14%/15%/15% trong giai đoạn 2026/27/28

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Dịch vụ CNTT toàn cầu	35,382	40,416	46,409	53,321
Tăng trưởng	14.3%	14.2%	14.8%	14.9%
Nhật Bản	15,452	18,542	21,880	25,818
Tăng trưởng	25.4%	20.0%	18.0%	18.0%
Mỹ	8,163	8,408	8,828	9,446
Tăng trưởng	5.3%	3.0%	5.0%	7.0%
Châu Á – Thái Bình Dương	8,173	9,154	10,527	12,106
Tăng trưởng	-0.8%	12.0%	15.0%	15.0%
EU	3,593	4,312	5,174	5,950
Tăng trưởng	36.3%	20.0%	20.0%	15.0%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Tỷ suất lợi nhuận của các mảng kinh doanh, FPT

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ cải thiện trong giai đoạn 2026-28, nhờ năng suất cải thiện

	2025	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất LNTT	18.6%	19.0%	19.1%	19.1%
CNTT	13.2%	13.4%	13.6%	13.8%
Dịch vụ CNTT toàn cầu	15.5%	15.6%	15.8%	16.0%
Dịch vụ CNTT trong nước	4.6%	5.2%	5.7%	5.8%
Viễn thông	22.4%	23.0%	23.3%	23.1%
Giáo dục & mảng khác	45.5%	53.6%	58.3%	61.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	13.4%	13.5%	13.5%	13.6%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để xác định giá mục tiêu cho FPT. Theo đó, giá mục tiêu được điều chỉnh giảm 8% xuống còn 113.500đ (tiềm năng tăng giá 27%), chủ yếu do điều chỉnh giảm tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2027 nhằm phản ánh lo ngại về tình trạng "giảm phát AI". Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 9,8% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 17: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, FPT

HSC dự báo dòng tiền của FPT sẽ cải thiện trong các năm tới

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	9,369	10,602	11,953	13,544	15,708
Cộng: Khấu hao	2,900	3,103	3,758	4,548	5,500
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(5,151)	(3,623)	(4,017)	(4,457)	(4,949)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(1,959)	(2,934)	(2,249)	(2,463)	(4,040)
UFCF	5,159	7,148	9,446	11,171	12,219
Giá trị hiện tại của UFCF		7,148	8,606	9,272	9,240

Nguồn: HSC

Bảng 18: Tính toán WACC, FPT

WACC không đổi ở mức 9,8%

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.9%
Lãi suất bình quân	5.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	15.1%
Chi phí nợ	4.2%
Tỷ trọng vốn CSH	72.3%
Tỷ trọng nợ	27.7%
WACC	9.8%

Nguồn: HSC

Bảng 19: Định giá DCF, FPT

Giá mục tiêu mới là 113.500 (tiềm năng tăng giá 27%)

Tỷ đồng	Value (at end-2026)
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	34,266
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
Dòng tiền tự do năm 2029 x (1+g)	12,586
Giá trị dài hạn	186,121
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	140,746
Tổng giá trị hiện tại	175,013
Cộng: Tiền mặt	46,554
Trừ: Tổng nợ/điều chỉnh	(28,270)
Giá trị của vốn CSH	193,297
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,704
Giá trị hợp lý (đồng/cp) cuối năm 2026	113,500

Nguồn: HSC

Bảng 20: Phân tích độ nhạy, FPT

Giá mục tiêu mới dựa trên tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% và lãi suất phi rủi ro là 4%. Nếu tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0%, giá mục tiêu sẽ là 86.500đ

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.0%	92,300	89,300	86,500	83,800	81,400
	1.0%	100,600	96,900	93,400	90,200	87,300
	2.0%	111,300	106,500	102,200	98,200	94,600
	3.0%	125,500	119,200	113,500	108,400	103,900
	4.0%	145,300	136,500	128,800	122,000	116,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu FPT giảm 12% trong 1 tháng và 10% trong 3 tháng qua, lần lượt thấp 11% và 16% so với chỉ số VN Index. Tâm lý do sợ lan rộng về tình trạng giảm phát AI trên toàn cầu đã dẫn đến giá cổ phiếu công nghệ trên toàn cầu được định giá lại ở mức thấp hơn.

Sau điều chỉnh, FPT hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần (P/E năm 2026 là 15,6 lần), thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 4 năm ở mức 18,9 lần (Bảng 21, Biểu đồ 22). FPT đang giao dịch với chiết khấu 32%/31% so với bình quân của các công ty cùng ngành (các công ty cùng ngành đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026/2027 lần lượt là 22,9 lần và 19,9 lần – Bảng 24).

Tác động thực tế của AI đối với mảng dịch vụ CNTT không phải là một sự thay thế hoàn toàn, mà là một cuộc tiến hóa về tái đào tạo kỹ năng và nâng cao hiệu suất. Khi tâm lý thị trường rời xa thực tế, đợt điều chỉnh giá vừa qua mang lại cơ hội Mua vào hiếm có cho nhà đầu tư dài hạn. Mua vào ở mức giá thấp đồng nghĩa với việc hưởng lợi từ khoảng cách giữa "nỗi sợ bị lỗi thời" và "việc tích hợp công nghệ thực tế".

Mặc dù vẫn còn thách thức trong ngắn hạn, nhưng khả năng thích nghi nhanh chóng đang mang lại cơ hội hiếm có để công ty chiếm lĩnh thị phần toàn cầu. Chúng tôi đánh giá FPT là một trong những đơn vị dẫn đầu trong cuộc tiến hóa này. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với FPT với giá mục tiêu mới, thấp hơn là 113.500đ (tiềm năng tăng giá 27%).

Biểu đồ 21: P/E trượt dự phóng 1 năm, FPT

FPT hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 22: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, FPT

... thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 4 năm ở mức 18,9 lần



Nguồn: HSC

Bảng 23: Định giá của các công ty cùng ngành

FPT vẫn đang giao dịch với mức chiết khấu sâu so với các doanh nghiệp cùng ngành toàn cầu, dù định giá của nhiều doanh nghiệp này đã giảm xuống mức thấp kỷ lục/ mức của giai đoạn khủng hoảng

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2026 P/E	2026 P/B	2026 EV/EBITDA	2027 P/E	2027 P/B	2027 EV/EBITDA	Tăng trưởng 2026	Tăng trưởng 2027
Mphasis Ltd	MPHL IN	4,742	22.9	4.3	14.0	19.9	3.9	12.5	9.6%	15.1%
Coforge Ltd	COFORGE IN	4,433	27.9	5.5	14.7	22.2	3.7	11.4	62.2%	35.4%
Persistent Systems	PSYS IN	8,294	39.5	9.8	26.9	32.6	8.2	22.3	28.5%	22.0%
Reply SpA	REY IM	3,909	11.9	1.9	6.1	11.0	1.7	5.7	29.9%	6.1%
Softcat PLC	SCT LN	2,925	15.6	6.1	10.4	14.2	5.5	9.4	8.8%	10.1%
Range Intelligent Comp.	300442 CH	24,407	52.9	10.5	34.3	41.8	8.8	28.2	138.5%	-35.0%
Otsuka Corp	4768 JP	7,487	18.8	2.8	9.5	17.3	2.6	8.8	-8.0%	8.7%
Computacenter PLC	CCC LN	4,402	15.9	3.2	8.3	14.8	2.9	7.8	7.7%	9.4%
NS Solutions Corp	2327 JP	4,715	24.8	2.7	12.5	22.9	2.5	11.9	1.7%	7.8%
SCSK Corp	9719 JP	11,379	28.2	5.4	17.3	27.6	4.9	16.1	32.1%	1.3%
Isoftstone Info. Tech.	301236 CH	7,157	80.5	3.9	24.9	55.0	3.7	21.6	-41.3%	42.8%
TIS Inc	3626 JP	7,157	80.5	3.9	24.9	55.0	3.7	21.6	N/a	42.8%
Infosys	INFO IN	57,480	18.4	5.9	12.1	16.9	5.5	11.1	2.0%	7.4%
Accenture	ACN US	117,965	13.8	3.5	8.5	12.8	3.2	7.9	6.0%	7.8%
Tata Consultancy	TCS IN	105,338	18.7	9.1	12.7	17.3	8.5	11.9	-1.4%	7.9%
FPT (*)	FPT VN	5,910	15.6	3.5	10.2	13.8	3.0	9.3	13.2%	12.7%
CMG (*)	CMG VN	312	22.0	2.2	8.4	18.7	2.0	7.3	21.8%	20.1%
Trung vị			22.9	4.3	12.7	19.9	3.7	11.9	8.2%	8.7%

Ghi chú: (*) HSC dự báo
Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	62,849	70,113	78,813	88,483	99,870
Lợi nhuận gộp	23,698	25,895	29,262	32,339	35,898
Chi phí BH&QL	(13,190)	(14,912)	(16,560)	(18,338)	(20,557)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	10,508	10,984	12,702	14,001	15,341
Lãi vay thuần	124	1,305	1,484	1,911	2,590
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	393	658	702	874	985
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	44.6	92.0	103	116	131
LN TT	11,070	13,039	14,992	16,903	19,047
Chi phí thuế TNDN	(1,642)	(1,813)	(2,265)	(2,614)	(3,000)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,571)	(1,856)	(2,125)	(2,336)	(2,504)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,857	9,369	10,602	11,953	13,544
Lợi nhuận thuần ĐC	7,849	9,353	10,583	11,933	13,520
EBITDA ĐC	13,044	13,883	15,805	17,760	19,890
EPS (đồng)	4,917	5,060	5,726	6,456	7,314
EPS ĐC (đồng)	4,296	5,060	5,726	6,456	7,314
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,471	1,704	1,704	1,704	1,704
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,471	1,704	1,704	1,704	1,704
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,471	1,704	1,704	1,704	1,704

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	9,315	10,540	9,737	8,421	6,114
Đầu tư ngắn hạn	21,785	29,613	36,817	47,862	62,221
Phải thu khách hàng	11,382	14,401	15,996	17,959	20,270
Hàng tồn kho	1,857	2,167	2,433	2,731	2,996
Các tài sản ngắn hạn khác	1,197	1,382	1,551	1,741	1,966
Tổng tài sản ngắn hạn	45,536	58,103	66,534	78,714	93,566
TSCĐ hữu hình	15,334	16,991	17,124	16,958	16,399
TSCĐ vô hình	2,040	1,943	1,867	1,730	1,514
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,037	1,157	1,321	1,472	1,631
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,281	3,581	3,760	3,948	4,146
Tài sản dài hạn khác	5,772	6,315	5,871	6,114	6,514
Tổng tài sản dài hạn	26,464	29,987	29,943	30,222	30,204
Tổng cộng tài sản	72,000	88,090	96,478	108,936	123,770
Nợ ngắn hạn	14,446	19,170	18,915	20,351	21,971
Phải trả người bán	4,424	3,837	4,307	4,836	5,458
Nợ ngắn hạn khác	13,105	15,593	16,383	18,394	20,761
Tổng nợ ngắn hạn	34,836	41,553	42,921	47,303	52,391
Nợ dài hạn	501	1,904	1,000	1,000	1,000
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	357	199	239	286	344
Nợ dài hạn khác	315	277	311	349	394
Tổng nợ dài hạn	1,173	2,380	1,549	1,635	1,737
Tổng nợ phải trả	36,272	44,338	44,471	48,938	54,129
Vốn chủ sở hữu	29,794	36,486	43,652	50,390	58,592
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,933	7,265	8,355	9,608	11,049
Tổng vốn chủ sở hữu	35,728	43,751	52,007	59,998	69,641
Tổng nợ phải trả và VCSH	72,000	88,090	96,478	108,936	123,770
BVPS (đ)	20,253	21,418	25,624	29,580	34,394
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,632	10,533	10,178	12,930	16,858

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	10,508	10,984	12,702	14,001	15,341
Khấu hao	(2,535)	(2,900)	(3,103)	(3,758)	(4,548)
Lãi vay thuần	124	1,305	1,484	1,911	2,590
Thuế TNDN đã nộp	(1,642)	(1,813)	(2,265)	(2,614)	(3,000)
Thay đổi vốn lưu động	303	(1,147)	(2,013)	(1,310)	(1,456)
Khác	(125)	(2,040)	(1,847)	(2,274)	(2,840)
LCT thuần từ HKKD	11,704	10,189	11,164	13,473	15,184
Đầu tư TS dài hạn	(3,275)	(5,151)	(3,623)	(4,017)	(4,457)
Góp vốn & đầu tư	(43,063)	(57,705)	(7,383)	(11,233)	(14,556)
Thanh lý	36,346	49,196	0	0	0
Khác	1,530	2,001	2,759	3,284	4,161
LCT thuần từ HĐĐT	(8,462)	(11,660)	(8,247)	(11,967)	(14,852)
Cổ tức trả cho CSH	(3,292)	(4,574)	(3,407)	(4,259)	(4,259)
Thu từ phát hành CP	163	1,196	0	0	0
Tăng/giảm nợ	933	6,180	(313)	1,436	1,620
Khác	(2,31)	(0.99)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(2,198)	2,801	(3,720)	(2,823)	(2,639)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,279	9,315	10,540	9,737	8,421
LCT thuần trong kỳ	1,044	1,331	(803)	(1,317)	(2,307)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(7.92)	(106)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	9,315	10,540	9,737	8,421	6,114
Dòng tiền tự do	8,428	5,038	7,542	9,456	10,727

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	37.7	36.9	37.1	36.5	35.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.8	19.8	20.1	20.1	19.9
Tỷ suất LNT (%)	12.5	13.4	13.5	13.5	13.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.8	13.9	15.1	15.5	15.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	19.4	11.6	12.4	12.3	12.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	21.5	6.44	13.8	12.4	12.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	21.7	19.2	13.2	12.7	13.3
Tăng trưởng EPS (%)	5.47	2.92	13.2	12.7	13.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	21.9	17.8	13.2	12.7	13.3
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	25.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.7	39.5	34.9	38.7	34.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.7	28.3	26.5	25.4	24.9
ROACE (%)	31.0	26.2	25.4	24.3	23.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.95	0.88	0.85	0.86	0.86
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.11	0.93	0.88	0.96	0.99
Số ngày tồn kho	17.3	17.9	17.9	17.8	17.1
Số ngày phải thu	106	119	118	117	116
Số ngày phải trả	41.2	31.7	31.7	31.4	31.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.8	31.0	25.3	27.6	30.6
Nợ/tài sản (%)	21.5	24.8	21.5	20.5	19.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.19	1.57	1.31	1.26	1.21
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.31	1.40	1.55	1.66	1.79
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.18	2.32	2.06	1.86	1.69
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.5	11.7	10.2	9.27	8.48
P/E (lần)	18.1	17.6	15.6	13.8	12.2
P/E ĐC (lần)	20.7	17.6	15.6	13.8	12.2
P/B (lần)	4.40	4.16	3.48	3.01	2.59
Lợi suất cổ tức (%)	2.24	2.24	2.24	2.81	2.81

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

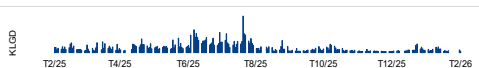
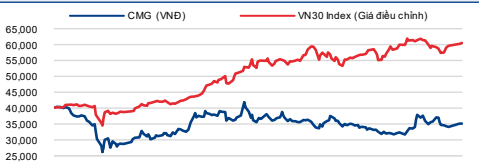
Giá mục tiêu: VNĐ40,700 (từ VNĐ40,636)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/2/2026)	35,150
Mã Bloomberg	CMG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,228-41,773
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,100
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,189
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	314
Slg CP lưu hành (tr.đv)	233
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	116
Slg CP NN được mua (tr.đv)	25.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	39.2%
Tỷ lệ freefloat	56.7%
Cổ đông lớn	SDS Asia Pacific Pte (29.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.36)	3.80	(12.5)
So với chỉ số	(1.02)	(3.29)	(41.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2026F	1,650	1,592	3.6
2027F	2,010	1,867	7.6
2028F	2,414	2,329	3.7

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Thành lập năm 1993, CMG hiện là nhà cung cấp dịch vụ CNTT niêm yết lớn thứ hai tại Việt Nam, chủ yếu cung cấp các dịch vụ IT/phần mềm, internet, lưu trữ đám mây và trung tâm dữ liệu.

Chuyên viên phân tích

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên cao cấp, Ngành Công
han.mdn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Triển vọng lợi nhuận vững chắc; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC về cơ bản giữ nguyên giá mục tiêu 40.700đ (tiềm năng tăng giá 16%) và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với cổ phiếu CMG.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028 (năm tài chính kết thúc vào tháng 3). Chi phí lãi vay tăng cao được kỳ vọng sẽ ăn mòn phần lợi nhuận tăng thêm dự kiến ở mảng kinh doanh quốc tế. Chúng tôi dự báo lợi nhuận mảng này cải thiện sau khi công ty ghi nhận KQKD Q3/NĐTC 2025-2026 tích cực. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 20%.
- Giảm chỉ 2% trong vòng 1 tháng qua, cổ phiếu CMG diễn biến tích cực hơn so với các công ty dịch vụ CNTT toàn cầu (vốn đang bị bán tháo mạnh). Kết quả trên có được là nhờ thị trường có quan điểm tích cực đối với mảng Hạ tầng AI. CMG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 4 năm ở mức 25,3 lần – mức định giá rẻ.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/NĐTC 2025-2026

KQKD Q3/NĐTC 2025-2026 (kết thúc vào tháng 12) của CMG có sự phân hóa, với doanh thu vượt kỳ vọng phản ánh nhu cầu dịch vụ CNTT cốt lõi ổn định, trong khi lợi nhuận thuần thấp hơn một chút so với dự báo do chi phí tài chính cao hơn dự kiến. Mặc dù lợi nhuận thấp hơn một chút so với kỳ vọng, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận Q4/NĐTC 2025-2026 của mảng kinh doanh quốc tế sẽ tăng mạnh (tăng 30% trong Q3/NĐTC 2025-2026), với các trung tâm cung cấp giải pháp, dịch vụ công nghệ mới được thành lập tại khu vực châu Á - Thái Bình Dương vào đầu năm 2026.

Nhìn về phía trước, sự chuyển dịch mang tính chiến lược của CMG sang các dịch vụ AI/chuyển đổi số (đặc biệt là lĩnh vực trung tâm dữ liệu, vốn là ưu tiên của Chính phủ) sẽ giúp công ty duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ổn định.

Tác động: Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028

Cho NĐTC 2025-2026, HSC tăng 0,5% dự báo lợi nhuận thuần lên 415 tỷ đồng (tăng trưởng 19%), cho thấy lợi nhuận thuần Q4/NĐTC2025-2026 đạt 100 tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ nhưng giảm 26% so với quý trước. Cho giai đoạn từ NĐTC 2026-2027 đến NĐTC 2027-2028, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần do chi phí lãi vay và dự nợ tăng cao sẽ ăn mòn phần lợi nhuận tăng thêm dự kiến ở mảng kinh doanh quốc tế. Dự báo mới của chúng tôi – dù gần như không đổi nhưng vẫn cao hơn 4-8% so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt mức 20%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm chỉ 2% trong 1 tháng qua, CMG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng là 17,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 4 năm ở mức 25,3 lần. Cổ phiếu CMG diễn biến vượt trội hơn so với các công ty dịch vụ CNTT toàn cầu vốn đang bị bán tháo mạnh nhờ thị trường có quan điểm tích cực đối với mảng Hạ tầng AI. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giảm giá mục tiêu xuống 40.700đ (tiềm năng tăng giá 16%). Mảng Trung tâm dữ liệu & Điện toán đám mây đã đóng góp 14% vào tổng doanh thu của CMG trong NĐTC 2024-2025 và hiện là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của công ty. Tỷ lệ sở hữu của khối ngoại vẫn duy trì vững chắc ở mức 39% trong 3 tháng qua (trong đó Samsung SDS nắm giữ 30%), cho thấy sự quan tâm mạnh mẽ của nhà đầu tư đối với triển vọng phát triển hạ tầng AI.

Cuối năm: Tháng 3	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	774	829	1,222 ▼	1,490	1,740
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	337	349	415 ▼	506 ▼	608
EPS ĐC (đồng)	1,340	1,385	1,650 ▼	2,010 ▼	2,414
DPS (đồng)	0	0	500 ▼	600 ▼	800
BVPS (đồng)	11,346	12,546	14,635	16,045	17,659
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.3	13.5	9.70	8.14	7.02
P/E ĐC (lần)	26.2	25.4	21.3	17.5	14.6
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.42	1.71	2.28
P/B (lần)	3.10	2.80	2.40	2.19	1.99
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.3	3.35	19.1	21.8	20.1
ROAE (%)	13.2	12.5	13.1	14.2	15.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng lợi nhuận vững chắc; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC về cơ bản giữ nguyên giá mục tiêu 40.700đ (tiềm năng tăng giá 16%) và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với cổ phiếu CMG. Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028 do giả định doanh thu mảng kinh doanh quốc tế tăng mạnh sau khi KQKD tích cực trong Q3/NĐTC 2025-2026 của mảng này bị ăn mòn bởi chi phí lãi vay dự kiến tăng cao, dựa trên giả định lãi suất và số dư nợ vay đều cao hơn. Việc giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 19% trong NĐTC 2025-2026, sau đó tiếp tục tăng trưởng 20% trong NĐTC 2026-2027 và NĐTC 2027-2028, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 20%. Sau khi giá cổ phiếu giảm chỉ 2% trong 1 tháng qua, CMG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 4 năm ở mức 25,3 lần – mức định hấp dẫn.

Phân tích sâu KQKD Q3/NĐTC 2025-2026

KQKD Q3/NĐTC 2025-2026 của CMG diễn biến trái chiều, với doanh thu cao hơn kỳ vọng trong khi lợi nhuận thuần thấp hơn dự báo. Theo đó, doanh thu thuần đạt 2.563 tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ và tăng 6% so với quý trước), cao hơn 3% so với dự báo của HSC nhờ KQKD khả quan từ các phân khúc trọng yếu. Trong khi đó, lợi nhuận thuần đạt 135 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ và tăng 55% so với quý trước) – thấp hơn 7% so với dự báo của chúng tôi ở mức 145 tỷ đồng do lỗ tài chính cao hơn dự kiến. Thông tin chi tiết được trình bày trong báo cáo '[Q3/NĐTC 2025-2026: Tăng trưởng vững chắc; thấp hơn dự báo 7%](#)'.

Mặc dù lợi nhuận có phần thấp hơn dự báo, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần Q4 sẽ đạt 100 tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ, giảm 26% so với quý trước). Động lực tăng trưởng này đến từ KQKD Q3 vững chắc của mảng kinh doanh quốc tế, cùng với các trung tâm cung cấp giải pháp, dịch vụ công nghệ mới được thành lập tại khu vực châu Á - Thái Bình Dương vào đầu năm 2026. Nhìn về phía trước, CMG đang đẩy mạnh việc phát triển hạ tầng AI và các ứng dụng AI ở các mảng kinh doanh của mình:

- **Mảng Hạ tầng số (đóng góp 73% LNTT NĐTC 2024-2025):** CMG dự kiến khởi công xây dựng trung tâm dữ liệu siêu lớn tại TP.HCM (CMC SHTP 2) trong năm 2026. Cần lưu ý rằng, dự án CMC SHTP 2 đã nhận được phê duyệt sử dụng đất từ Khu Công nghệ cao TP.HCM (SHTP). Dự án này có tổng vốn đầu tư dự kiến là 250 triệu USD, trong đó CMG sở hữu 20% và 80% còn lại do Samsung SDS nắm giữ. Vì các dự án trung tâm dữ liệu mới đang ở giai đoạn đầu và thông tin chi tiết về việc vận hành chưa được công bố, chúng tôi chưa phản ánh các dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận mà chỉ tăng dự báo về số dư nợ vay và chi phí đầu tư. Chúng tôi đang chờ có thêm thông tin chi tiết.
- **Mảng Công nghệ % giải pháp (đóng góp 17% LNTT NĐTC 2024-2025):** Công ty tiếp tục thúc đẩy bộ sản phẩm "Make in Vietnam - Made by CMC". Vào đầu năm 2026, CMG đã cho ra mắt CMC-AI-Legal agent đầu tiên để đánh giá các ứng dụng AI pháp lý tại Việt Nam. Cách tiếp cận này phản ánh tham vọng của CMG trong việc khẳng định năng lực AI của mình. CMG cũng đào tạo nhân tài trong lĩnh vực chuyển đổi số/AI thông qua mảng kinh doanh giáo dục, cung cấp chương trình học tập trung vào các ứng dụng AI. Điều này chứng tỏ CMG tích cực tham gia vào các mô hình AI chủ quyền tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ duy trì mức tốc độ tăng trưởng doanh thu 10-15% trong 3 năm tới.
- **Mảng Kinh doanh quốc tế (đóng góp 28% LNTT NĐTC 2024-2025):** Thể hiện quyết tâm "Go Global", CMG đã xây dựng các trung tâm cung cấp giải pháp, dịch vụ công nghệ tại Malaysia và Mỹ vào đầu năm 2026. Mảng này cũng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong 9 tháng đầu NĐTC 2025-2026, với doanh thu tăng khoảng 27% so với cùng kỳ. Do đó, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận cho mảng này, kỳ vọng doanh thu tăng trưởng 20% trong NĐTC 2025-2026 và duy trì mức tăng trưởng trên 15% trong hai năm tiếp theo.
- **Mảng Giáo dục (Lỗ trước thuế 47 tỷ đồng trong NĐTC 2024-2025):** Trường Đại học CMC đã giới thiệu trợ giảng AI và tổ chức hội nghị AI quốc tế nhằm củng cố

vai trò của mình trong hệ sinh thái AI. Tuy nhiên, mảng này hiện chỉ mới đạt điểm hòa vốn EBITDA và chưa đóng góp vào tổng lợi nhuận của tập đoàn.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028

Cho NĐTC 2025-2026, HSC tăng 0,5% dự báo lợi nhuận thuần, ước đạt 415 tỷ đồng (tăng trưởng 19%). Con số này tương ứng với lợi nhuận thuần Q4/NĐTC 2026-2026 đạt 100 tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ nhưng giảm 26% so với quý trước). Trong khi đó, cho giai đoạn NĐTC 2026-2027 đến NĐTC 2027-2028, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần chủ yếu do dự báo chi phí tài chính cao hơn, phản ánh quan điểm thận trọng về giả định lãi suất tăng trong những năm tới và dự báo số dư nợ vay lớn hơn. Những yếu tố này đã bù đắp cho mức lợi nhuận (dự kiến tăng từ 12 đến 15%) của mảng kinh doanh quốc tế.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 20% trong NĐTC 2026-2027 (lên 506 tỷ đồng) và 20% trong NĐTC 2027-2028 (lên 608 tỷ đồng), tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm là 20%.

Về số dư nợ vay, HSC dự báo nợ dài hạn sẽ chạm mức 2.109 tỷ đồng trong NĐTC 2025-2026, tăng mạnh 141% so với cùng kỳ sau khi công ty huy động thành công 1.250 tỷ đồng trái phiếu vào tháng 11/2025. Số vốn này dùng để tài trợ cho dự án CMC Creative Space Hà Nội, một tổ hợp khu công viên phần mềm rộng 1,13 ha với tổng vốn đầu tư ước tính là 2.181 tỷ đồng, bao gồm cả trung tâm dữ liệu Tây Hồ Tây. Chúng tôi kỳ vọng CMG sẽ duy trì tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức lành mạnh từ 0,4 - 0,5 lần trong giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028.

Bảng 24: Dự báo cũ và dự báo mới, CMG

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2026-2028

Tỷ đồng	Dự báo cũ					Dự báo mới			Điều chỉnh		
	FY3/24	FY3/25	FY3/26F	FY3/27F	FY3/28F	FY3/26F	FY3/27F	FY3/28F	FY3/26F	FY3/27F	FY3/28F
Doanh thu	7,342	8,203	9,080	10,206	11,755	9,273	10,421	12,009	2.1%	2.1%	2.2%
Công nghệ & giải pháp	3,357	4,004	4,404	4,932	5,672	4,404	4,932	5,672	0.0%	0.0%	0.0%
Kinh doanh quốc tế	1,270	1,283	1,347	1,509	1,780	1,539	1,724	2,034	14.3%	14.3%	14.3%
Hạ tầng số.	2,956	3,417	3,742	4,109	4,539	3,742	4,109	4,539	0.0%	0.0%	0.0%
Giáo dục, nghiên cứu, & mảng khác	-241	-501	-413	-344	-237	-413	-344	-237	n.m.	n.m.	n.m.
LNTT	461	502	594	725	887	597	728	874	0.5%	0.4%	-1.5%
Công nghệ & giải pháp	59	87	103	115	132	88	106	122	-14.2%	-7.8%	-7.8%
Kinh doanh quốc tế	187	140	149	167	197	166	190	227	11.7%	13.8%	15.3%
Hạ tầng số.	339	367	427	500	587	427	500	587	0.0%	0.0%	0.0%
Giáo dục, nghiên cứu, & mảng khác	-125	-93	-84	-57	-29	-84	-68	-62	n.m.	n.m.	n.m.
Lợi nhuận thuần	337	349	413	504	617	415	506	608	0.5%	0.4%	-1.5%
Tăng trưởng											
Doanh thu	11.7%		10.7%	12.4%	15.2%	13.0%	12.4%	15.2%			
Công nghệ & giải pháp	19.3%		10.0%	12.0%	15.0%	10.0%	12.0%	15.0%			
Kinh doanh quốc tế	1.0%		5.0%	12.0%	18.0%	20.0%	12.0%	18.0%			
Hạ tầng số.	15.6%		9.5%	9.8%	10.5%	9.5%	9.8%	10.5%			
Giáo dục, nghiên cứu, & mảng khác	107.8%		-17.6%	-16.6%	-31.2%	-17.6%	-16.6%	-31.2%			
LNTT	8.8%		18.5%	21.9%	22.4%	21.6%	19.8%	19.7%			
Công nghệ & giải pháp	47.0%		17.6%	12.0%	15.0%	10.0%	12.0%	15.0%			
Kinh doanh quốc tế	-24.9%		6.0%	12.0%	18.0%	21.6%	12.0%	18.0%			
Hạ tầng số.	8.0%		16.4%	17.1%	17.6%	16.4%	17.1%	17.6%			
Giáo dục, nghiên cứu, & mảng khác	-25.5%		-9.8%	-32.2%	-48.4%	-9.8%	-19.0%	-8.4%			
Lợi nhuận thuần	3.6%		18.5%	21.9%	22.4%	21.6%	19.8%	19.7%			

Nguồn: HSC

Bảng 25: Dự báo dư nợ, CMG

Chúng tôi dự báo CMG sẽ duy trì vị trí tiền thuần đến năm 2027

Tỷ đồng	FY3/23	FY3/24	FY3/25	FY3/26F	FY3/27F	FY3/28F
Nợ ngắn hạn	882	899	898	927	1,042	1,081
Nợ dài hạn	443	667	874	2,109	2,265	2,409
Tiền & đầu tư ngắn hạn	371	511	781	1,495	1,620	1,843
Nợ thuần	954	1,056	990	1,541	1,687	1,647
Nợ thuần/vốn CSH (lần)	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4
Nợ thuần/tổng TS (lần)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
Vốn đầu tư cơ bản	403	839	776	1,391	1,042	961
Vốn đầu tư cơ bản/ doanh thu (%)	5.3%	11.4%	9.5%	15.0%	10.0%	8.0%

Nguồn: HSC

Giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 40.700đ; duy trì khuyến Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 16%

HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 40.700đ, cho thấy tiềm năng tăng giá là 16% từ thị giá hiện tại. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng NĐTC 2026-2027 và NĐTC 2027-2028 lần lượt ở mức 20,3 lần và 16,9 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Các giả định định giá cơ bản bao gồm:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1,2 lần (tất cả không đổi). Nhìn chung, các yếu tố này dẫn đến giả định WACC ở mức 12,8%.
- A terminal growth rate of 3.0% (unchanged).
- Chúng tôi tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3,0% (không đổi)
- A valuation basis at end-FY3/27.
- Thời điểm định giá là cuối NĐTC 2026-2027.

Bảng 26: Giả định chi phí vốn CSH và chi phí nợ, CMG

Chi phí vốn CSH là 14,5% và chi phí nợ là 7,2%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.5%
Phần bù phụ trội	5.0%
Chi phí nợ	9.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.2%

Nguồn: HSC

Bảng 27: Tính toán WACC, CMG

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,8%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	76.6%
Nợ / Tổng nguồn vốn	23.4%
WACC	12.8%

Nguồn: HSC

Bảng 28: Định giá DCF, CMG

Giá mục tiêu mới là 40.700đ

Tỷ đồng	FY3/26F	FY3/27F	FY3/28F	FY3/29F	FY3/30F	FY3/31F	FY3/32F
Thu nhập thuần (trừ khen thưởng phúc lợi)	384	468	562	661	722	789	861
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	129	168	178	183	194	196	198
+ Khấu hao	592	702	803	887	963	1,031	1,104
- Thay đổi vốn lưu động	-225	-142	-170	-162	-156	-171	-187
- Chi phí đầu tư cơ bản	-1,391	-1,042	-961	-800	-730	-640	-701
FCFF	-510	154	412	770	994	1,205	1,275
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							3%
Giá trị dài hạn							13,414
Dòng tiền tương lai	(510)	154	412	770	994	1,205	14,689
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8
Giá trị hiện tại	(510)	154	366	605	693	744	8,047
Giá trị của doanh nghiệp		10,609					
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030		3,260					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		7,349					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền		2,760					
- Lợi ích cổ đông thiểu số		-3,884					
Giá trị của vốn CSH		9,485					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)		233.0					
Giá mục tiêu (đồng)		40,700					

Nguồn: HSC

Bảng 29: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính (đồng), CMG

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

		Lãi suất phi rủi ro					
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	43,300	38,700	34,900	31,600	28,800	
	2.0%	47,400	42,000	37,500	33,800	30,600	
	3.0%	52,600	46,000	40,700	36,400	32,700	
	4.0%	59,300	51,100	44,600	39,500	35,300	
	5.0%	68,200	57,600	49,600	43,300	38,300	

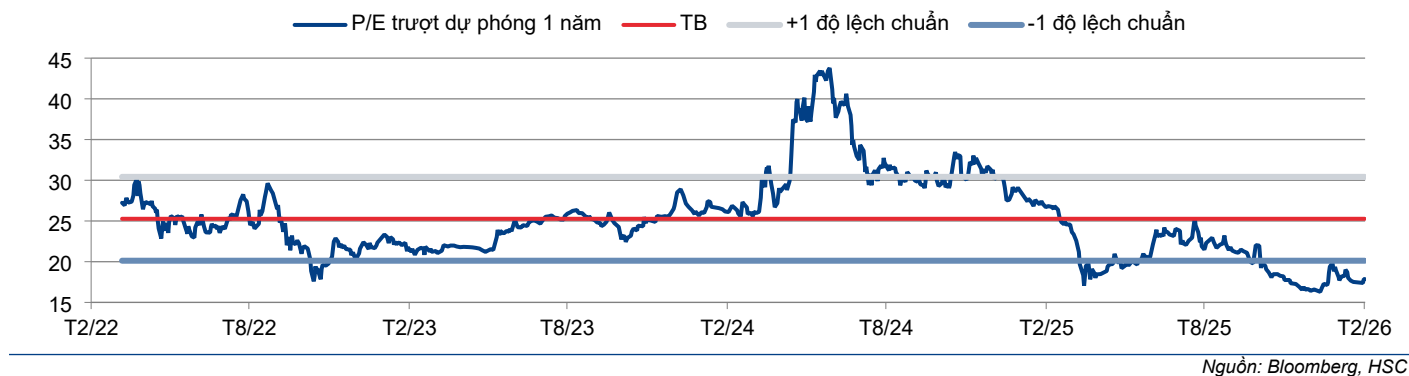
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm chỉ 2% trong 1 tháng qua, CMG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 4 năm ở mức 25,3 lần – mức định hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi. Cổ phiếu CMG có hiệu suất vượt trội so với các công ty CNTT cùng ngành trên toàn cầu vốn đang bị bán tháo, nhờ thị trường có quan điểm tích cực đối với các cổ phiếu hạ tầng AI, điển hình như Equinix (tăng 25% kể từ đầu năm). Mảng Trung tâm dữ liệu & Điện toán đám mây đã đóng góp 14% vào tổng doanh thu của CMG trong NĐTC 2024-2025 và hiện là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của công ty. Tỷ lệ sở hữu của khối ngoại vẫn duy trì vững chắc ở mức 39% trong 3 tháng qua (trong đó Samsung SDS nắm giữ 30%), cho thấy sự quan tâm mạnh mẽ của nhà đầu tư đối với triển vọng phát triển hạ tầng AI.

Biểu đồ 30: P/E trượt dự phóng 1 năm, CMG

CMG hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,9 lần, so với bình quân 4 năm ở mức 25,3 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
Doanh thu	7,342	8,203	9,273	10,421	12,009
Lợi nhuận gộp	1,375	1,497	1,688	1,912	2,222
Chi phí BH&QL	(976)	(1,046)	(1,056)	(1,122)	(1,282)
Thu nhập khác	13.6	6.65	7.52	8.45	9.74
Chi phí khác	(8.33)	(8.34)	(9.43)	(10.6)	(12.2)
EBIT	403	449	629	788	937
Lãi vay thuần	16.8	16.4	(69.8)	(99.6)	(105)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	40.9	35.7	37.5	39.4	41.4
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	461	502	597	728	874
Chi phí thuế TNDN	(59.3)	(74.5)	(88.7)	(108)	(130)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(65.4)	(78.4)	(93.4)	(114)	(137)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	337	349	415	506	608
Lợi nhuận thuần ĐC	312	323	384	468	562
EBITDA ĐC	774	829	1,222	1,490	1,740
EPS (đồng)	1,447	1,497	1,782	2,171	2,608
EPS ĐC (đồng)	1,340	1,385	1,650	2,010	2,414
DPS (đồng)	0	0	500	600	800
Slg CP bình quân (triệu đv)	233	233	233	233	233
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	233	233	233	233	233
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	233	233	233	233	233

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
Tiền & tương đương tiền	511	781	1,489	1,612	1,834
Đầu tư ngắn hạn	1,112	1,272	1,272	1,272	1,272
Phải thu khách hàng	1,326	1,326	1,753	1,970	2,270
Hàng tồn kho	133	280	227	301	346
Các tài sản ngắn hạn khác	91.2	133	185	208	300
Tổng tài sản ngắn hạn	3,173	3,791	4,925	5,362	6,022
TSCĐ hữu hình	2,371	2,224	3,022	3,363	3,521
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	792	1,121	1,121	1,121	1,121
Đầu tư vào Cty LD,LK	95.3	94.0	94.0	94.0	94.0
Tài sản dài hạn khác	422	447	539	658	759
Tổng tài sản dài hạn	3,681	3,886	4,777	5,236	5,494
Tổng cộng tài sản	6,854	7,677	9,702	10,598	11,516
Nợ ngắn hạn	899	898	927	1,042	1,081
Phải trả người bán	759	693	842	991	1,166
Nợ ngắn hạn khác	985	1,274	1,306	1,340	1,387
Tổng nợ ngắn hạn	2,774	3,056	3,266	3,564	3,825
Nợ dài hạn	667	874	2,109	2,265	2,409
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	26.8	25.5	25.5	25.5	25.5
Nợ dài hạn khác	41.3	43.9	43.9	43.9	43.9
Tổng nợ dài hạn	735	943	2,178	2,335	2,479
Tổng nợ phải trả	3,510	4,000	5,444	5,898	6,304
Vốn chủ sở hữu	2,638	2,923	3,410	3,738	4,114
Lợi ích cổ đông thiểu số	706	755	848	962	1,099
Tổng vốn chủ sở hữu	3,344	3,678	4,258	4,700	5,213
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,854	7,677	9,702	10,598	11,516
BVPS (đ)	11,346	12,546	14,635	16,045	17,659
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,056	990	1,547	1,696	1,656

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
EBIT	403	449	629	788	937
Khấu hao	(370)	(379)	(592)	(702)	(803)
Lãi vay thuần	16.8	16.4	(69.8)	(99.6)	(105)
Thuế TNDN đã nộp	(61.6)	(45.4)	(70.1)	(88.7)	(108)
Thay đổi vốn lưu động	(54.8)	300	(367)	(281)	(357)
Khác	118	55.2	97.6	111	120
LCT thuần từ HKKD	567	941	732	1,034	1,187
Đầu tư TS dài hạn	(839)	(776)	(1,391)	(1,042)	(961)
Góp vốn & đầu tư	(1,265)	(1,961)	0	0	0
Thanh lý	5.73	0	0	0	0
Khác	1,514	1,915	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(584)	(822)	(1,391)	(1,042)	(961)
Cổ tức trả cho CSH	(128)	(65.2)	(116)	(140)	(186)
Thu từ phát hành CP	21.0	3.75	216	0	0
Tăng/giảm nợ	258	205	1,267	271	183
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	150	144	1,367	131	(3.58)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	371	511	781	1,489	1,612
LCT thuần trong kỳ	134	264	707	123	223
Ảnh hưởng của tỷ giá	5.84	7.24	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	511	781	1,489	1,612	1,834
Dòng tiền tự do	(272)	166	(659)	(8.62)	226

Các chỉ số tài chính	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.7	18.2	18.2	18.3	18.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.5	10.1	13.2	14.3	14.5
Tỷ suất LNT (%)	4.58	4.25	4.48	4.85	5.06
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.9	14.8	14.8	14.8	14.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	(4.20)	11.7	13.0	12.4	15.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	6.30	7.10	47.5	21.9	16.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.5	3.55	19.1	21.8	20.1
Tăng trưởng EPS (%)	8.15	3.41	19.1	21.8	20.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.3	3.35	19.1	21.8	20.1
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	20.0	33.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	28.1	27.6	30.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.2	12.5	13.1	14.2	15.5
ROACE (%)	10.5	10.3	11.4	11.7	12.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.09	1.13	1.07	1.03	1.09
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.41	2.09	1.16	1.31	1.27
Số ngày tồn kho	8.15	15.2	10.9	12.9	12.9
Số ngày phải thu	81.1	72.2	84.4	84.5	84.7
Số ngày phải trả	46.4	37.7	40.5	42.5	43.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.7	38.5	49.3	49.0	43.5
Nợ/tài sản (%)	23.9	24.8	32.7	32.5	31.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	9.02	7.91	8.96
Nợ/EBITDA (lần)	2.12	2.30	2.60	2.31	2.08
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.14	1.24	1.51	1.50	1.57
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.50	1.37	1.28	1.16	1.02
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.3	13.5	9.70	8.14	7.02
P/E (lần)	24.3	23.5	19.7	16.2	13.5
P/E ĐC (lần)	26.2	25.4	21.3	17.5	14.6
P/B (lần)	3.10	2.80	2.40	2.19	1.99
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.42	1.71	2.28

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn