

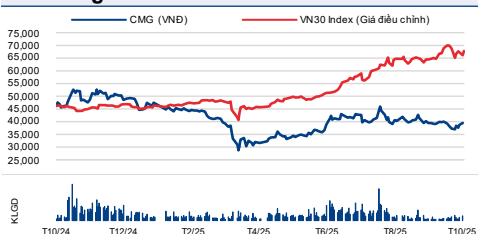
Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ44,700
Tiềm năng tăng/giảm: 12.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/10/2025)	39,700
Mã Bloomberg	CMG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,850-52,973
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,317
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,408
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	319
Slg CP lưu hành (tr.đv)	212
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	106
Slg CP NN được mua (tr.đv)	76.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.8%
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	0.51	(6.92)	(14.1)
So với chỉ số	(4.48)	(19.0)	(41.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,806	3,420	(47.2)
2027F	2,202	4,388	(49.8)
2028F	2,695	5,625	(52.1)

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

Doanh nghiệp cung cấp hạ tầng số hàng đầu; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC (CMG) với giá mục tiêu từ phương pháp DCF là 44.700đ, tiềm năng tăng giá 13%. Là doanh nghiệp công nghệ có quy mô vốn hóa vừa/nhỏ và là đơn vị cung cấp dịch vụ CNTT niêm yết lớn thứ hai tại Việt Nam, CMG đang sở hữu vị thế thuận lợi để tăng trưởng ở cả mảng hạ tầng số và mảng dịch vụ CNTT.
- Lợi thế cạnh tranh cốt lõi của CMG gồm mối quan hệ sâu rộng với các khách hàng thuộc khối ngân hàng & tài chính và đội ngũ nhân sự CNTT quy mô lớn với năng suất cao. Dựa trên những lợi thế này, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua và 19% kể từ đầu năm, diễn biến kém hơn VN Index do những khó khăn chung của ngành, CMG đang có định giá hấp dẫn với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm là 23,7 lần.

Nhà cung cấp hạ tầng số hàng đầu, hưởng lợi từ xu hướng AI/fintech

CMG là nhà cung cấp dịch vụ CNTT niêm yết lớn thứ hai tại Việt Nam, đang giữ vị thế dẫn đầu trong mảng trung tâm dữ liệu và điện toán đám mây trong nước. Nhờ mối quan hệ sâu rộng với khách hàng thuộc khối ngân hàng & tài chính, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của CMG đã tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt lần lượt 11% và 19% (giai đoạn đến NĐTC 2024-2025 – năm tài chính kết thúc vào 31/3). Trong thời gian tới, HSC cho rằng Công ty sẽ hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng trong lĩnh vực trí thông minh nhân tạo (AI) và công nghệ tài chính (fintech) tại Việt Nam, với quy mô thị trường dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm khoảng 28% từ mức 3,25 tỷ USD trong năm 2024 (theo Trung tâm Đổi mới Sáng tạo Quốc gia, một tổ chức nghiên cứu uy tín trực thuộc Nhà nước).

Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 21% trong giai đoạn 2025–2028

CMG đang có vị thế thuận lợi để ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận dài hạn vững chắc trong bối cảnh thị trường công nghệ Việt Nam mở rộng mạnh. HSC dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026 sẽ tăng trưởng 19% đạt 413 tỷ đồng, cho thấy tốc độ tăng trưởng cải thiện trong nửa cuối năm. Trong khi đó, đối với NĐTC 2026-2027 và 2027-2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 22% mỗi năm. Nhìn chung, dự báo của chúng tôi – thấp hơn so với dự báo chậm điều chỉnh của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21% (giai đoạn tài chính 2025-2028). Mảng hạ tầng số chủ chốt được kỳ vọng sẽ dẫn dắt tăng trưởng, với LNTT mảng này tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 17% (và đóng góp 66% vào tổng LNTT trong NĐTC 2027-2028). Bên cạnh đó, mảng giáo dục & nghiên cứu dự báo từ lỗ chuyển sang có lãi, qua đó hỗ trợ tăng trưởng chung của Công ty.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% kể từ đầu năm và diễn biến kém hơn VN Index do ảnh hưởng từ những khó khăn chung của ngành, CMG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 23,7 lần. CMG cũng đang có P/E dự phóng NĐTC 2026-2027 thấp hơn 15% so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực về dịch vụ CNTT/hạ tầng số. Theo chúng tôi, đây là cơ hội mua vào hấp dẫn. Giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 44.700đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 13% và P/E dự phóng NĐTC 2025-2026 và 2026-2027 lần lượt là 24,7 và 20,3 lần. HSC đánh giá tích cực triển vọng tăng trưởng của CMG, dựa trên những điểm mạnh cốt lõi và vị thế hiện tại của Công ty trong bối cảnh ngành công nghệ Việt Nam đang có nhiều thuận lợi. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý một số rủi ro giảm giá bao gồm: cạnh tranh trong mảng điện toán đám mây & trung tâm dữ liệu, tỷ trọng doanh thu lớn đến từ một số khách hàng trọng yếu, chi tiêu CNTT có thể giảm, và áp lực đầu tư lớn ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/10.

Cuối năm: Tháng 3	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	774	829	1,096	1,297	1,525
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	337	349	413	504	617
EPS ĐC (đồng)	1,475	1,524	1,806	2,202	2,695
DPS (đồng)	0	0	600	700	800
BVPS (đồng)	12,481	13,800	15,040	16,542	18,437
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	13.8	10.6	9.00	7.61
P/E ĐC (lần)	26.9	26.1	22.0	18.0	14.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.51	1.76	2.02
P/B (lần)	3.18	2.88	2.64	2.40	2.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.3	3.35	18.5	21.9	22.4
ROAE (%)	13.2	12.5	13.5	15.1	16.6

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

Mục lục

Doanh nghiệp dẫn đầu hạ tầng số/dịch vụ CNTT, định giá hấp dẫn	3
Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ nhờ triển vọng ngành tích cực	3
Hạ tầng số là động lực chính; CMG có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu AI và fintech	4
Dịch vụ CNTT: Mở rộng ra nước ngoài và nâng cấp cơ cấu dịch vụ là những động lực thúc đẩy tăng trưởng	4
Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 44.700đ	4
Tổng quan doanh nghiệp	8
Bối cảnh và các cột mốc phát triển chính	8
Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp	8
Cơ cấu sở hữu và quản trị	9
Những mảng kinh doanh chính	9
Phân tích chi tiết các mảng kinh doanh của CMG	13
Mảng hạ tầng số: Khả năng cao tiếp tục là động lực lợi nhuận chính	13
Mảng kinh doanh quốc tế: Định hướng tăng trưởng quốc tế	20
Mảng công nghệ & giải pháp	25
Mảng giáo dục & nghiên cứu	25
Dự báo lợi nhuận	27
KQKD Q1/NĐTC 2025-2026: Lợi nhuận thuần tăng 13% so với cùng kỳ	27
Dự báo giai đoạn tài chính 2026-2028	27
Định giá và khuyến nghị	31
Kết luận và phương pháp định giá	31
Bối cảnh định giá	32
Rủi ro đối với khuyến nghị và giá mục tiêu của HSC	34

Doanh nghiệp dẫn đầu hạ tầng số/dịch vụ CNTT, định giá hấp dẫn

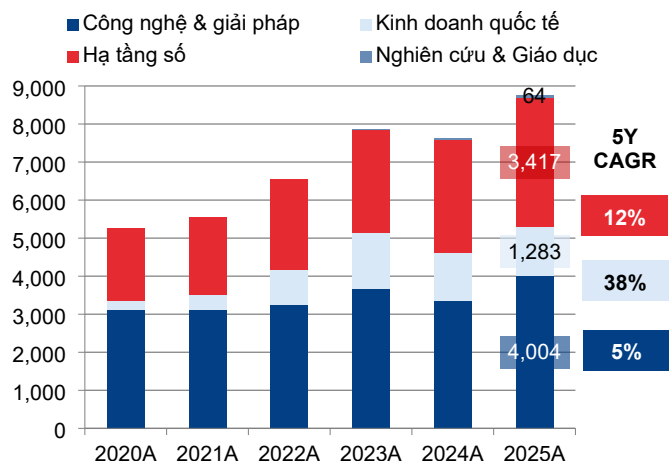
CMG – doanh nghiệp dịch vụ CNTT niềm yết lớn thứ hai tại Việt Nam – đang có vị thế thuận lợi để tăng trưởng nhờ thế mạnh trong hai mảng: hạ tầng số và dịch vụ CNTT. Mảng điện toán đám mây và trung tâm dữ liệu của Công ty được kỳ vọng hưởng lợi nhờ tỷ trọng khách hàng lớn trong khối ngân hàng & khu vực công, trong bối cảnh nhu cầu đối với AI và fintech được dự báo tăng mạnh. Song song đó, đội ngũ nhân sự CNTT đông đảo và có năng suất cao giúp CMG mở rộng ra thị trường quốc tế và chuyển dịch sang cung cấp các dịch vụ chuyển đổi số có giá trị gia tăng cao hơn. Những yếu tố này được kỳ vọng sẽ giúp lợi nhuận thuần của CMG tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21%. HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 44.700đ, tiềm năng tăng giá 13%.

Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ nhờ triển vọng ngành tích cực

Được thành lập năm 1993 bởi ông Nguyễn Trung Chính và ông Hà Thế Minh với xuất phát điểm là doanh nghiệp phân phối máy tính và tích hợp hệ thống, CMG đã phát triển thành một trong những nhà cung cấp dịch vụ CNTT và viễn thông thuộc hàng đầu tại Việt Nam. Công ty bắt đầu mở rộng ra thị trường quốc tế từ năm 2017 và đến năm 2019 đã thiết lập quan hệ hợp tác chiến lược với Samsung SDS của Hàn Quốc, đơn vị hiện đang sở hữu 30% cổ phần tại CMG. Quan hệ hợp tác này đã củng cố vị thế của CMG với vai trò là một trong những nhà cung cấp dịch vụ CNTT chủ chốt trong chuỗi cung ứng của Samsung, đồng thời tăng cường cả năng lực công nghệ lẫn năng lực tài chính của Công ty để phục vụ cho chiến lược tăng trưởng ở thị trường nước ngoài. Nhờ động lực này, lợi nhuận thuần của CMG đã tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm (giai đoạn tài chính 2019–2024) đạt 19% – một thành tích rất ấn tượng – với 84% doanh thu năm gần nhất đến từ thị trường Việt Nam.

Biểu đồ 1: Doanh thu* theo mảng kinh doanh (tđ), CMG

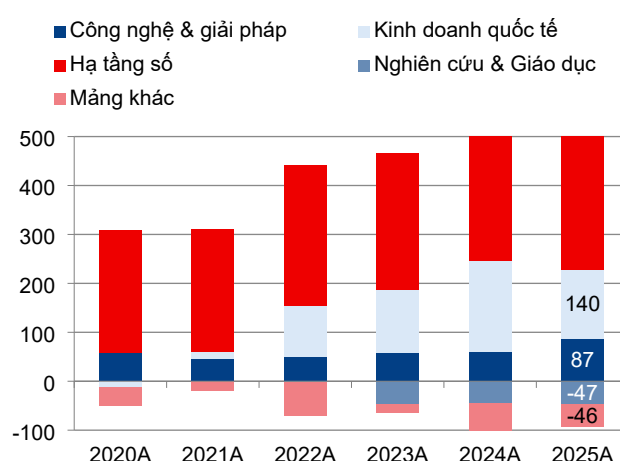
Mảng công nghệ & giải pháp chiếm tỷ trọng lớn nhất, nhưng mảng hạ tầng số đang có xu hướng tăng trưởng mạnh hơn...



Ghi chú: *Loại trừ các khoản bù trừ nội bộ, điều chỉnh, v.v.
Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 2: LNTT theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), CMG

...và là động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận



Nguồn: CMG, HSC

Trong tương lai, HSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của CMG sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn tài chính 2025-2028) đạt lần lượt 13% và 21%. Mảng hạ tầng số dự kiến tiếp tục đóng vai trò động lực tăng trưởng lợi nhuận chủ chốt, với lợi nhuận thuần mảng này tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (tính đến NĐTC 2027-2028) đạt 17% và dự kiến đóng góp khoảng 2/3 tổng lợi nhuận của CMG tại thời điểm đó.

Hạ tầng số là động lực chính; CMG có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu AI và fintech

CMG là doanh nghiệp dịch vụ CNTT niêm yết lớn thứ hai tại Việt Nam, đứng sau gã khổng lồ FPT (Mua vào, giá mục tiêu 122.300đ), với vị thế dẫn đầu trong mảng hạ tầng số – bao gồm dịch vụ CNTT truyền thống, trung tâm dữ liệu và điện toán đám mây – cùng với ba mảng kinh doanh khác. Mảng hạ tầng số chủ chốt đã trải qua giai đoạn tăng trưởng doanh thu tốt và trong 5 năm qua đóng góp 39% doanh thu nhưng đóng góp tới 80% LNST, nhờ CMC Telecom (công ty tư nhân/chưa niêm yết, CMG sở hữu 55% cổ phần) đóng vai trò trụ cột lợi nhuận. Trên thực tế, CMG hiện nắm 10% thị phần doanh thu trong mảng trung tâm dữ liệu và 4% trong mảng dịch vụ điện toán đám mây tại Việt Nam. HSC kỳ vọng mảng hạ tầng số sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng chính của CMG, được hỗ trợ bởi nhu cầu gia tăng đối với lưu trữ dữ liệu tại Việt Nam và xu hướng điện toán chủ quyền (sovereign computing).

Đáng chú ý, trung tâm dữ liệu và các dịch vụ nền tảng đám mây chiếm tỷ trọng lớn trong chỉ tiêu CNTT của doanh nghiệp tại Việt Nam, đặc biệt đóng vai trò tối quan trọng đối với quá trình phát triển AI và fintech đầy tiềm năng. CMG hiện có mức độ hiện diện tốt cả ở khu vực công lẫn khu vực tư nhân. CMG đang vận hành ba trung tâm dữ liệu – hai tại TP.HCM và một tại Hà Nội – với tổng công suất 11 MW. Ngoài ra, trung tâm dữ liệu mới nhất của Công ty – CMC Tân Thuận (đi vào hoạt động từ năm 2022) – mang lại tiềm năng tăng tỷ suất lợi nhuận khi công suất hoạt động dự kiến tăng dần trong vài năm tới.

Theo ngành, Công ty tập trung vào dịch vụ tài chính, nhóm khách hàng đi đầu trong việc ứng dụng điện toán đám mây và công nghệ số tại Việt Nam. CMG hiện đáp ứng khoảng 65% nhu cầu trung tâm dữ liệu của ngành ngân hàng trong nước, qua đó khối ngân hàng đóng góp khoảng 20% doanh thu của mảng này.

HSC dự báo doanh thu và LNTT từ mảng hạ tầng số sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 10% và 17%.

Dịch vụ CNTT: Mở rộng ra nước ngoài và nâng cấp cơ cấu dịch vụ là những động lực thúc đẩy tăng trưởng

Mảng dịch vụ CNTT nước ngoài của CMG (vận hành thông qua CMC Global, công ty con mà CMG sở hữu 100% cổ phần) ghi nhận tăng trưởng rất mạnh trong giai đoạn tài chính 2020–2025, với doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR 38% (dù so với mức nền thấp), được hỗ trợ bởi uy tín ngày càng tăng của Việt Nam như một điểm đến trong lĩnh vực gia công phần mềm toàn cầu. Tỷ trọng đóng góp vào doanh thu & LNTT của mảng này đã tăng lên mức lần lượt 16% & 28% trong NĐTC 2024-2025, so với 8% và 5% trong NĐTC 2020-2021. CMG cung cấp dịch vụ CNTT chủ yếu cho Nhật Bản, Hàn Quốc, EU và khu vực châu Á-Thái Bình Dương, trong đó khoảng 34% doanh thu mảng này trong NĐTC 2024-2025 đến từ Samsung SDS.

CMC Global có 2.540 nhân sự tại thời điểm cuối NĐTC 2023-2024 (chiếm khoảng một nửa trong tổng số khoảng 5.100 nhân sự của CMG), qua đó trở thành đơn vị có lực lượng lao động dịch vụ CNTT lớn thứ ba tại Việt Nam, sau FPT và TMS Solutions (tư nhân/chưa niêm yết). Ngoài ra, CMC Global cũng sở hữu năng suất lao động đứng thứ tư trong ngành dịch vụ CNTT tại Việt Nam, chỉ sau FPT, Nash Tech (Anh) và KMS (Mỹ) (nguồn: Hiệp hội Phần mềm và Dịch vụ CNTT Việt Nam – VINASA).

Chúng tôi cho rằng mảng dịch vụ CNTT nước ngoài của CMG còn nhiều dư địa tăng trưởng bền vững nhờ mở rộng hiện diện quốc tế và dịch chuyển lên các dịch vụ có giá trị cao hơn. Cùng với mảng hạ tầng số, CMG cung cấp giải pháp CNTT trọn gói từ hạ tầng đến ứng dụng, tạo ra hiệu ứng cộng hưởng mạnh mẽ để nắm bắt xu hướng chuyển đổi số tăng tốc tại Việt Nam.

HSC dự báo LNTT mảng dịch vụ CNTT nước ngoài của CMG sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 12% trong giai đoạn tài chính 2025–2028.

Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 44.700đ

Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% từ đầu năm và diễn biến kém hơn VN Index do ảnh hưởng từ các yếu tố bất lợi chung của ngành, cổ phiếu CMG hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng NĐTC 2025-2026 và 2026-2027 lần lượt là 21,9 lần và 17,9 lần,

tương ứng P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 23,7 lần (Biểu đồ 3).

Biểu đồ 3: P/E trượt dự phóng 1 năm, CMG

P/E trượt dự phóng 1 năm của CMG là 18,4 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 23,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

P/E dự phóng NĐTC 2026-2027 của CMG (17,9 lần) đang thấp hơn 15% so với P/E trung vị tương đương (21,1 lần) của nhóm doanh nghiệp cùng ngành dịch vụ CNTT và hạ tầng số trong khu vực (Biểu đồ 4) – gồm tổng cộng 19 doanh nghiệp niêm yết tại các thị trường chứng khoán châu Á (6 doanh nghiệp tại Đông Nam Á, 4 tại Ấn Độ, 4 tại Trung Quốc/Hong Kong, 4 tại Nhật Bản và 1 tại Đài Loan), trong đó bao gồm 11 doanh nghiệp dịch vụ CNTT (có cả doanh nghiệp vốn hóa lớn FPT) và 8 doanh nghiệp hoạt động trong mảng hạ tầng số. Chi tiết như sau:

- So với FPT (theo chúng tôi không thực sự là doanh nghiệp so sánh phù hợp khi vốn hóa thị trường hiện tại của FPT lớn gấp 21 lần CMG), CMG đang có P/E 2026 cao hơn 7%, P/E 12 tháng qua cao hơn 10-16% so với FPT dù EV/EBITDA 2026 thấp hơn 23%. Việc CMG có P/E dự phóng NĐTC 2025-2026 hơi cao hơn so với FPT có thể phản ánh kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận cao hơn của CMG – chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của CMG và FPT tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 21% và 15,4%.
- So với nhóm 11 doanh nghiệp dịch vụ CNTT mà chúng tôi tham chiếu, CMG đang giao dịch ở mức thấp hơn trung vị tại hầu hết các hệ số so sánh, cụ thể CMG có P/E 2026 thấp hơn 15%, P/E 12 tháng qua và EV/EBITDA 2026 thấp hơn 3-45%.
- So với nhóm 8 doanh nghiệp hạ tầng số, CMG có P/E 2026 thấp hơn 12% so với trung vị, có P/E 12 tháng qua và EV/EBITDA 2026 thấp hơn 4-36%.

Bảng 4: So sánh các công ty trong khu vực cùng ngành dịch vụ CNTT và hạ tầng số, CMG

Các công ty cùng ngành với CMG hiện giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 22,6 lần

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	CAGR 5 năm của doanh thu (trượt) (%)	Tỷ suất LNTT bình quân 5 năm (trượt) (%)	TTM P/E (lần)	2025F P/E lầnx	2026F P/E (lần)	2026F EV/EBITDA (lần)
Dịch vụ CNTT								
Infosys (INFO IN)	Ấn Độ	70,622	12.4	24.1	22.1	21.5	20.2	13.1
Range Tech (300442 CH)	Trung Quốc	10,870	46.8	23.6	45.7	30.9	24.1	18.2
Persistent (PSYS IN)	Ấn Độ	10,321	27.3	15.1	54.2	50.4	41.6	28.4
SCSK (9719 JP)	Nhật Bản	8,774	9.1	11.7	27.0	20.9	20.6	12.6
TIS (3626 JP)	Nhật Bản	7,933	5.2	12.9	22.8	22.6	20.9	11.6
Otsuka (4768 JP)	Nhật Bản	7,562	4.6	6.7	18.9	18.7	17.4	9.8
Isoftstone (301236 CH)	Trung Quốc	6,871	24.2	5.0	257.2	132.3	97.1	N/a
Coforge (COFORGE IN)	Ấn Độ	6,868	23.6	12.1	55.2	41.7	33.7	18.8
FPT (FPT VN)	Việt Nam	6,614	17.8	17.6	19.4	19.9	16.8	9.2
Mphasis (MPHL IN)	Ấn Độ	6,099	10.0	16.0	31.5	28.5	25.0	16.1
NS Solutions (2327 JP)	Nhật Bản	4,408	4.2	11.1	25.0	22.5	21.1	9.7
Hạ tầng số								
SingTel (ST SP)	Singapore	54,711	-3.1	15.8	17.6	24.2	21.3	19.1
Chunghwa Telecom (2412 TT)	Đài Loan	33,443	2.1	21.2	27.0	26.8	25.9	11.1
Advanced Info (ADVANC TB)	Thái Lan	27,953	3.4	18.7	22.9	21.1	19.4	8.8
GDS (GDS US)	Trung Quốc	7,194	20.1	-15.7	1631.5	N/a	N/a	15.0
Globe Telecom (GLO PM)	Philippines	3,540	1.6	18.8	10.1	9.9	8.9	6.3
Keppel REIT (KREIT SP)	Singapore	3,310	9.8	N/a	26.2	25.5	23.3	36.0
SUNeVision Holdings (1686 HK)	Hong Kong	1,847	11.4	44.8	25.2	20.3	16.9	11.2
FPT Telecom (FOX VN)	Việt Nam	1,824	11.1	19.1	14.8	N/a	N/a	N/a
Trung vị, Dịch vụ CNTT		7,562	12.4	12.9	27.0	22.6	21.1	12.9
Trung vị, hạ tầng số		5,367	6.6	18.8	24.1	22.7	20.4	11.2
Trung vị, tất cả các công ty		7,194	10.0	15.9	25.2	22.6	21.1	12.6
CMC Corp	Việt Nam	318	12.2	6.1	22.4	21.9	17.9	7.1
So với FPT		-95.2%	-5.6ppt	-65.2ppt	15.8%	10.0%	6.9%	-23.0%
So với Trung vị ngành Dịch vụ CNTT		-95.8%	-0.2ppt	-52.5ppt	-17.1%	-3.3%	-15.1%	-44.7%
So với Trung vị ngành hạ tầng số		-94.0%	5.6ppt	-67.5ppt	-6.9%	-3.6%	-11.8%	-36.2%
.. So với Trung vị tất cả các công ty		-95.6%	2.2ppt	-61.5ppt	-11.2%	-3.3%	-15.1%	-43.6%

Ghi chú: Số liệu của CMG dựa trên dữ liệu năm tài chính kết thúc vào tháng 3.
 Nguồn: Bloomberg, HSC

Nói cách khác, HSC cho rằng định giá của CMG đang ở mức hấp dẫn, xét tới triển vọng thuận lợi của ngành công nghệ Việt Nam và bức tranh tăng trưởng lợi nhuận trung hạn vững chắc của doanh nghiệp.

Rủi ro đối với khuyến nghị đầu tư của chúng tôi

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- Cạnh tranh gay gắt hơn trong mảng điện toán đám mây và trung tâm dữ liệu có thể thúc đẩy cuộc đua đầu tư vào công nghệ mới hoặc dẫn tới cạnh tranh về giá; việc không theo kịp xu hướng công nghệ có thể gây khó khăn cho việc ký hợp đồng mới, từ đó gây áp lực lên tăng trưởng và khả năng sinh lời của CMG.
- Tỷ trọng doanh thu lớn từ Samsung SDS và Tập đoàn Samsung có thể khiến doanh thu của CMG suy giảm nếu đối tác giảm phân bổ khối lượng thuê ngoài cho công ty.
- Việc thiếu hụt nhân lực CNTT chất lượng cao tại Việt Nam, đặc biệt trong các lĩnh vực công nghệ mới như AI, có thể cản trở tốc độ mở rộng nhân sự và phát triển các sản phẩm/dịch vụ có tính cạnh tranh.

- Suy thoái kinh tế kéo dài hơn dự kiến và đã phục hồi chi tiêu CNTT yếu hơn kỳ vọng tại cả thị trường trong nước và nước ngoài có thể khiến tăng trưởng doanh thu của CMG chậm lại.
- Áp lực đầu tư lớn hơn dự kiến để mở rộng hoạt động có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư.

Trong khi đó, các yếu tố tạo tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Thị phần tăng mạnh hơn kỳ vọng nhờ các khoản đầu tư của CMG vào hạ tầng số và chiến lược mở rộng ra nước ngoài.
- Đẩy nhanh triển khai các giải pháp AI/chuyển đổi số, qua đó cải thiện cơ cấu doanh thu và khả năng sinh lời nhờ các dịch vụ có tỷ suất lợi nhuận cao hơn.
- Khả năng Samsung SDS thoái vốn có thể giúp giải tỏa áp lực định giá và cải thiện giá trị sổ sách của CMG.

Tổng quan doanh nghiệp

CMG hiện là doanh nghiệp dịch vụ CNTT niêm yết lớn thứ hai tại Việt Nam, với mức độ hiện diện mạnh trong mảng hạ tầng số và gia công phần mềm – hai chủ đề tăng trưởng dài hạn then chốt theo quan điểm của chúng tôi – trong số bốn mảng kinh doanh chính của Công ty. Được thành lập năm 1993, Công ty đã đẩy mạnh mở rộng ra nước ngoài từ NĐTC 2016-2017 và được củng cố bởi quan hệ hợp tác chiến lược cùng khoản đầu tư vốn cổ phần từ Samsung SDS vào NĐTC 2018-2019. CMG có bề dày tăng trưởng ấn tượng với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 19% (tính đến cuối NĐTC 2023-2024).

Bối cảnh và các cột mốc phát triển chính

CMG được thành lập năm 1993 với xuất phát điểm là doanh nghiệp phân phối máy tính và tích hợp hệ thống, sau đó phát triển thành một tên tuổi hàng đầu trong lĩnh vực dịch vụ CNTT, dịch vụ internet/viễn thông, và mở rộng thêm sang mảng giáo dục (bắt đầu từ NĐTC 2021-2022).

Trong NĐTC 2016-2017, CMG triển khai chiến lược “Go Global”, hướng đến xây dựng sự hiện diện trên thị trường quốc tế. Đến NĐTC 2018-2019, CMG ký kết thỏa thuận hợp tác chiến lược với Samsung SDS (công ty con cung cấp dịch vụ CNTT thuộc Tập đoàn Samsung của Hàn Quốc), qua đó củng cố vị thế là nhà cung cấp dịch vụ CNTT quan trọng trong chuỗi cung ứng của Samsung tại Việt Nam. Đồng thời, Samsung SDS trở thành cổ đông chiến lược lớn nhất của CMG (hiện nắm 30% cổ phần), qua đó giúp tăng cường năng lực công nghệ và tài chính cho chiến lược mở rộng ra thị trường quốc tế của CMG.

Năm 2010, cổ phiếu CMG được niêm yết trên sàn HOSE. Tính đến thời điểm hiện tại, vốn hóa thị trường của CMG đạt khoảng 8,2 nghìn tỷ đồng (318 triệu USD), trong khi vốn điều lệ là 2,1 nghìn tỷ đồng (80 triệu USD).

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

Tại thời điểm cuối NĐTC 2024-2025, CMG có 9 công ty con trực tiếp và 1 công ty liên kết, hoạt động trong các mảng hạ tầng số, công nghệ & giải pháp, kinh doanh quốc tế, và giáo dục & nghiên cứu. Trong đó, CTCP Viễn thông CMC (CMC Telecom) – CMG sở hữu 55% cổ phần (phần còn lại do Time dotcom của Malaysia nắm giữ) – là đơn vị phụ trách phần lớn các hoạt động dịch vụ thuộc mảng hạ tầng số của tập đoàn.

CTCP NetNam – nơi CMG sở hữu 41% cổ phần – là công ty liên kết thuộc mảng hạ tầng số và được hạch toán theo phương pháp vốn CSH; do đó, chỉ phần lợi nhuận được chia được ghi nhận, còn doanh thu của đơn vị này không được hợp nhất vào tổng doanh thu của CMG.

Bảng 5: Công ty con và công ty liên kết tính đến NĐTC 2025, CMG

CMG có 9 công ty con và 1 công ty liên kết

Stt	Công ty	Ngành	Ngành nghề chính	Tỷ lệ sở hữu của CMG
Công ty con				
1	CMC Technology & Solutions Ltd. Co	Công nghệ & giải pháp	Phần mềm và Dịch vụ CNTT	100%
2	CMC Consulting JSC	Công nghệ & giải pháp	CNTT và Tư vấn chuyển đổi số	100%
3	CMC Da Nang Ltd. Co	Công nghệ & giải pháp	Dịch vụ CNTT và phân phối hệ thống	100%
4	CMC Global Ltd. Co	Kinh doanh quốc tế	Phần mềm và dịch vụ CNTT trên thị trường toàn cầu (chủ yếu Nhật Bản, Hàn Quốc, khu vực APAC và EU)	100%
5	CMC Telecom JSC	Hạ tầng số	Trung tâm dữ liệu, internet và đường truyền thuê riêng, dịch vụ điện toán đám mây	55%
6	CMC AI Hạ tầng số Ltd. Co	Hạ tầng số	Trung tâm dữ liệu quy mô lớn và dịch vụ chuyển đổi số	100%
7	CMC Cyber Security Ltd. Co	Hạ tầng số	Phần mềm và Dịch vụ CNTT	100%
8	CMC Giáo dục Ltd. Co	Giáo dục & nghiên cứu	Đào tạo công nghệ, kinh doanh và ngôn ngữ bậc đại học	100%
9	CMC Institution of Application và Technology	Giáo dục & nghiên cứu	Trung tâm R&D nội bộ	100%
Công ty liên kết				
1	Netnam JSC	Hạ tầng số	Dịch vụ internet và đường truyền thuê riêng	41%

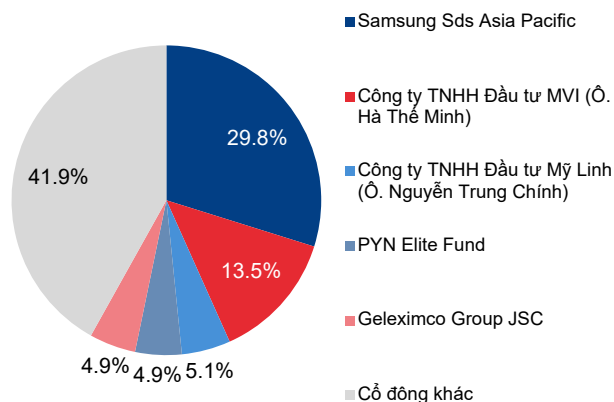
Nguồn: CMG, HSC

Cơ cấu sở hữu và quản trị

CMG do ông Hà Thế Minh và ông Nguyễn Trung Chính sáng lập nên. Hiện nay, ông Nguyễn Trung Chính giữ vai trò Chủ tịch Điều hành, trực tiếp định hướng chiến lược và dẫn dắt hoạt động của công ty. Đội ngũ lãnh đạo chủ chốt của CMG cũng đã gần bỏ từ những giai đoạn đầu thành lập, giúp duy trì sự ổn định và nhất quán trong chiến lược và hoạt động.

Biểu đồ 6: Cơ cấu sở hữu theo nhà đầu tư, CMG

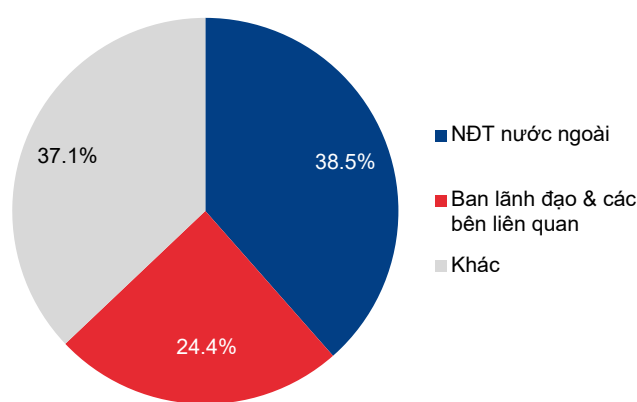
Cơ cấu sở hữu được phân bổ đa dạng



Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 7: Cơ cấu sở hữu theo nhóm nhà đầu tư, CMG

Nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: FiinPro, HSC

Samsung SDS trở thành cổ đông chiến lược của CMG vào HĐQT 2018-2019 sau ba năm hợp tác, với khoản đầu tư 45 triệu USD vào CMG, đánh dấu một cột mốc quan trọng trong quá trình phát triển của Công ty. Quan hệ hợp tác này có tác dụng giúp Samsung SDS tăng cường hiện diện tại Việt Nam, trong khi CMG tận dụng được năng lực công nghệ toàn cầu và mạng lưới khách hàng của Samsung SDS, qua đó nâng cao năng lực cạnh tranh trong lĩnh vực chuyển đổi số.

Tính đến hiện tại, Samsung SDS vẫn là cổ đông lớn nhất của CMG với 29,8% cổ phần. Nhà đầu tư nước ngoài hiện nắm giữ 38,5% cổ phần CMG, cho thấy cổ phiếu có sức hấp dẫn lớn đối với khối ngoại, tỷ lệ sở hữu nước ngoài còn lại là 11,5%, tương đương 24 triệu cổ phiếu, do tỷ lệ sở hữu nước ngoài bị giới hạn ở mức 50% vì Công ty hoạt động trong lĩnh vực viễn thông–internet. BLĐ nắm giữ tổng cộng 24,4% cổ phần CMG, trong đó ông Nguyễn Trung Chính sở hữu 6,1%. Theo đó, HSC ước tính tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (free-float) ở mức 37%.

Những mảng kinh doanh chính

Mảng hạ tầng số là động lực chính về doanh thu và lợi nhuận

Lưu ý rằng năm tài chính của CMG kết thúc vào tháng 3 (áp dụng từ HĐQT 2009-2010). Theo đó, HĐQT 2024-2025 của CMG kết thúc ngày 31/3/2025 và HĐQT 2025-2026 bắt đầu từ 1/4/2025.

Trong HĐQT 2024-2025, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 8.203 tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 349 tỷ đồng (tăng trưởng 4%). Nhìn lại 5 năm qua, CMG duy trì tốc độ tăng trưởng cao với tốc độ CAGR doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 11% và 19%.

CMG tạo động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ bốn mảng kinh doanh chính:

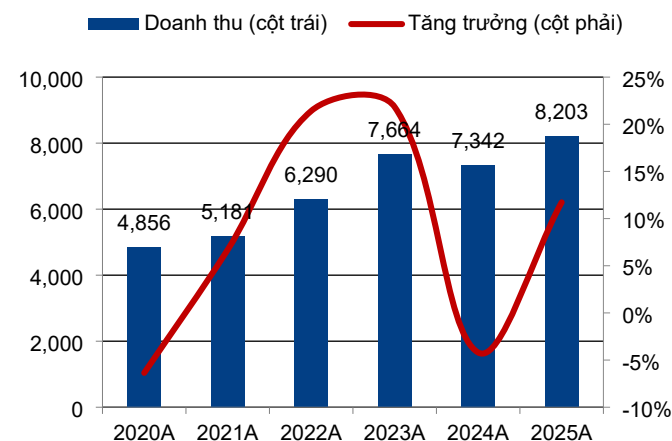
- **Mảng hạ tầng số** cung cấp dịch vụ truyền dẫn internet, kênh thuê riêng, điện toán đám mây và trung tâm dữ liệu tại thị trường trong nước. Trong giai đoạn tài chính 2020–2025, mảng này đóng góp bình quân 39% doanh thu và 81% LNTT, trở thành động lực lợi nhuận chủ chốt của CMG. Mảng này cũng ghi nhận doanh thu tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 12% trong giai đoạn trên. Khối khách hàng ngân hàng, dịch vụ tài chính và bảo hiểm đóng góp 20% doanh thu của mảng này,

và CMG cho biết công ty đang đáp ứng khoảng 65% nhu cầu trung tâm dữ liệu của ngành ngân hàng tại Việt Nam. Công ty hiện nắm giữ 10% thị phần trong lĩnh vực vận hành trung tâm dữ liệu và 4% thị phần dịch vụ nền tảng điện toán đám mây tại Việt Nam.

- **Mảng công nghệ & giải pháp** cung cấp dịch vụ CNTT cho thị trường trong nước. Dù vẫn là mảng đóng góp doanh thu lớn nhất của CMG, chiếm bình quân 53% tổng doanh thu trong giai đoạn tài chính 2020-2025, doanh thu của mảng này chỉ tăng trưởng khiêm tốn với tốc độ CAGR đạt 5%. Khả năng sinh lời cũng ở mức hạn chế với đóng góp bình quân 16% LNTT trong cùng giai đoạn. Tầm quan trọng của mảng đã dần suy giảm khi các mảng kinh doanh khác của CMG tăng trưởng mạnh hơn và mở rộng quy mô nhanh hơn.
- **Mảng kinh doanh quốc tế** cung cấp dịch vụ CNTT cho các thị trường nước ngoài. Mảng này ghi nhận tăng trưởng rất mạnh trong giai đoạn tài chính 2020-2025 với doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR 38% từ mức nền thấp, nhờ vị thế ngày càng tăng của Việt Nam như một điểm đến trong lĩnh vực gia công phần mềm toàn cầu. Tỷ trọng doanh thu và LNTT của mảng này đã tăng từ 8% và 5% trong NDTC 2020-2021 lên lần lượt 16% và 28% trong NDTC 2024-2025.
- **Mảng giáo dục & nghiên cứu** cung cấp đào tạo đại học chuyên ngành CNTT và đóng vai trò trung tâm nghiên cứu của CMG. Dù hiện chưa đóng góp đáng kể vào lợi nhuận, mảng này giữ vai trò cung ứng nhân lực cho các hoạt động CNTT và hạ tầng số của tập đoàn. CMG bắt đầu triển khai mô hình này từ NDTC 2022-2023, với khóa sinh viên đầu tiên khoảng 300 người dự kiến tốt nghiệp vào NDTC 2025-2026, tương đương 36% lực lượng lao động của mảng công nghệ & giải pháp trong NDTC 2024-2025 hoặc 12% của mảng kinh doanh quốc tế.
- Các mảng khác bao gồm các bút toán bù trừ nội bộ giữa các mảng chính, trích lập dự phòng và lỗ từ các khoản đầu tư vào các công ty khởi nghiệp, cũng như các khoản đầu tư vào dự án BĐS như tòa nhà văn phòng hoặc khu tổ hợp nghiên cứu, đổi mới sáng tạo của CMG.

Biểu đồ 8: Doanh thu (tỷ đồng), CMG

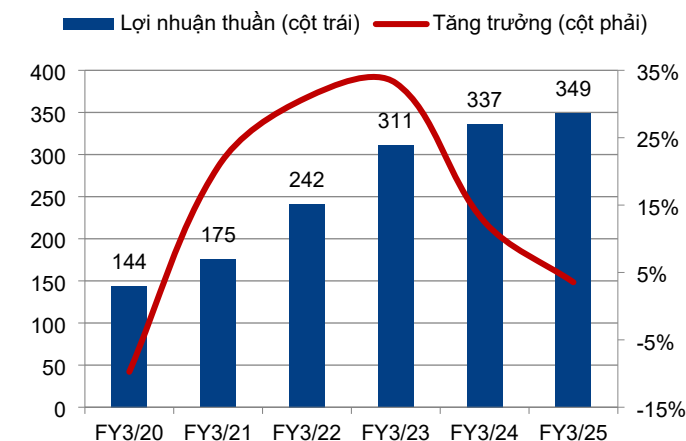
CAGR giai đoạn NDTC 2022-2025 là 11%



Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 9: Lợi nhuận thuần (tỷ đồng), CMG

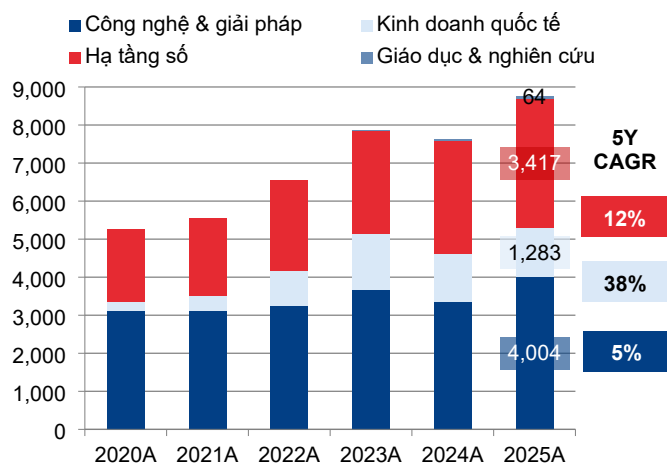
CAGR giai đoạn NDTC 2022-2025 là 19%



Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 10: Doanh thu theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), CMG

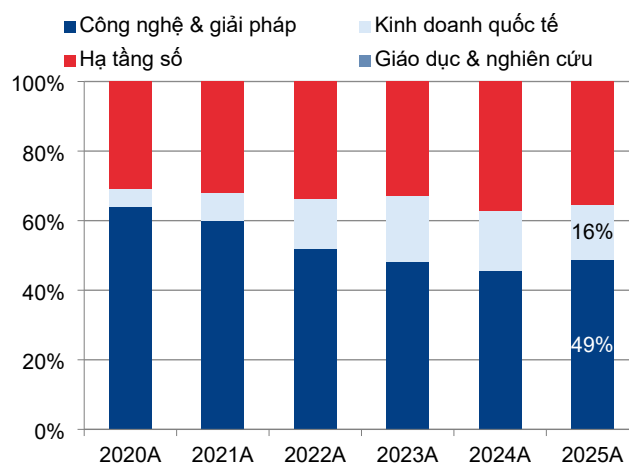
Mảng công nghệ & giải pháp đóng góp nhiều nhất...



Ghi chú: * Loại trừ các khoản bù trừ nội bộ, điều chỉnh.
Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 11: Doanh thu theo mảng kinh doanh (tỷ trọng), CMG

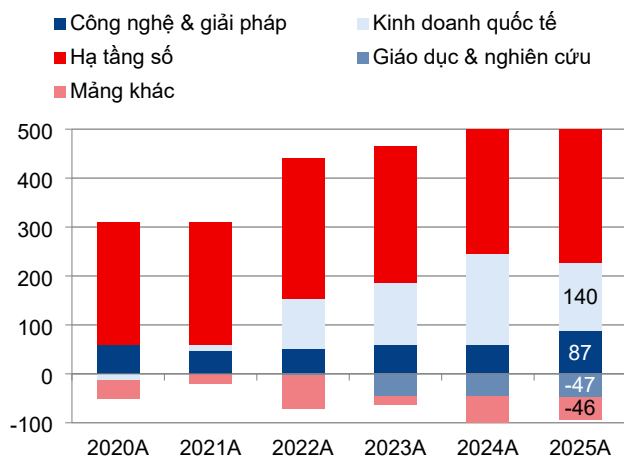
... nhưng quy mô đang giảm dần, trong khi tỷ trọng mảng kinh doanh quốc tế và hạ tầng số đang mở rộng



Ghi chú: * Loại trừ các khoản bù trừ nội bộ, điều chỉnh.
Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 12: LNTT theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), CMG

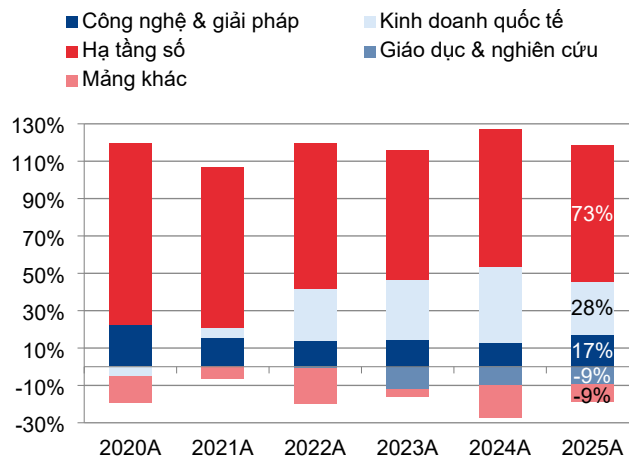
Hạ tầng số duy trì là động lực thúc đẩy tăng trưởng chính của CMG



Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 13: LNTT theo mảng kinh doanh (tỷ trọng), CMG

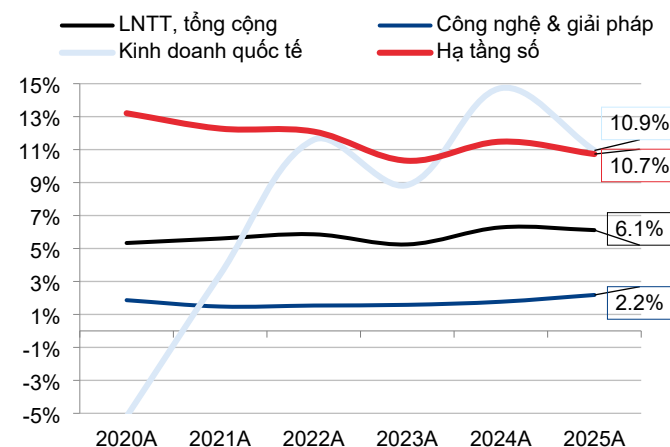
Kinh doanh quốc tế mở rộng đáng kể trong 5 năm trở lại đây



Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 14: Tỷ suất LNTT theo mảng kinh doanh, CMG

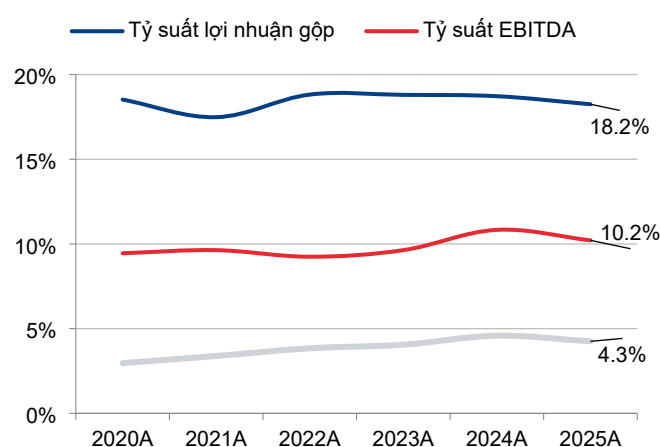
Kinh doanh quốc tế có tỷ suất LNTT cao nhất ở mức 10,9%



Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 15: Tỷ suất lợi nhuận, CMG

Tỷ suất EBITDA cải thiện, nhờ trung tâm dữ liệu mới đi vào hoạt động



Nguồn: CMG, HSC

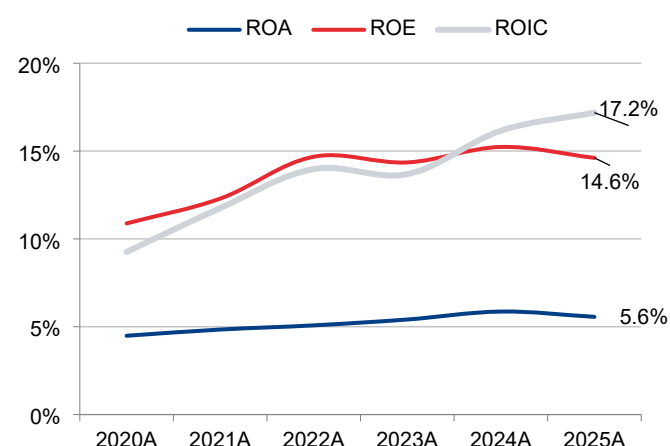
ROE duy trì tích cực dù chi tiêu vốn mạnh

Với trọng tâm đặt vào hạ tầng số/viễn thông và dịch vụ CNTT, tăng trưởng của CMG được thúc đẩy bởi chiến lược chi tiêu vốn mạnh mẽ và liên tục nhằm mở rộng năng lực ở các mảng này. Cần lưu ý rằng tỷ lệ chi tiêu vốn trên doanh thu cao là đặc thù của các doanh nghiệp dịch vụ viễn thông, do cần phải thường xuyên đầu tư và bảo trì hạ tầng mạng và hệ thống công nghệ.

Trong giai đoạn tài chính 2020-2025, chi tiêu vốn của CMG duy trì trong khoảng 5,3% đến 12,3% doanh thu thuần, mức khá cao so với các doanh nghiệp dịch vụ CNTT tại Ấn Độ (bình quân 2%) và so với FPT (bình quân 6%) trong 5 năm gần nhất. Bất chấp chu kỳ đầu tư lớn như vậy, CMG vẫn duy trì được ROE và ROA ổn định, cho thấy chiến lược phân bổ vốn hiệu quả và khả năng chuyển hóa khoản các đầu tư lớn ban đầu thành tăng trưởng lợi nhuận bền vững.

Biểu đồ 16: ROE, ROA và ROIC (%), CMG

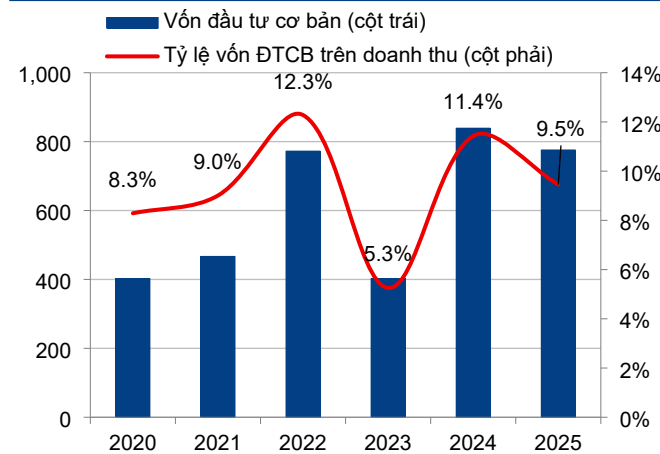
ROE đạt 15% trong NĐTC 2025



Nguồn: CMG, HSC

Biểu đồ 17: Vốn đầu tư cơ bản (tỷ đồng) và tỷ lệ trên doanh thu, CMG

Tỷ lệ vốn đầu tư cơ bản trên doanh thu giảm xuống mức 9,5% trong NĐTC 2025



Nguồn: CMG, HSC

Phân tích chi tiết các mảng kinh doanh của CMG

Mảng hạ tầng số của CMG tiếp tục hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi số tăng tốc tại Việt Nam, được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng đối với AI và fintech. HSC duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn, nhờ xu hướng ứng dụng AI và phát triển fintech trong cả khu vực công lẫn khu vực tư nhân. Song song đó, mảng dịch vụ công nghệ đang ghi nhận động lực tăng trưởng tích cực nhờ chiến lược mở rộng toàn cầu của CMG và tỷ suất lợi nhuận tăng lên nhờ tỷ trọng ngày càng tăng của các dự án chuyển đổi số tại cả thị trường trong nước và nước ngoài.

Mảng hạ tầng số: Khả năng cao tiếp tục là động lực lợi nhuận chính

Với đóng góp bình quân 39% doanh thu và 80% LNTT trong giai đoạn tài chính 2020-2025, mảng hạ tầng số tiếp tục là động lực lợi nhuận chủ chốt của CMG. Mảng này tạo doanh thu từ hai phân khúc chính: (i) dịch vụ viễn thông: truyền dẫn internet và kênh thuê riêng; và (ii) dịch vụ trung tâm dữ liệu & điện toán đám mây, vốn là động lực tăng trưởng chính. Khối khách hàng ngân hàng, dịch vụ tài chính và bảo hiểm đóng góp 20% doanh thu của mảng này, trong khi các doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm 40%. Các khách hàng còn lại bao gồm doanh nghiệp về ô tô, logistic, sản xuất, y tế và truyền thông.

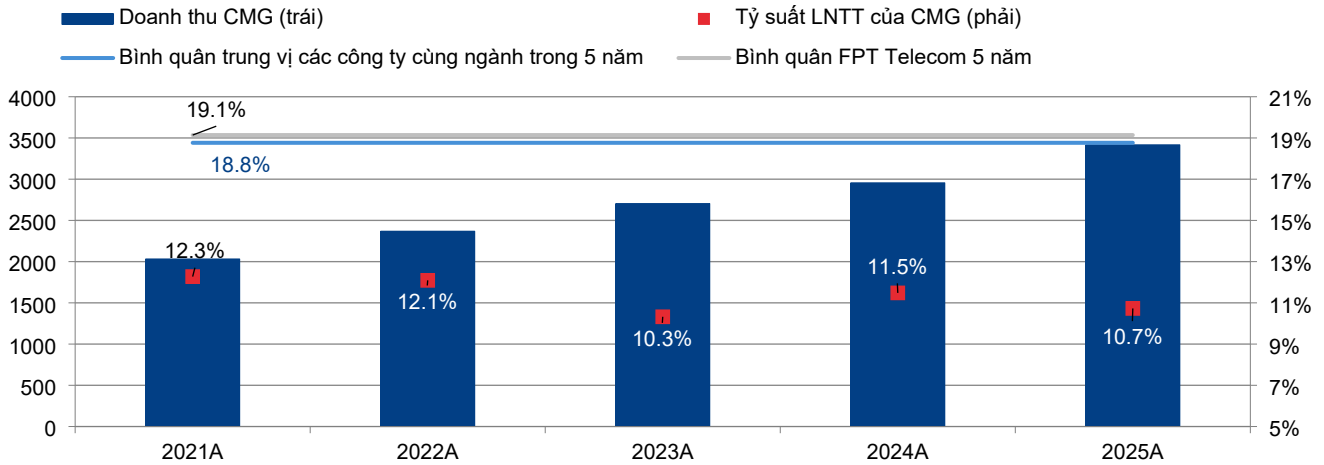
CMC Telecom (CMG sở hữu 55% cổ phần) vận hành phần lớn dịch vụ của mảng này. Chi tiết như sau:

- Dịch vụ viễn thông vẫn là phân khúc cốt lõi truyền thống, cung cấp kênh thuê riêng cho khách hàng doanh nghiệp. Theo ước tính của HSC, doanh thu mảng này đạt 2.252 tỷ đồng trong NĐTC 2024-2025, đóng góp khoảng 65% doanh thu hạ tầng số nhưng chỉ tăng trưởng chỉ ở mức một chữ số trung bình, phản ánh đặc thù thị trường đã bão hòa. Mảng băng thông rộng cố định hiện do các nhà mạng lớn chi phối gồm Viettel (49% thị phần), VNPT (35%) – cả hai đều là doanh nghiệp tư nhân/chưa niêm yết – và FPT (15%). Dựa trên ước tính của chúng tôi, CMG nắm giữ khoảng 2% thị phần trong phân khúc này.

Đối với phân khúc trung tâm dữ liệu & điện toán đám mây, doanh thu ước tính đạt 1.165 tỷ đồng, tương đương khoảng 35% doanh thu hạ tầng số của CMG trong NĐTC 2024-2025, được thúc đẩy bởi nhu cầu mạnh mẽ từ khối ngân hàng, dịch vụ tài chính & bảo hiểm, và khối doanh nghiệp vừa và nhỏ. Theo CMG, hạ tầng số của công ty hiện đáp ứng khoảng 65% nhu cầu trung tâm dữ liệu của ngành ngân hàng tại Việt Nam. Theo ước tính của chúng tôi, phân khúc này tăng trưởng 48% trong NĐTC 2024-2025, và CMG đặt mục tiêu nâng tỷ trọng đóng góp của phân khúc này lên 60% vào NĐTC 2027-2028. Tỷ suất LNTT của phân khúc trung tâm dữ liệu hiện vào khoảng 30–35%.

Biểu đồ 18: Doanh thu (tỷ đồng) và tỷ suất LNTT của CMG so với trung vị các công ty cùng ngành

Lợi nhuận giảm trong NĐTC 2023 chủ yếu do chi phí khấu hao của trung tâm dữ liệu CMC Tân Thuận được đưa vào vận hành trong năm

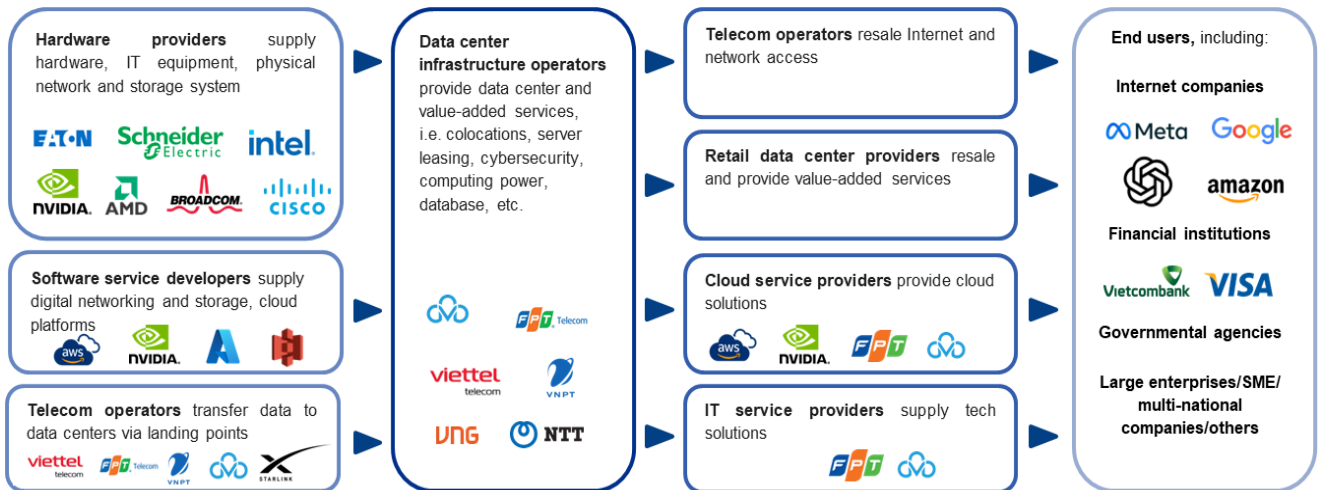


*Ghi chú: Các công ty cùng ngành bao gồm FPT Telecom (UPCoM - FOX; không thuộc danh sách khuyến nghị) và Asian telecom/data center operators (Chi tiết Biểu đồ 4/55).

Nguồn: Bloomberg, CMG, HSC

Biểu đồ 19: Chuỗi giá trị của trung tâm dữ liệu và điện toán đám mây và ví dụ về các doanh nghiệp chủ chốt

Chuỗi giá trị trung tâm dữ liệu và điện toán đám mây cung cấp cơ sở hạ tầng cần thiết cho các giải pháp công nghệ



Nguồn: Dgtl Infra, HSC

Phân khúc trung tâm dữ liệu & điện toán đám mây chủ yếu cung cấp không gian hạ tầng vật lý và các dịch vụ liên quan như an ninh mạng cho khách thuê. Khách hàng điển hình gồm doanh nghiệp ở mọi quy mô, tổ chức tài chính và cơ quan Chính phủ. Những yếu tố then chốt tạo nên sức hấp dẫn của một trung tâm dữ liệu gồm: hệ sinh thái công nghệ hoàn chỉnh, nguồn điện ổn định và đủ công suất, hạ tầng kết nối cáp quang mạnh mẽ và rủi ro thiên tai thấp. Các nhà vận hành thường thu phí dựa trên mức tiêu thụ điện của khách thuê. Mô hình kinh doanh này có hợp đồng thuê dài hạn và dòng tiền ổn định, do chi phí chuyển đổi cao khiến khách thuê khó rời đi khi hạ tầng đã được thiết lập. Chuỗi giá trị của mảng này được minh họa tại Biểu đồ 19.

Doanh nghiệp hàng đầu trong thị trường trung tâm dữ liệu & điện toán đám mây tăng trưởng nhanh tại Việt Nam

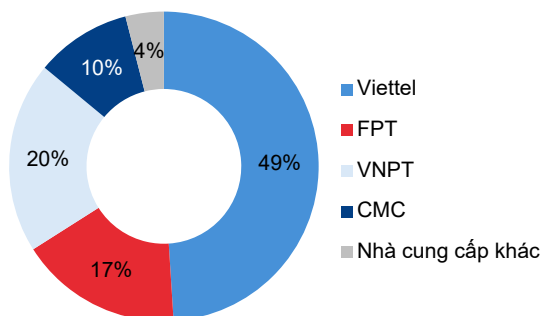
Theo Statista, trong năm 2024, quy mô thị trường trung tâm dữ liệu tại Việt Nam đạt 774 triệu USD. Trong tổng số 32 trung tâm dữ liệu hiện hữu, phần lớn thuộc mô hình cho thuê chỗ đặt máy chủ với quy mô vừa và nhỏ. Tính theo công suất tiêu thụ của thiết bị CNTT, Việt Nam hiện có tổng công suất khoảng 143 MW cam kết đưa vào

hoạt động đến năm 2028. Thị trường này mang tính tập trung cao độ với FPT, Viettel, VNPT và CMG chiếm gần 97% giá trị thị trường (theo Hiệp hội Internet Việt Nam – VIA). Các doanh nghiệp này cũng vận hành hệ sinh thái công nghệ toàn diện và kiểm soát hạ tầng cáp quang, di động và đường trục quốc gia, tạo lợi thế về quy mô tài sản và năng lực kỹ thuật để vận hành các trung tâm dữ liệu quy mô lớn, ổn định và đáng tin cậy.

CMG hiện đang vận hành ba trung tâm dữ liệu – hai tại TP. HCM và một tại Hà Nội – với tổng công suất 11 MW, tương đương khoảng 10% thị phần trung tâm dữ liệu tại Việt Nam. Các nhà vận hành trung tâm dữ liệu thường cung cấp dịch vụ hạ tầng đám mây (IaaS), bao gồm máy chủ, lưu trữ, dịch vụ kết nối mạng và tường lửa.

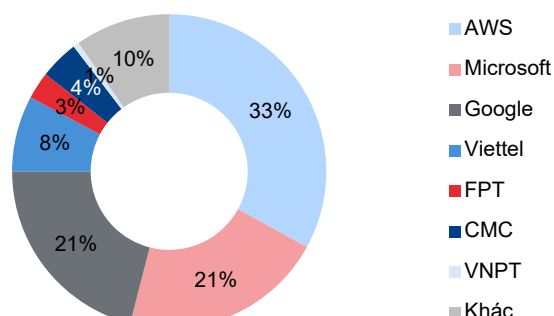
Đối với dịch vụ điện toán đám mây, các doanh nghiệp Việt Nam hiện chỉ chiếm khoảng 20% thị phần thị trường điện toán đám mây trong nước. Các nhà cung cấp nội địa chủ chốt gồm FPT, Viettel, VNPT, CMG, VNG Corp (VNZ; chưa khuyến nghị) và VCCorp (tư nhân/chưa niêm yết); 80% thị phần còn lại thuộc về các nhà cung cấp nước ngoài. CMG hiện nắm khoảng 4% thị phần dịch vụ đám mây. Các nhà cung cấp nước ngoài, bên cạnh vai trò đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong mảng điện toán đám mây, cũng đồng thời là khách hàng/đối tác quan trọng của các doanh nghiệp vận hành trung tâm dữ liệu trong nước.

Biểu đồ 20: Thị phần trung tâm dữ liệu, theo giá trị
CMC nắm khoảng 10% thị phần vận hành trung tâm dữ liệu



Nguồn: VIA, HSC

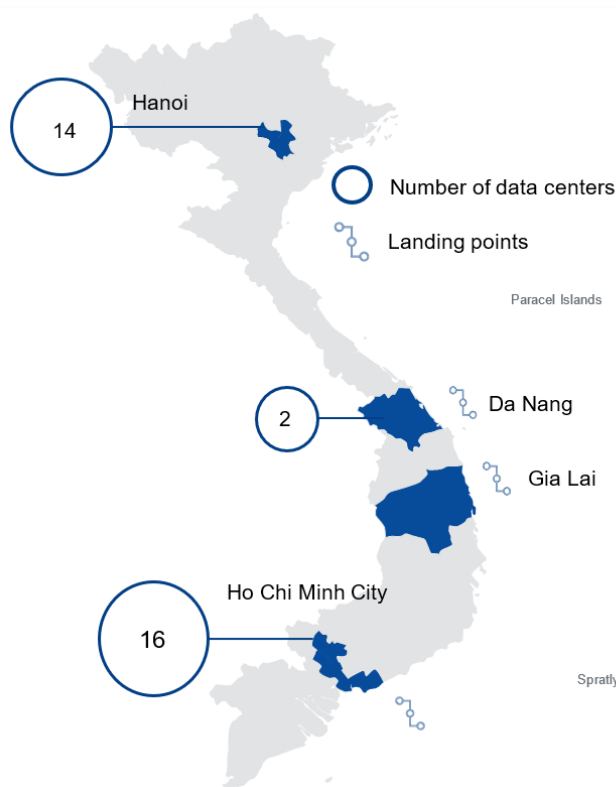
Biểu đồ 21: Thị phần dịch vụ điện toán đám mây, theo giá trị
CMC nắm 4% thị phần dịch vụ điện toán đám mây



Nguồn: VIA, HSC

Biểu đồ 22: Số lượng trung tâm dữ liệu, Việt Nam

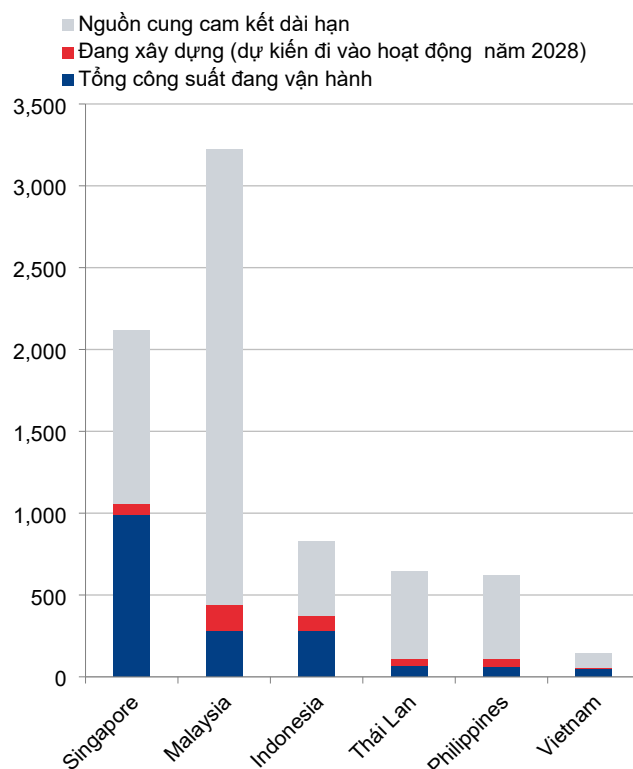
Các trung tâm dữ liệu tập trung ở các thành phố lớn cấp 1



Nguồn: Trung tâm dữ liệu map, HSC

Biểu đồ 23: Công suất TT dữ liệu (MW) tại ASEAN, 2024

Ngành TT dữ liệu của Việt Nam vẫn còn non trẻ so với các đối thủ trong khu vực



Nguồn: Deloitte, HSC

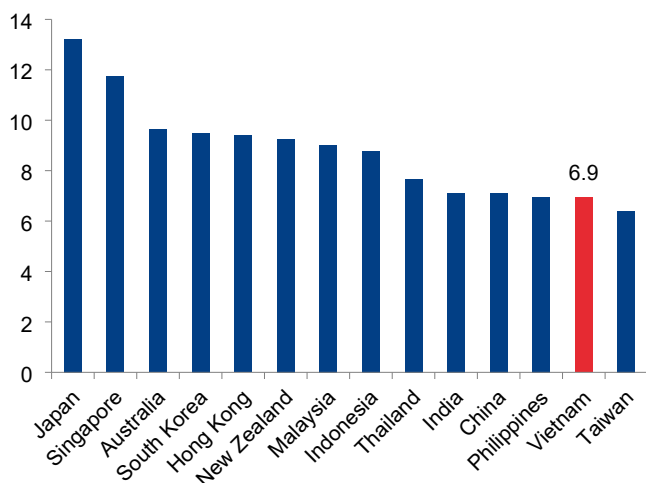
Chính sách hỗ trợ phát triển hạ tầng số đang được củng cố

So với nhiều quốc gia khác trong khu vực ASEAN, thị trường trung tâm dữ liệu của Việt Nam vẫn còn ở giai đoạn đầu, cho thấy dư địa tăng trưởng lớn cho các doanh nghiệp hiện hữu (Biểu đồ 23). Việt Nam cũng có lợi thế rõ rệt về chi phí đất đai, chi phí xây dựng và chi phí điện (Biểu đồ 24-25). Tuy nhiên, cho đến gần đây, việc thiếu các ưu đãi và hỗ trợ cụ thể từ Chính phủ cho các dự án trung tâm dữ liệu, cùng với hạn chế về nguồn cung điện sạch và ổn định, đã khiến quy mô đầu tư chưa đạt đến tiềm năng (Bảng 26).

Trong thời gian tới, nhiều yếu tố đang hội tụ nhằm đẩy nhanh quá trình phát triển hạ tầng số. Chính phủ đặt mục tiêu đầy tham vọng là nâng tỷ trọng kinh tế số lên 30% GDP vào năm 2030 và 50% vào năm 2045; đồng thời triển khai khung chính sách nhằm đưa ngành công nghệ trở thành một trụ cột tăng trưởng quan trọng của nền kinh tế.

Biểu đồ 24: Chi phí xây dựng trung tâm dữ liệu theo quốc gia tính đến cuối năm 2024 (triệu USD/MW)

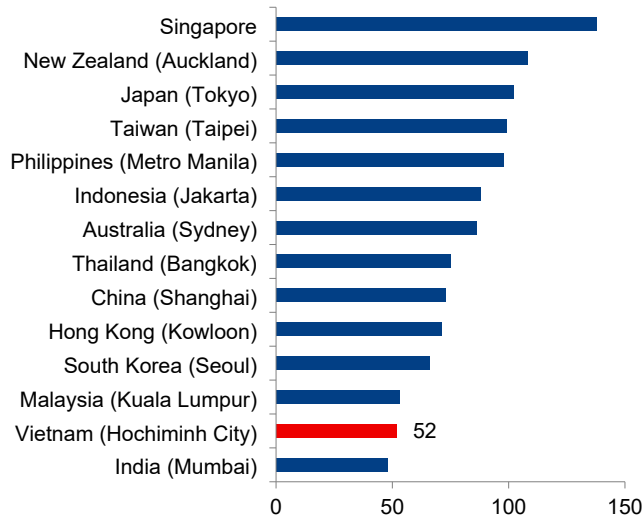
Việt Nam có lợi thế về chi phí xây dựng ở mức thấp ...



Nguồn: Statista, HSC

Biểu đồ 25: Chi phí điện hàng tháng của trung tâm dữ liệu theo thị trường trong năm 2025 2024 (USD/kWh)

... cũng như chi phí năng lượng so với các nước trong khu vực



Nguồn: Statista, HSC

Biểu đồ 26: Chính sách hỗ trợ và khung ưu đãi của chính phủ đối với phát triển trung tâm dữ liệu/hạ tầng số tại các nước ASEAN

Việt Nam hiện vẫn chưa có các chính sách ưu đãi/hỗ trợ cụ thể dành cho nhà đầu tư trung tâm dữ liệu, so với các quốc gia khác trong khu vực

Quốc gia	Các chính sách ưu đãi dành cho mảng trung tâm dữ liệu/hạ tầng số
Malaysia	+ Các doanh nghiệp được phân loại là nhà cung cấp hạ tầng số, như trung tâm dữ liệu và hệ thống cáp ngầm biển, có thể được miễn thuế đầu tư lên tới 100% trên chi phí đầu tư, được khấu trừ tối đa 100% thu nhập chịu thuế trong thời hạn lên đến 10 năm + Miễn thuế khấu trừ tại nguồn đối với cổ tức + Thủ tục thuận lợi hơn cho việc chuyển lợi nhuận ra nước ngoài
Indonesia	+ Hoàn thuế TNDN lên tới 50% và miễn thuế lên tới 10 năm cho các khoản đầu tư vào hoạt động lưu trữ và xử lý dữ liệu + Nới lỏng quy định sở hữu nước ngoài; cho phép nhà đầu tư nước ngoài sở hữu đất đối với dự án trung tâm dữ liệu
Thái Lan	+ Dịch vụ lưu trữ dữ liệu (tức trung tâm dữ liệu) được hưởng ưu đãi miễn thuế trong 8 năm + Miễn thuế GTGT và thuế nhập khẩu đối với máy móc đầu tư cho các dự án đủ điều kiện + Nới lỏng quy định sở hữu đất cho nhà đầu tư nước ngoài tham gia các dự án trung tâm dữ liệu
Singapore	+ Lộ trình Singapore Green Data Center Roadmap cung cấp các gói hỗ trợ để nâng cấp hệ thống CNTT và M&E, công nghệ làm mát bằng chất lỏng, giải pháp quản lý năng lượng cho AI, phần cứng thân thiện môi trường... nhằm bổ sung thêm 300MW công suất trung tâm dữ liệu trong ngắn hạn mà không cần thêm đất hoặc nguồn điện mới + Hỗ trợ hoạt động nghiên cứu & phát triển (R&D) lên tới 70% chi phí dự án đủ điều kiện + Ưu đãi thuế + đồng tài trợ lên tới 50% + Giảm khoảng 30% chi phí vận hành cho các nhà khai thác trung tâm dữ liệu xanh
Viet Nam	+ Doanh nghiệp có dự án công nghệ cao hoặc hoạt động trong khu kinh tế/khu công nghệ cao được hưởng: thuế TNDN 10% trong 15 năm cho dự án mới; miễn thuế 4 năm kể từ năm đầu có lãi và áp dụng thuế suất 10% trong 9 năm tiếp theo; thuế GTGT 5%; miễn thuế nhập khẩu đối với máy móc, thiết bị và hàng hóa phục vụ dự án; miễn/giảm tiền thuê đất và mặt bằng + Giảm 50% thuế TNCN cho lao động công nghệ cao

Nguồn: Bloomberg, HSC

Các quy định mới về hợp tác công-tư trong khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số đã giúp xây dựng nên cơ chế hợp tác công tư (PPP) được Nhà nước hỗ trợ nhằm thu hút vốn tư nhân vào các dự án trung tâm dữ liệu, an ninh mạng và bảo vệ dữ liệu. Song song đó, các cải cách trong ngành điện cùng nhu cầu ngày càng tăng từ AI, điện toán đám mây và các ứng dụng 5G/IoT được kỳ vọng sẽ thu hút cả doanh nghiệp trong nước lẫn các nhà cung cấp dịch vụ điện toán đám mây quy mô siêu lớn trên thế giới (ví dụ, Google, AWS, Microsoft), tạo tiền đề cho việc mở rộng nhanh chóng năng lực trung tâm dữ liệu của Việt Nam trong thập kỷ tới (Bảng 27).

Bảng 27: Các quy định trọng yếu thúc đẩy phát triển hạ tầng số tại Việt Nam

Việc phát triển hạ tầng phục vụ ngành công nghệ sẽ là trọng tâm trong các năm tới

Văn bản	Ngày hiệu lực	Nội dung tóm tắt
Nghị quyết 57-NQ/TW của Bộ Chính trị	24/12/2024	Đơn giản hóa quy định, khuyến khích thử nghiệm, thu hút nhân lực chất lượng cao, xây dựng hạ tầng số, bảo đảm chủ quyền dữ liệu và an ninh mạng, đồng thời tăng cường hợp tác giữa Nhà nước với khối nghiên cứu và khu vực tư nhân.
Nghị quyết 68-NQ/TW của Bộ Chính trị	4/5/2025	Kêu gọi cải cách thể chế thị trường, chính sách tài chính, đất đai và phát triển nguồn nhân lực nhằm thúc đẩy đổi mới sản tạo, nâng cao năng suất của khu vực doanh nghiệp tư nhân và hỗ trợ hội nhập sâu vào chuỗi giá trị toàn cầu.
Quyết định 1131/QĐ-TTg	12/6/2025	Danh mục công nghệ “mũi nhọn” của Chính phủ gồm: AI, mô phỏng số, mô hình ngôn ngữ lớn tiếng Việt, công nghệ thực tế ảo/thực tế ảo tăng cường, và các ứng dụng AI theo từng ngành
Nghị định 180/2025/NĐ-CP	1/10/2025	Cơ chế hợp tác công-tư trong khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số. Cung cấp ưu đãi thuế, ưu đãi về đất đai và cơ chế chia sẻ rủi ro doanh thu để thu hút vốn tư nhân; đồng thời yêu cầu quy định rõ ràng về quyền sở hữu trí tuệ, quyền sở hữu dữ liệu và cơ chế chia sẻ lợi nhuận trong hợp đồng
Luật số 71/2025/QH15	1/1/2026	Luật Công nghiệp công nghệ số: Thiết lập khuôn khổ pháp lý cho ngành công nghệ số (bao gồm AI, bán dẫn và tài sản số), thúc đẩy phát triển ngành, và quy định nghĩa vụ xây dựng cơ sở dữ liệu & yêu cầu báo cáo đối với các chủ thể tham gia trong ngành
Luật số 91/2025/QH15	1/1/2026	Luật Bảo vệ dữ liệu cá nhân: quy định toàn diện về bảo vệ dữ liệu cá nhân, yêu cầu thông báo và báo cáo sự cố rò rỉ dữ liệu trong vòng 72 giờ, các tiêu chuẩn và yêu cầu kỹ thuật về bảo vệ dữ liệu, cũng như quyền của chủ thể dữ liệu và trách nhiệm của đơn vị quản lý/xử lý dữ liệu.
Luật An ninh mạng mới	1/1/2026	Cơ quan quản lý đang hợp nhất các quy định hiện hành về an ninh mạng thành một bộ luật an ninh mạng cập nhật với phạm vi quản lý mở rộng và tăng cường vai trò giám sát của Bộ Công an.

Nguồn: Bloomberg, HSC

Hai câu chuyện song hành: hạ tầng AI chủ quyền và hạ tầng fintech

HSC đã phân tích nhu cầu hạ tầng số của một số doanh nghiệp quốc tế niêm yết hoạt động trong lĩnh vực AI và fintech (Bảng 28). Kết quả cho thấy các doanh nghiệp này đã chi bình quân 8-40% doanh thu cho hạ tầng công nghệ trong giai đoạn 2022–2024, cho thấy dư địa tăng trưởng doanh thu rộng mở cho các nhà cung cấp trung tâm dữ liệu tại Việt Nam khi các xu hướng này bùng nổ. Cụ thể:

- AI chủ quyền:** Chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn đầu của làn sóng ứng dụng AI, Chính phủ sẽ là khách hàng/đối tác chủ chốt về hạ tầng AI, trong bối cảnh xu hướng phát triển AI chủ quyền đang gia tăng tại nhiều quốc gia trong khu vực. Theo Trung tâm Đổi mới sáng tạo Quốc gia, quy mô thị trường AI của Việt Nam đạt 750 triệu USD trong năm 2024 và được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 28% trong 5 năm tới.

Bảng 28: Chi tiêu cho hạ tầng CNTT của một số công ty fintech và AI hàng đầu trên thế giới

Chi tiêu cơ sở hạ tầng CNTT tăng mạnh trên toàn cầu cho thấy khả năng phát triển nhằm gia tăng doanh thu cho các nhà cung cấp trung tâm dữ liệu tại Việt Nam khi các xu hướng này bắt đầu phát triển

Công ty	Ngành kinh doanh chính	Doanh thu năm 2024 (triệu USD)	Chi phí CNTT bình quân trên doanh thu 2022-2024	Loại chi phí CNTT	Đối tác/nhà cung cấp hạ tầng dạng dịch vụ
Coinbase	Fintech	6,564	7.9%	Trung tâm dữ liệu cho cơ sở hạ tầng, phát triển hợp đồng thông minh, chức năng website và truy cập, cơ sở dữ liệu và điện toán đám mây	Điện toán đám mây: Google Cloud Hạ tầng giao dịch: Transaction Network Services (TNS) Trung tâm dữ liệu: Equinix
Robinhood Markets	Fintech	2,951	11.3%	- Dịch vụ đám mây, internet, dịch vụ thanh toán, trung tâm dữ liệu - Hệ thống thanh toán bù trừ, triển khai SaaS	- Cloud: AWS - Trung tâm dữ liệu: Equinix
Palantir Technologies	Phần mềm AI cho doanh nghiệp	2,866	20.2%	- Dịch vụ lưu trữ đám mây - Các chi phí liên quan đến CNTT khác	- Giải pháp công nghệ: Databrick - AI & phân tích: BigBear.ai - Nền tảng đám mây & AI: Microsoft
Snowflake	Đám mây GPU cho AI	3,626	38.8%	- Cơ sở hạ tầng đám mây - Đối tác bên thứ ba và SaaS liên quan	Hạ tầng đám mây: AWS, Microsoft Azure, Google Cloud, Cloudera
C3.ai	Phần mềm AI cho doanh nghiệp	389	58.0%	- Cơ sở hạ tầng đám mây - Tích hợp hệ thống của bên thứ ba - Các chi phí liên quan đến CNTT khác	- Hạ tầng đám mây: AWS, Microsoft Azure, Google Cloud - Hệ thống: Informatica (EI Corte Inglés), Reply Data, Intelia, Fractal, ORTEC
CoreWeave	Đám mây GPU cho AI	1,213	40.5%	- Trung tâm dữ liệu - Cơ sở hạ tầng như máy chủ - Chi phí liên quan đến đăng ký phần mềm	- Trung tâm dữ liệu: Flexential, Core Scientific, Applied Digital, Galaxy Digital Holdings Ltd, Merlin Properties - Khối lượng công việc AI và điều phối GPU: Run.ai - Bảo mật đám mây: CrowdStrike

Nguồn: Companies' 10-K filings, HSC

Trong một buổi tọa đàm gần đây giữa Phó Thủ tướng Nguyễn Chí Dũng và Nvidia do Bộ Tài chính chủ trì, Chính phủ cho biết đang tập trung vào các ưu tiên chính gồm: (i) xây dựng trung tâm dữ liệu quốc gia và các cụm điện toán hiệu năng cao (HPC), (ii) phát triển bộ dữ liệu tiếng Việt, (iii) đào tạo vào phát triển nhân lực AI, (iv) xây dựng hệ sinh thái startup AI, và (v) hoàn thiện chính sách hỗ trợ nhằm thúc đẩy phát triển AI chủ quyền tại Việt Nam.

Các bộ xử lý đồ họa hiệu năng cao (GPU) và trung tâm dữ liệu quy mô siêu lớn sẽ là trọng tâm then chốt đối với hạ tầng tối ưu cho AI trong trung hạn. Ví dụ, tập đoàn viễn thông Singtel của Singapore đang triển khai mô hình “cho thuê dịch vụ GPU” sử dụng các dòng chip GB200 và GB300 mới nhất của Nvidia để phục vụ các quỹ đầu tư quốc gia và cơ quan Chính phủ Singapore. Những GPU này yêu cầu công suất khoảng 200 kWh cho mỗi rack (khung tiêu chuẩn để lắp đặt thiết bị trong trung tâm dữ liệu), so với chỉ 8-10 kWh mỗi rack đối với máy chủ thông thường. Những GPU như vậy cần hệ thống làm mát bằng chất lỏng và hệ điều hành/hệ thống vận hành cực kỳ mạnh mẽ. Trong tình huống khẩn cấp (ví dụ: hệ thống làm mát gặp sự cố), với một rack tiêu thụ 10 kWh thông thường, nhà vận hành trung tâm dữ liệu có khoảng 22 phút để xử lý trước khi thiết bị bị cháy hỏng; trong khi đó, với máy chủ AI 200 kWh, thời gian phản ứng chỉ còn khoảng hai phút.

- **Fintech:** Theo Statista, trong năm 2024, quy mô thị trường tài sản số tại Việt Nam đạt 2,5 tỷ USD. Gần đây, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 5/2025/NQ-CP vào tháng 9/2025, cho phép triển khai thí điểm hoạt động giao dịch tài sản số có quản lý trong thời hạn 5 năm. Theo chương trình thí điểm này, mọi giao dịch, phát hành và thanh toán bằng tài sản số phải thực hiện bằng VND, và chỉ các tổ chức tài chính Việt Nam mới được cấp phép và vận hành sản phẩm giao dịch tài sản số. Dự kiến sẽ có thêm cơ chế thử nghiệm có giám sát và luật chuyên ngành về fintech, qua

đó khuyến khích các tổ chức tài chính tại Việt Nam áp dụng công nghệ mới phục vụ giao dịch tài sản số, từ đó thúc đẩy nhu cầu đối với hạ tầng số.

Kế hoạch đầu tư chiến lược của CMG vào trung tâm dữ liệu giai đoạn 2026-2030

CMG dự kiến đưa vào vận hành ba trung tâm dữ liệu mới quy mô siêu lớn trong giai đoạn tài chính 2027-2030, gồm một dự án tại TP.HCM và hai dự án tại Hà Nội. Đồng thời, công ty cũng đang thiết kế một trung tâm dữ liệu tại Đà Nẵng. Trong số các dự án này, trung tâm dữ liệu CMC SHTP 2 đã được Khu Công nghệ cao TP.HCM (SHTP) phê duyệt địa điểm sử dụng đất. Dự án này có tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 250 triệu USD, trong đó CMG nắm 20% và Samsung SDS sở hữu 80%. HSC đang theo dõi thêm thông tin chi tiết về các dự án sắp tới này. Với định hướng tập trung vào các trung tâm dữ liệu quy mô siêu lớn trong dài hạn, chúng tôi tin rằng CMG có thể nắm bắt làn sóng công nghệ mới tại Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh Chính phủ đang có nhiều chính sách hỗ trợ mạnh mẽ.

Biểu đồ 29: Trung tâm dữ liệu tính đến cuối NĐTC 2025, CMG

Công ty hiện đang vận hành 3 trung tâm dữ liệu với tổng công suất thiết kế tối đa 11 MW

	Vị trí	Diện tích (m ²)	Công suất tối đa (MW)	Hiệu suất	Số rack	Chứng nhận
CMC Tower	Hanoi	5,500	4.6	70%	1,100	Uptime Tier III
CMC SHTP	HCMC	2,100	0.8	90%	500	Uptime Tier III
CMC Tân Thuận	HCMC	10,000	5.6	55%	1,200	Uptime Tier III

Nguồn: CMG, HSC

Bảng 30: Các dự án trung tâm dữ liệu dự kiến triển khai, CMG

CMG đã lên kế hoạch xây dựng 3 trung tâm dữ liệu mới trong giai đoạn 2028–2030, gồm 1 trung tâm tại TP.HCM và 2 trung tâm tại Hà Nội

Dự án	Thời gian đi vào HĐ	Tỷ lệ sở hữu của CMG	Tiến độ	Vị trí	Diện tích (m ²)	Công suất tối đa (MW)	Số rack	Chứng nhận
CMC SHTP 2 Giai đoạn 1	2028	20%	Đang xây dựng	HCMC	30,200	30	3,000	Uptime Tier III
CMC Tây Hồ Tây	2027	N/a	Đang xây dựng	Hanoi	11,000	10	N/a	Uptime Tier III
CMC Hoà Lạc	2030	N/a	Chờ cấp giấy phép	Hanoi	39,000	30	N/a	Uptime Tier III

Nguồn: CMG, HSC

Mảng kinh doanh quốc tế: Định hướng tăng trưởng quốc tế

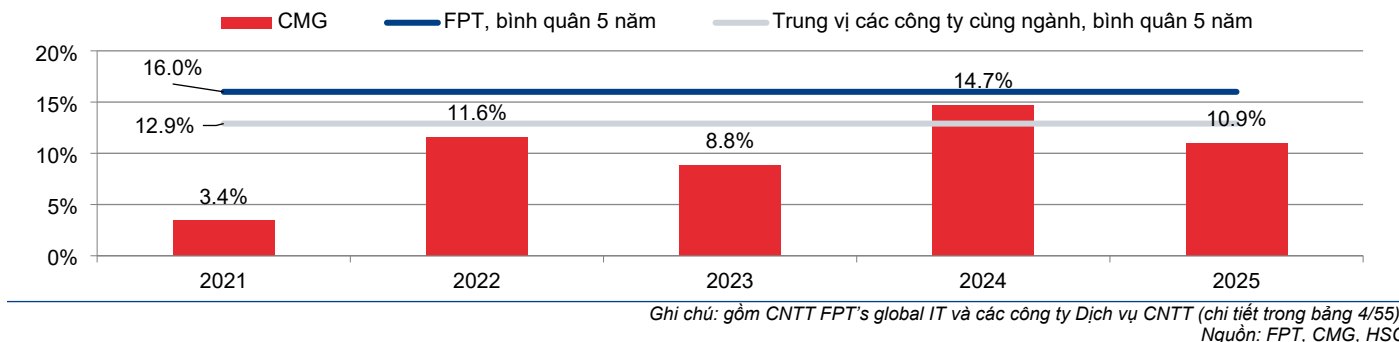
Mảng kinh doanh quốc tế của CMG cung cấp dịch vụ CNTT offshore (thuê ngoài xuyên biên giới) cho khách hàng quốc tế. Trong NĐTC 2024-2025, mảng này ghi nhận LNTT 140 tỷ đồng trên doanh thu thuần 1.283 tỷ đồng, tương đương 16% doanh thu toàn tập đoàn nhưng đóng góp tới 28% LNTT hợp nhất, thể hiện hiệu quả sinh lời vượt trội. BLĐ kỳ vọng mảng này sẽ đóng góp 40-50% tổng doanh thu trong 3–5 năm tới. Tuy nhiên, tỷ suất LNTT đã giảm xuống mức 10,9%, từ 14,7% trong NĐTC 2023-2024, do chi tiêu CNTT toàn cầu chậm lại và cạnh tranh gia tăng trong lĩnh vực dịch vụ offshore. So với doanh nghiệp dẫn đầu thị trường là FPT và các đối thủ trong khu vực (Biểu đồ 31), tỷ suất lợi nhuận thấp hơn của CMG phản ánh quy mô nhỏ hơn, tỷ trọng hợp đồng lớn còn hạn chế, và khả năng cao là Công ty vẫn đang trong giai đoạn đầu tư cho các công nghệ mới nổi như AI và dịch vụ điện toán đám mây.

Khu vực châu Á – Thái Bình Dương hiện là thị trường chính, đóng góp 22% doanh thu của mảng kinh doanh quốc tế, tiếp theo là châu Âu với 16%, Nhật Bản 15%, Hàn Quốc 8%, Mỹ 5%, và phần còn lại đến từ Samsung SDS trong nhóm “Khác” (Biểu đồ 32). Các thị trường này cũng là trọng tâm chiến lược của CMG hướng tới năm 2028.

Samsung SDS (thuộc nhóm “Khác”), ngoài việc là nhà đầu tư lớn nhất, còn là khách hàng lớn nhất của CMG, đóng góp khoảng 34% doanh thu của Công ty trong NĐTC 2024-2025. CMG đặt mục tiêu mở rộng hiện diện tại 35 quốc gia trên thị trường quốc tế, ưu tiên phục vụ khách hàng lớn và củng cố năng lực chuyên sâu trong lĩnh vực ô tô (khách hàng gồm Honda, Nissan) và dịch vụ tài chính.

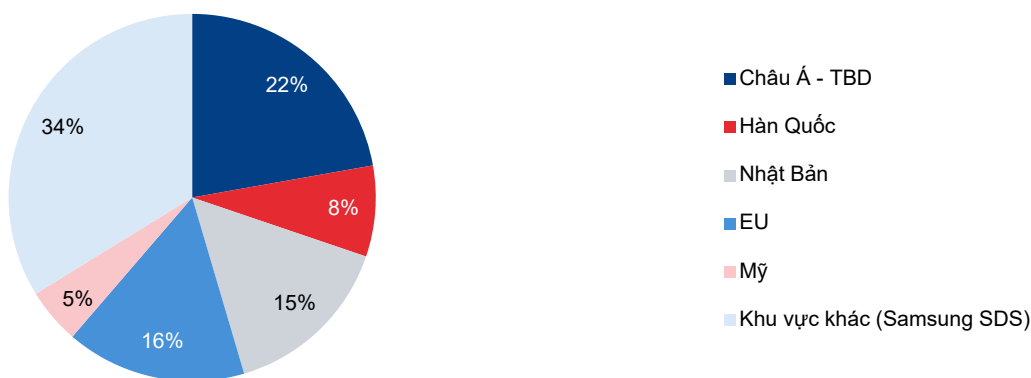
Biểu đồ 31: Tỷ suất LNTT, CMG và các công ty cùng ngành

Tỷ suất LNTT của CMG thấp hơn các DN cùng ngành, phản ánh quy mô Công ty nhỏ hơn và việc tiếp cận các hợp đồng giá trị lớn còn hạn chế.



Biểu đồ 32: Thị phần mảng kinh doanh quốc tế năm 2024, CMG

45% doanh thu đến từ khu vực Châu Á; doanh thu chủ yếu từ Samsung SDS



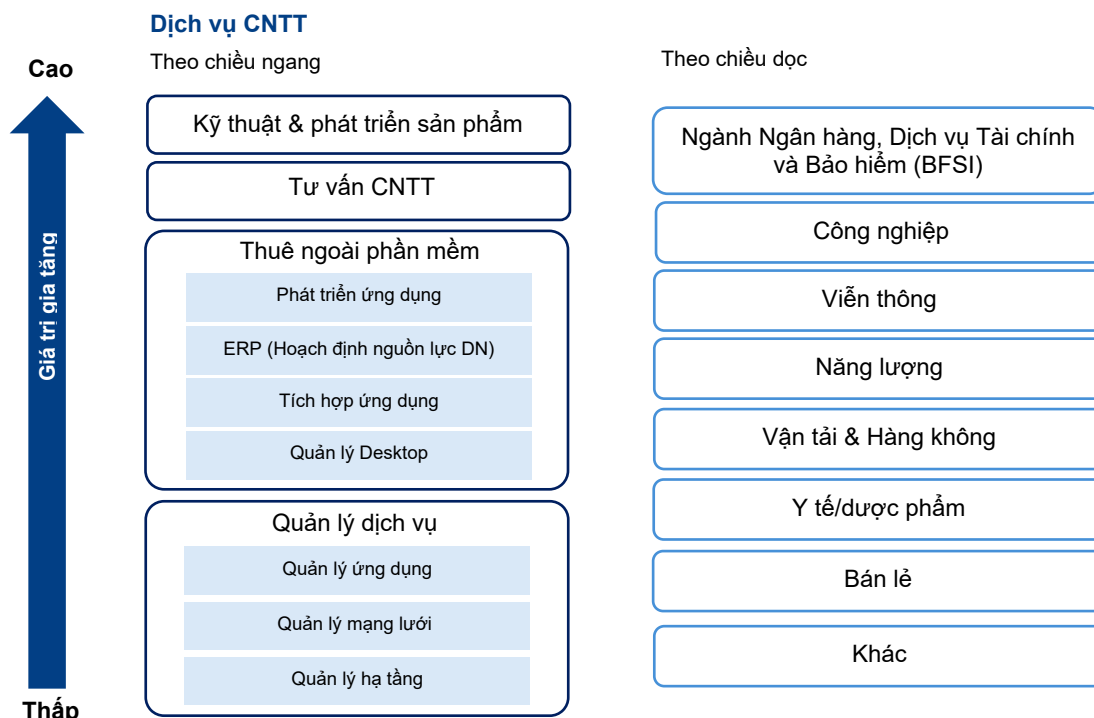
Nguồn: CMG, HSC

Ngoài ra, để thúc đẩy tăng trưởng mạnh trong một thị trường có tính phân mảnh cao và nâng cao năng lực một cách nhanh chóng, hoạt động M&A đã trở thành xu hướng phổ biến đối với các công ty dịch vụ CNTT toàn cầu. Gần đây, các thương vụ đáng chú ý nhất tập trung vào mảng dịch vụ kỹ thuật, nghiên cứu & phát triển (ERD), phản ánh nhu cầu ngày càng tăng đối với năng lực cung cấp dịch vụ CNTT giá trị cao. CMG cũng đang tìm kiếm các cơ hội M&A chọn lọc nhằm nâng cao năng lực tư vấn và các mảng dịch vụ khác của Công ty trong dài hạn.

Theo Bộ Khoa học và Công nghệ, tổng doanh thu ngành CNTT-TT Việt Nam đạt 158 tỷ USD trong năm 2024 (tăng 10% so với cùng kỳ); trong đó, các doanh nghiệp Việt Nam đóng góp khoảng 26 tỷ USD, tương đương 16% tổng quy mô ngành. Trong cơ cấu ngành, xuất khẩu dịch vụ CNTT và phần mềm đạt khoảng 7,1 tỷ USD (tương đương 5% tổng doanh thu toàn ngành CNTT-TT).

Biểu đồ 33: Chuỗi giá trị ngành dịch vụ CNTT

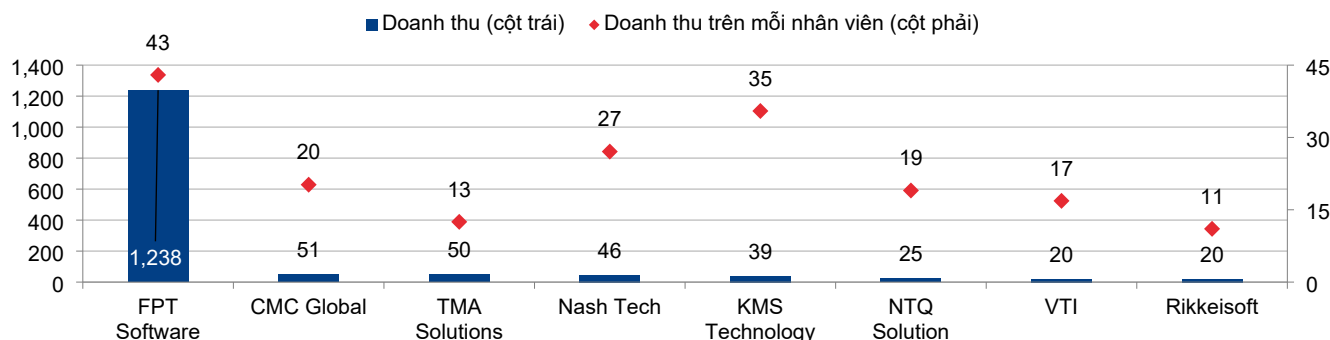
Các công ty Việt Nam đang nâng cao chuỗi giá trị để gia tăng lợi nhuận và mức độ tăng trưởng



Nguồn: Duke CGGC, RTI International, HSC

Biểu đồ 34: Doanh thu (triệu USD) và doanh thu trên mỗi nhân viên (nghìn USD/năm) trong năm 2024, các công ty Dịch vụ CNTT lớn tại Việt Nam

CMC Global là doanh nghiệp lớn thứ 2 về doanh thu và xếp thứ tư về năng suất lao động



Nguồn: VINASA, HSC

Theo dữ liệu tổng hợp của HSC từ VINASA, phân khúc dịch vụ CNTT đang tăng trưởng nhanh và có mức độ phân mảnh cao, với khoảng 11.876 doanh nghiệp tính đến cuối năm 2024. FPT – doanh nghiệp dịch vụ CNTT niêm yết lớn nhất tại Việt Nam – chiếm khoảng 17% giá trị thị trường xuất khẩu, trong khi doanh nghiệp lớn thứ hai là CMG chiếm khoảng 7%. Theo ước tính của chúng tôi (Biểu đồ 34), FPT Software, CMC Global, Nash Tech (Anh quốc) và KMS (Mỹ) ghi nhận doanh thu bình quân trên mỗi nhân sự CNTT cao nhất trong năm 2024.

Về quy mô nhân sự, tính đến cuối năm 2024, FPT Phần mềm là doanh nghiệp dẫn đầu với 28.814 nhân viên, tiếp theo là TMA Solutions (doanh nghiệp tư nhân, chưa niêm yết) với 4.000 nhân viên. CMG đứng thứ ba với 2.540 nhân viên. Phần còn lại của thị trường bao gồm các doanh nghiệp nhỏ hơn với quy mô dưới 2.000 nhân viên.

Về thị trường trọng điểm, các doanh nghiệp dịch vụ CNTT hàng đầu của Việt Nam chủ yếu tập trung vào Nhật Bản, khu vực châu Á – Thái Bình Dương, châu Âu và Mỹ (Bảng 35). Theo VINASA, Việt Nam đã trở thành đối tác thương mại lớn thứ hai của

Nhật Bản kể từ năm 2014. HSC cho rằng điều này xuất phát từ sự gần gũi về địa lý và văn hoá, tình trạng thiếu hụt lao động kéo dài tại Nhật Bản, cùng với quan hệ ngoại giao bền chặt giữa hai nước.

Bảng 35: Tổng số nhân viên tính đến năm 2024, các công ty dịch vụ CNTT lớn của Việt Nam

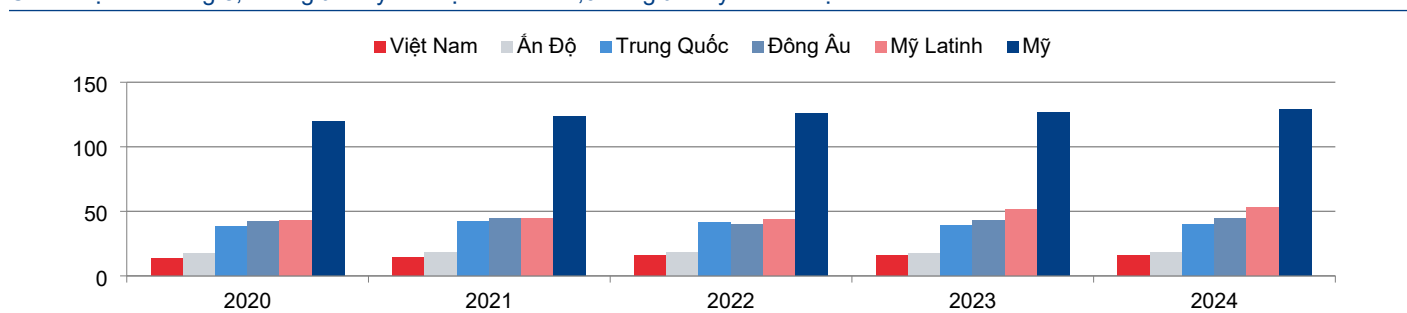
CMG có quy mô nhân sự lớn thứ ba trong số các công ty dịch vụ CNTT hàng đầu của Việt Nam

	Số nhân viên năm 2024	Khu vực khách hàng chính
FPT Software	28,814	Nhật Bản, Mỹ, EU, Châu Á -TDB
TMA Solutions	4,000	EU, Mỹ, Australia, Châu Á
CMC Global	2,540	Châu Á -TDB, Nhật Bản, EU, Hàn Quốc, Mỹ
Rikkei Soft	1,800	Mỹ, Nhật Bản, EU, APAC
Nash Tech	1,704	UK, EU, Mỹ, Australia, Nhật Bản, Việt Nam, Đông Nam Á
NTQ Solution	1,316	Nhật Bản, Korea, Hong Kong, APAC, EU, Mỹ
VTI	1,200	Nhật Bản, Korea, Singapore, Malaysia
KMS Technology	1,099	Mỹ

Nguồn: VINASA, HSC

Biểu đồ 36: Chi phí vận hành CNTT trên mỗi nhân viên toàn thời gian (nghìn USD/năm), theo khu vực

Chênh lệch khoảng 8,2 lần giữa Mỹ và Việt Nam và 7,0 lần giữa Mỹ và Ấn Độ



Nguồn: Everest, Statista, Việt Nam Works, Bloomberg, HSC

Khi AI có thể thay thế một phần nhân lực, lợi thế chi phí hiện tại có thể bị ảnh hưởng; do đó, việc dịch chuyển lên các phân khúc cao hơn trong chuỗi giá trị trở nên rất quan trọng để các nhà cung cấp dịch vụ CNTT duy trì năng lực cạnh tranh

Lợi thế chi phí lao động từ trước đến nay vẫn là yếu tố then chốt giúp Việt Nam vươn lên trở thành một trong những điểm đến gia công CNTT chính trên thị trường toàn cầu. Nhu cầu ngày càng tăng trong việc cắt giảm chi phí CNTT và tình trạng thiếu hụt lao động tại các thị trường phát triển đã thúc đẩy mô hình cung cấp dịch vụ offshore, là dịch vụ mang lại cấu trúc chi phí tiết kiệm hơn. Ví dụ, chi phí vận hành CNTT trên mỗi nhân viên giữa Mỹ và Việt Nam chênh lệch khoảng 8,2 lần, và giữa Mỹ và Ấn Độ chênh lệch khoảng 7 lần (Biểu đồ 36).

Bên cạnh chi phí lao động thấp, Việt Nam còn sở hữu lực lượng lao động trẻ (tuổi trung vị 34) và các lập trình viên Việt Nam được đánh giá cao về năng lực chuyên môn trên các nền tảng đánh giá kỹ năng toàn cầu như Skillvalue và HackerRank. So với các trung tâm dịch vụ CNTT khác trên thế giới, tỷ trọng đóng góp vào GDP và quy mô lực lượng lao động của ngành vẫn còn ở giai đoạn đầu, cho thấy dư địa tăng trưởng rất lớn (Biểu đồ 37–38).

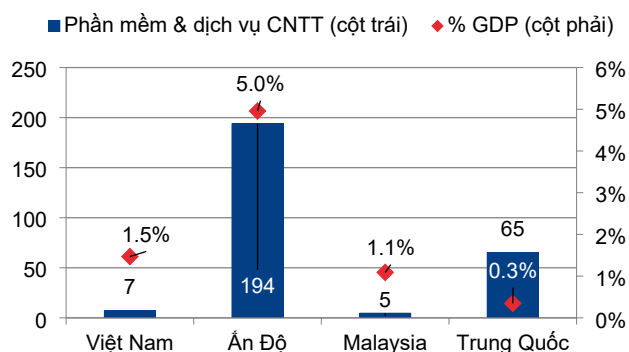
Gần đây, sự phổ biến rộng rãi của AI tạo sinh đang tái định hình ngành dịch vụ CNTT. Các công việc giá trị thấp như lập trình cơ bản và kiểm thử phần mềm đang chịu áp lực giảm giá, khi khách hàng kỳ vọng kỹ sư có thể hoàn thành khối lượng công việc tương đương trong thời gian ngắn hơn nhờ tự động hóa bằng AI. Hệ quả là ngành này đã chứng kiến làn sóng cắt giảm nhân sự trên diện rộng trong năm 2024 và nửa đầu năm 2025, xuất phát từ những bất định vĩ mô và việc tự động hóa các vị trí cấp thấp. Dù vậy, khối lượng đơn hàng tổng thể được kỳ vọng sẽ gia tăng, bù đắp cho chu kỳ dự án rút ngắn.

Đồng thời, làn sóng ứng dụng AI bùng nổ đang tạo ra những dịch vụ mới vốn trước đây chưa khả thi, mở ra các dòng doanh thu mới cho những nhà cung cấp nào có khả năng thích ứng nhanh với xu hướng này. Theo xu hướng đó, nhiều doanh nghiệp

CNTT tại Việt Nam, bao gồm CMG, đã và đang tăng cường năng lực AI nhằm duy trì sức cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

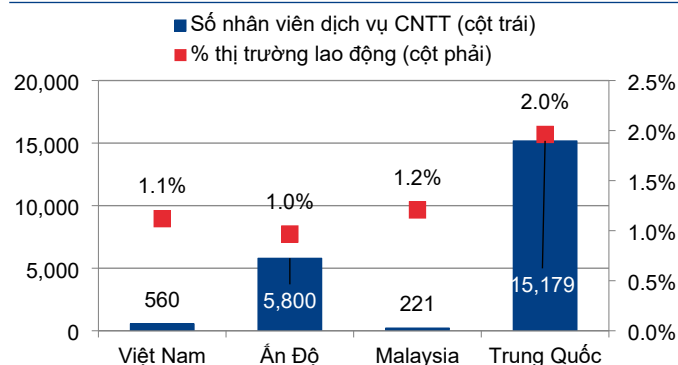
Theo dữ liệu từ Gartner – công ty tư vấn CNTT tại Mỹ – dịch vụ CNTT đã duy trì mức tăng trưởng ổn định và trên diện rộng ở tất cả các nhóm chỉ tiêu CNTT lớn, ngay cả trong các giai đoạn kinh tế vĩ mô bất ổn (Biểu đồ 39). Ngoài ra, dữ liệu từ Gartner cũng cho thấy dịch vụ AI sẽ bước vào giai đoạn “lạm phát tăng trưởng” trong các năm 2026-2027, với tốc độ tăng trưởng hằng năm khoảng 9-10%. Xu hướng này được hỗ trợ bởi việc các nhà cung cấp CNTT ngày càng nâng cao chất lượng dịch vụ AI từ và sự phục hồi chỉ tiêu cho CNTT sau một giai đoạn dài suy giảm do bất ổn kinh tế cùng nhu cầu bị dồn nén.

Biểu đồ 37: Xuất khẩu phần mềm & dịch vụ CNTT (tỷ đồng) năm 2024, Việt Nam và một số thị trường khác
Chiếm 1,5% GDP của Việt Nam trong năm 2024



Nguồn: Statista, VINASA, HSC

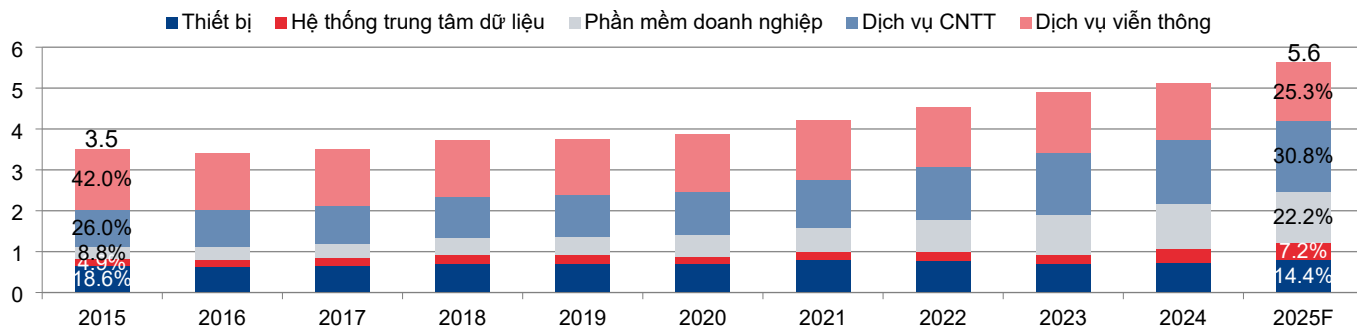
Biểu đồ 38: Nhân viên CNTT (nghìn) năm 2024, Việt Nam một số thị trường khác
Khoảng 1,1% lực lượng lao động của Việt Nam năm 2024



Nguồn: Statista, Việt Nam Works, HSC

Biểu đồ 39: Chỉ tiêu CNTT toàn cầu thực tế và dự báo (tỷ USD)

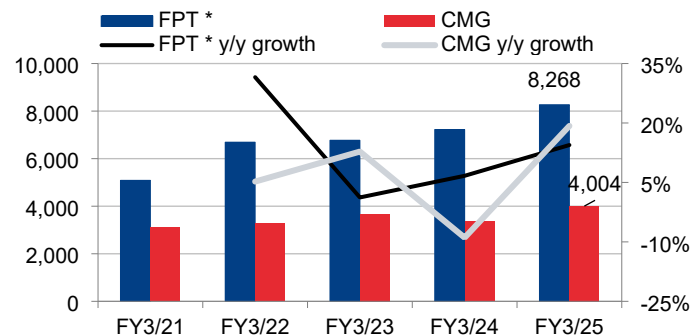
Dịch vụ CNTT đã không ngừng phát triển, rộng khắp trên tất cả các mục chỉ tiêu CNTT chính



Nguồn: Gartner, HSC

Biểu đồ 40: Doanh thu của CMG và FPT (tỷ đồng)

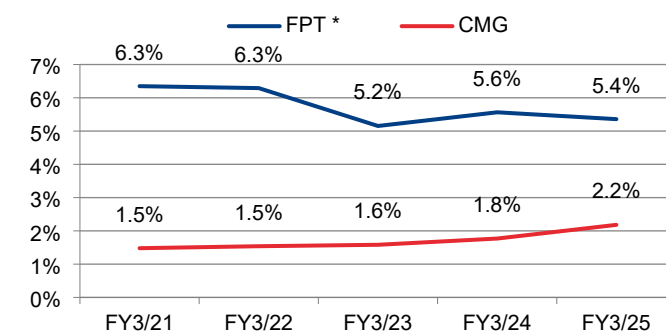
Doanh thu của CMG NGTC 2025 đã tăng 19% lên 4.004 tỷ đồng



Ghi chú: Chúng tôi đã tính lại theo năm tài chính của CMG để có sự so sánh
Nguồn: FPT, CMG, HSC

Biểu đồ 41: Tỷ suất LNTT của CMG và FPT (%)

CMG có tỷ suất LNTT thấp hơn nhiều, chỉ đạt trung bình 1,7%



Ghi chú: Chúng tôi đã tính lại theo năm tài chính của CMG để so sánh
Nguồn: Bloomberg, CMG, HSC

Mảng công nghệ & giải pháp

Mảng công nghệ & giải pháp của CMG cung cấp dịch vụ CNTT cho khách hàng tại thị trường Việt Nam. Mảng này tiếp tục là động lực doanh thu lớn nhất của CMG, tăng trưởng 19% đạt 4.004 tỷ đồng trong NĐTC 2024-2025, đóng góp 49% tổng doanh thu. Khách hàng chủ lực của CMG là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, đóng góp khoảng 34% doanh thu của mảng.

Mặc dù mảng này mang về doanh thu đáng kể – khoảng bằng một nửa so với doanh nghiệp dịch vụ gia công CNTT niêm yết lớn nhất Việt Nam là FPT (Biểu đồ 40) – nhưng chỉ đóng góp 17% vào LNTT. Đáng chú ý, tỷ suất LNTT của mảng công nghệ & giải pháp chỉ đạt bình quân khoảng 1,7% trong 5 năm qua, so với mức bình quân 5,7% của FPT (Biểu đồ 41). Để cải thiện tỷ suất lợi nhuận của mảng này, CMG đang dịch chuyển cơ cấu dịch vụ sang các dịch vụ chuyển đổi số có giá trị cao hơn, đóng góp khoảng 30% doanh thu mảng trong NĐTC 2024-2025 và giúp tỷ suất LNTT mảng này tăng lên mức 2,2% so với 1,8% trong NĐTC 2023-2024.

HSC cho rằng CMG sẽ hưởng lợi từ chiến lược phát triển AI “có chủ quyền” của Chính phủ Việt Nam, nhờ vị thế dẫn đầu trên thị trường CNTT cùng năng lực tích hợp toàn diện trong hạ tầng, điện toán đám mây và dịch vụ phần mềm. Bằng cách tận dụng các khoản đầu tư vào trung tâm dữ liệu, điện toán đám mây và an ninh mạng, CMG có thể cung cấp nền tảng hạ tầng cốt lõi cần thiết phục vụ huấn luyện mô hình AI quy mô lớn và xử lý tác vụ tính toán hiệu suất cao.

Song song đó, các dịch vụ điện toán đám mây và phần mềm dưới dạng dịch vụ (SaaS) của Công ty có thể hỗ trợ các cơ quan nhà nước và doanh nghiệp trong nước xây dựng và triển khai các ứng dụng AI trên những nền tảng bảo mật, được lưu trữ nội địa, qua đó giảm phụ thuộc vào nhà cung cấp đám mây nước ngoài và tăng cường chủ quyền dữ liệu. Bằng cách đồng hành cùng các ưu tiên chiến lược của Chính phủ theo định hướng của Trung tâm Đổi mới Quốc gia và lộ trình phát triển AI quốc gia, CMG có thể trở thành đối tác nội địa trọng yếu trong xây dựng hạ tầng và ứng dụng AI có chủ quyền, qua đó tăng cường năng lực số quốc gia đồng thời củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn của Công ty.

Mảng giáo dục & nghiên cứu

CMG tham gia vào lĩnh vực giáo dục từ năm 2022 thông qua việc mua lại Trường Đại học Mỹ thuật Công nghiệp Á Châu tại Hà Nội, sau đó đổi tên thành Đại học CMC. Trường chủ yếu đào tạo hệ đại học, có hai tòa nhà với tổng diện tích sử dụng khoảng 5.500 m² tại quận Hà Đông, Hà Nội, hiện đang đào tạo khoảng 3.400 sinh viên thuộc bốn khóa.

Trong NĐTC 2025-2026, Đại học CMC tuyển mới 1.600 sinh viên, tăng 98% so với cùng kỳ, nhờ nhu cầu ngày càng tăng đối với các chương trình đào tạo chuyên ngành STEM (khoa học, công nghệ, kỹ thuật và toán học), đưa tổng số sinh viên chính quy lên khoảng 3.400 sinh viên. Đáng chú ý, CMG cam kết đảm bảo việc làm cho tất cả sinh viên tốt nghiệp đạt thành tích cao tại trường, đây là yếu tố hấp dẫn then chốt thu hút người học đến với Đại học CMC.

HSC ước tính khóa sinh viên tốt nghiệp đầu tiên sẽ vào khoảng 300 người trong NĐTC 2025-2026 và nguồn nhân lực công nghệ mới này của CMG có thể đáp ứng khoảng 20% nhu cầu tuyển dụng kỹ sư của mảng công nghệ & giải pháp và mảng kinh doanh quốc tế trong NĐTC 2025-2026, và tỷ lệ này có thể tăng lên khoảng 50% nhu cầu tuyển dụng kỹ sư từ NĐTC 2026-2027 trở đi.

Bảng 42: Cơ sở và khuôn viên của Trường Đại học CMC

Trường Đại học CMC có hai cơ sở tại phường Hà Đông, Hà Nội



Nguồn: CMG, HSC

Song song đó, Viện Nghiên cứu CMC (được thành lập trực thuộc Đại học CMC) tập trung phát triển các giải pháp công nghệ cốt lõi và sản phẩm công nghệ cao trong các lĩnh vực công nghệ mới nổi như dữ liệu lớn, AI, blockchain, Internet vạn vật (IoT) và an ninh mạng.

Trong giai đoạn tài chính 2023-2025, CMG đã dành khoảng 110 tỷ đồng vốn đầu tư để nâng cấp cơ sở giáo dục và tài trợ cho hoạt động R&D nhằm phát triển các giải pháp học tập dựa trên công nghệ mới. CMG dự kiến đẩy mạnh đầu tư với kế hoạch chi khoảng 110 tỷ đồng trong giai đoạn tài chính 2026-2027 để xây dựng các cơ sở đại học mới, gồm một cơ sở tại Hà Nội (quy mô 5 ha, dự kiến được cấp phép vào tháng 12/2025) và một cơ sở tại TP.HCM. Mục tiêu là tuyển sinh 3.000-4.000 sinh viên mỗi năm, với cơ sở TP.HCM dự kiến bắt đầu tuyển sinh từ năm 2026.

So với FPT – đơn vị sở hữu hệ thống giáo dục trải dài khắp các bậc phổ thông, đào tạo nghề đến đại học trên phạm vi toàn quốc – CMG hiện chủ yếu tập trung vào đào tạo nghề và đại học, với hai cơ sở tại Hà Nội. Mảng này dự kiến đạt điểm hòa vốn vào NĐTC 2026-2027 và đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận của CMG. Tuy nhiên, HSC đánh giá việc CMG mở rộng sang lĩnh vực giáo dục là một bước đi mang tính hỗ trợ, nhằm duy trì nguồn nhân lực CNTT chất lượng cao một cách bền vững cho hoạt động kinh doanh của công ty, đồng thời hoạt động nghiên cứu sẽ phục vụ cho chiến lược lớn hơn của CMG trong việc nâng cao năng lực số và thúc đẩy đổi mới sáng tạo trong toàn bộ hệ sinh thái công nghệ của mình.

Dự báo lợi nhuận

Trong NĐTC 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 19% đạt 413 tỷ đồng. Trong NĐTC 2026-2027 và 2027-2028, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 22% mỗi năm, đạt lần lượt 504 tỷ đồng và 617 tỷ đồng. Mảng hạ tầng số tiếp tục là động lực lợi nhuận chủ lực, đóng góp 72% LNTT của CMG trong NĐTC 2025-2026 và lợi nhuận thuần mảng này tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 17% trong giai đoạn tài chính 2025-2028. Nhìn chung, HSC dự báo lợi nhuận thuần của CMG sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 21% trong giai đoạn tài chính 2025-2028. Tình hình tài chính dự báo vẫn lành mạnh dù chúng tôi dự kiến CMG sẽ tiếp tục duy trì mức chi tiêu vốn cao tương ứng với quy mô hạ tầng số của mình.

KQKD Q1/NĐTC 2025-2026: Lợi nhuận thuần tăng 13% so với cùng kỳ

Trong Q1/NĐTC 2025-2026, CMG ghi nhận lợi nhuận thuần đạt mức tích cực 94 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ, trên doanh thu thuần 2.210 tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ). Tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn này chủ yếu được thúc đẩy bởi mảng hạ tầng số, nhờ nhu cầu mạnh mẽ đối với dịch vụ điện toán đám mây và an ninh mạng trong bối cảnh công suất hoạt động tại trung tâm dữ liệu cải thiện. Ngoài ra, mảng kinh doanh quốc tế tiếp tục tăng so với mức nền thấp cũng góp phần củng cố tăng trưởng doanh thu.

Tuy nhiên, trong Q1/NĐTC 2025-2026, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 1,3 điểm phần trăm so với cùng kỳ xuống mức 17,7%. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính chủ yếu là do (i) chi phí khấu hao tăng cho các dự án trung tâm dữ liệu, và (ii) áp lực gia tăng đối với tỷ suất lợi nhuận toàn ngành dịch vụ CNTT tại Việt Nam và thị trường quốc tế, xuất phát từ bối cảnh vĩ mô bất ổn khiến doanh nghiệp thắt chặt chi tiêu cho CNTT và cạnh tranh gia tăng. Dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng các tác động này được bù đắp phần nào bởi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu giảm cũng như doanh thu HĐ tài chính tăng, giúp tỷ suất LNTT duy trì khá vững ở mức 6,1%, chỉ giảm nhẹ 0,1 điểm phần trăm so với cùng kỳ.

Bảng 43: KQKD Q1/NĐTC 2026, CMG

Lợi nhuận thuần Q1/NĐTC 2026 tăng 13% so với cùng kỳ và 16% so với quý trước lên mức 95 tỷ đồng, nhờ doanh thu đạt 2.210 tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ và 18% so với quý trước)

Tỷ đồng	1Q-3/25	4Q-3/25	1Q-3/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	HSC NĐTC 2026F
Doanh thu thuần	1,793	1,881	2,210	23.2%	17.5%	9,210
Lợi nhuận gộp	339	374	391	15.1%	4.6%	1,694
Chi phí BH&QL	-237	-278	-271	14.2%	-2.6%	-1,090
Lợi nhuận HĐ	102	96	120	17.2%	25.2%	605
Lợi nhuận tài chính	3	15	4	37.6%	-70.3%	-7
EBITDA	131	145	158	20.9%	9.1%	1,144
LNTT	113	128	136	20.6%	5.9%	633
Lợi nhuận thuần	83	81	94	13.0%	16.4%	440
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>18.9%</i>	<i>19.9%</i>	<i>17.7%</i>	<i>-1.3ppt</i>	<i>-2.2ppt</i>	<i>18.4%</i>
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>7.3%</i>	<i>7.7%</i>	<i>7.2%</i>	<i>-0.1ppt</i>	<i>-0.6ppt</i>	<i>12.4%</i>
<i>Tỷ suất LNTT</i>	<i>6.3%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.1%</i>	<i>-0.1ppt</i>	<i>-0.7ppt</i>	<i>6.9%</i>
<i>Tỷ suất lợi nhuận thuần</i>	<i>4.6%</i>	<i>4.3%</i>	<i>4.3%</i>	<i>-0.4ppt</i>	<i>0.0ppt</i>	<i>4.8%</i>

Nguồn: CMG, HSC

Dự báo giai đoạn tài chính 2026-2028

Trong NĐTC 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 19% đạt 413 tỷ đồng. Cho NĐTC 2026-2027 và 2027-2028, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 22% mỗi năm đạt lần lượt 504 tỷ đồng và 617 tỷ đồng. Nhìn chung, HSC dự báo lợi nhuận thuần của CMG sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21%. Theo từng mảng kinh doanh:

- **Mảng công nghệ & giải pháp:** Doanh thu mảng này dự báo tăng trưởng 10% trong NĐTC 2025-2026 đạt 4.404 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng lần lượt 12% và 15% trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ chiến lược dài hạn tập trung vào dịch vụ chuyển đổi số của công ty, với nhu cầu

được thúc đẩy mạnh từ việc đẩy mạnh chuyển đổi số trong khu vực công và ngành dịch vụ tài chính tại Việt Nam, hai nhóm khách hàng cốt lõi trong chuỗi giá trị công nghệ của CMG và cũng là những đơn vị tiên phong ứng dụng công nghệ mới tại thị trường trong nước. Tỷ suất LNTT của mảng này được kỳ vọng cải thiện lên mức 2,3% trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028 (so với 2,2% trong NĐTC 2024-2025).

- Mảng hạ tầng số:** Doanh thu mảng này dự báo tăng trưởng 10% trong NĐTC 2025-2026 đạt 3.742 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng lần lượt 10% và 11% trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028. Tỷ suất LNTT của mảng dự báo sẽ tăng dần lên mức 11,4% trong NĐTC 2025-2026, 12,2% trong NĐTC 2026-2027, và 12,9% trong NĐTC 2027-2028, chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận phân khúc trung tâm dữ liệu mở rộng khi trung tâm dữ liệu CMC Tân Thuận đạt công suất hoạt động cao hơn. Mảng hạ tầng số sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng chủ lực của CMG, được hỗ trợ bởi nhu cầu ngày càng tăng đối với lưu trữ dữ liệu tại Việt Nam và xu hướng điện toán chủ quyền.
- Đối với phân khúc trung tâm dữ liệu & điện toán đám mây,** chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng 18% trong NĐTC 2025-2026 đạt 1.377 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng lần lượt 18% và 19% trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028. Triển vọng này được hỗ trợ bởi công suất của trung tâm dữ liệu tăng cao hơn, đạt 73% trong NĐTC 2025-2026 (so với 67% trong NĐTC 2024-2025) và tiếp tục tăng lên mức 84% và 94% trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028. Lưu ý, HSC chưa đưa dự án trung tâm dữ liệu CMC SHTP 2 vào mô hình dự báo do dự án vẫn đang ở giai đoạn xây dựng ban đầu; chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi sát tiến độ của dự án này. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng doanh thu dịch vụ đám mây sẽ tăng trưởng 15% trong NĐTC 2025-2026 và 12% mỗi năm trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028, song song với đà tăng trưởng của trung tâm dữ liệu.
- Đối với phân khúc dịch vụ viễn thông,** chúng tôi kỳ vọng dịch vụ internet & kênh thuê riêng sẽ tăng trưởng 5% mỗi năm trong giai đoạn tài chính 2026–2028, nhìn chung tương đồng với CAGR doanh thu băng thông rộng cố định của Việt Nam ở mức 5% trong giai đoạn 2019–2023 (theo dữ liệu của Bộ KH&CN).
- Mảng kinh doanh quốc tế:** Doanh thu mảng này dự báo tăng trưởng 5% trong NĐTC 2025-2026 đạt 1.347 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng lần lượt 12% và 18% trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028. Khu vực châu Á-Thái Bình Dương, Hàn Quốc và Nhật Bản tiếp tục là thị trường trọng điểm của CMG, và chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sẽ được dẫn dắt bởi chi tiêu CNTT cho chuyển đổi số tại các thị trường này, trong bối cảnh CMG từng bước nhận các dự án lớn hơn với khách hàng lớn trong dài hạn. Tỷ suất LNTT của mảng này được kỳ vọng cải thiện lên mức 11% trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028 (so với 10,9% trong NĐTC 2024-2025).
- Mảng giáo dục, nghiên cứu & các mảng khác:** Số lượng tuyển sinh mới tại Đại học CMC dự báo tăng trưởng ở mức khiêm tốn hơn, khoảng 12% trong NĐTC 2026-2027 (sau mức tăng mạnh 98% trong NĐTC 2025-2026), đưa tổng số sinh viên chính quy lên 4.500 người. Tốc độ tăng tuyển sinh dự kiến duy trì ổn định ở mức 10% trong NĐTC 2027-2028. Chúng tôi kỳ vọng mảng giáo dục & nghiên cứu sẽ bắt đầu có lãi vào NĐTC 2027-2028 nhưng đóng góp vẫn không đáng kể trong giai đoạn dự báo do Công ty tiếp tục nâng cấp cơ sở vật chất và phát triển chương trình đào tạo, cùng với việc thiếu các động lực mạnh mẽ để thúc đẩy tăng trưởng tuyển sinh mới ở mức cao hơn.

Bảng 44: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, CMG

HSC dự báo lợi nhuận thuần 3 năm sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 21%

Tỷ động	NĐTC 2025A	NĐTC 2026F	NĐTC 2027F	NĐTC 2028F
Doanh thu thuần	8,203	9,080	10,206	11,755
Công nghệ & giải pháp	4,004	4,404	4,932	5,672
Kinh doanh quốc tế	1,283	1,347	1,509	1,780
Hạ tầng số.	3,417	3,742	4,109	4,539
Giáo dục, nghiên cứu, & mảng khác	-501	-413	-344	-237
LNTT	502	594	725	887
Công nghệ & giải pháp	87	103	115	132
Kinh doanh quốc tế	140	149	167	197
Hạ tầng số.	367	427	500	587
Giáo dục, nghiên cứu, & mảng khác	-93	-84	-57	-29
Lợi nhuận thuần trừ khen thưởng phúc lợi	349	413	504	617
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	11.7%	10.7%	12.4%	15.2%
Công nghệ & giải pháp	19.3%	10.0%	12.0%	15.0%
Kinh doanh quốc tế	1.0%	5.0%	12.0%	18.0%
Hạ tầng số.	15.6%	9.5%	9.8%	10.5%
Giáo dục, nghiên cứu, & mảng khác	107.8%	-17.6%	-16.6%	-31.2%
LNTT	8.8%	18.5%	21.9%	22.4%
Công nghệ & giải pháp	47.0%	17.6%	12.0%	15.0%
Kinh doanh quốc tế	-24.9%	6.0%	12.0%	18.0%
Hạ tầng số.	8.0%	16.4%	17.1%	17.6%
Giáo dục, nghiên cứu, & mảng khác	-25.5%	-9.8%	-32.2%	-48.4%
Lợi nhuận thuần	3.6%	18.5%	21.9%	22.4%

Nguồn: CMG, HSC

Bảng 45: Tỷ suất lợi nhuận thực tế và dự báo, CMG

Chúng tôi dự báo CMG sẽ cải thiện tỷ suất LNTT lên 6,5% trong NĐTC 2026F so với 6,1% trong NĐTC 2025

	NĐTC 2023	NĐTC 2024	NĐTC 2025	NĐTC 2026F	NĐTC 2027F	NĐTC 2028F
Tỷ suất LNTT	5.2%	6.3%	6.1%	6.5%	7.1%	7.5%
Công nghệ & giải pháp	1.6%	1.8%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
Kinh doanh quốc tế	8.8%	14.7%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%
Hạ tầng số	10.3%	11.5%	10.7%	11.4%	12.2%	12.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.1%	4.6%	4.3%	4.6%	4.9%	5.2%

Nguồn: CMG, HSC

Bảng 46: Kế hoạch lợi nhuận, CMG

CMG đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu 20% so với cùng kỳ và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 9% so với cùng kỳ trong NĐTC 2026

Kế hoạch	NĐTC 2025A	NĐTC 2026G	Growth y/y
Doanh thu	8,203	9,828	19.8%
LNTT	502	550	9.7%
LNST	427	464	8.6%

Nguồn: CMG, HSC

Bảng 47: Hoàn thành mục tiêu trong giai đoạn NĐTC 2020-2025, CMG

Trong quá khứ, CMG thường có kết quả thực hiện thấp hơn mục tiêu đề ra về doanh thu nhưng vượt mục tiêu về LNTT

Hoàn thành mục tiêu	NĐTC 2020	NĐTC 2021	NĐTC 2022	NĐTC 2023	NĐTC 2024	NĐTC 2025
Doanh thu	78%	93%	103%	96%	83%	93%
LNTT	83%	97%	114%	109%	100%	104%

Nguồn: CMG, HSC

Đáng chú ý, BLĐ CMG đặt kế hoạch doanh thu thuần đạt 9.828 tỷ đồng (tăng trưởng 20%, cao hơn 8% so với dự báo của HSC) và LNTT đạt 550 tỷ đồng (tăng trưởng 10%, thấp hơn 8% so với dự báo) (Bảng 46). Chúng tôi lưu ý CMG thường không đạt kế hoạch doanh thu nhưng lại vượt kế hoạch LNTT trong các năm gần đây (Bảng 47).

Bảng CĐKT và các thông tin khác

Trong bối cảnh mảng công nghệ và hạ tầng số tiếp tục mở rộng, nhu cầu chi tiêu vốn của CMG dự kiến tăng nhanh, chủ yếu cho hoạt động nghiên cứu các giải pháp công nghệ số, nâng cấp và xây dựng mới các trung tâm dữ liệu. HSC dự báo tỷ lệ chi tiêu vốn trên doanh thu sẽ duy trì ở mức cao 6–8% trong giai đoạn tài chính 2026-2028. Chúng tôi kỳ vọng vay dài hạn mới sẽ chiếm khoảng 40% tổng chi tiêu vốn mỗi năm trong giai đoạn dự báo – tương đương tăng lên 1.164 tỷ đồng trong NĐTC 2025-2026, so với 874 tỷ đồng trong NĐTC 2024-2025. Tuy nhiên, tỷ lệ vay nợ được kỳ vọng vẫn an toàn, với tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH duy trì ở mức 0,2–0,4 lần, và tỷ lệ nợ thuần/tổng tài sản khoảng 0,1 lần.

Đối với cổ tức tiền mặt, chúng tôi dự báo tỷ lệ chi trả 40% mỗi năm trong giai đoạn tài chính 2026-2028, dựa trên kỳ vọng dòng tiền tự do vững chắc trong giai đoạn dự báo. Điều này tương ứng với lợi suất cổ tức khoảng 1,5%–2,3% mỗi năm trong giai đoạn tài chính 2026-2028.

CMG thường trích 7–14% lợi nhuận thuần hằng năm cho quỹ khen thưởng và phúc lợi; do đó, chúng tôi giả định mức trích 7%/năm trong dự báo.

Bảng 48: Nợ thuần và vốn đầu tư thực tế và dự báo, CMG

Chúng tôi dự báo các khoản vay dài hạn sẽ chiếm 40% vốn đầu tư và tăng lên 1.164 tỷ đồng vào NĐTC 2026F

Tỷ động	NĐTC 2023	NĐTC 2024	NĐTC 2025	NĐTC 2026F	NĐTC 2027F	NĐTC 2028F
Nợ ngắn hạn	882	899	898	1,090	1,225	1,411
Nợ dài hạn	443	667	874	1,164	1,450	1,732
Tiền & đầu tư ngắn hạn	371	511	781	1,137	1,636	2,313
Nợ thuần	954	1,056	990	1,117	1,039	830
Nợ thuần/vốn CSH (lần)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2
Nợ thuần/ tổng TS (lần)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Vốn đầu tư cơ bản	403	839	776	726	714	705
Vốn đầu tư cơ bản/ doanh thu (%)	5.3%	11.4%	9.5%	8.0%	7.0%	6.0%

Nguồn: CMG, HSC

Chúng tôi cũng lưu ý CMG có lịch sử triển khai chương trình ESOP. Tại ĐHCĐ NĐTC 2022-2023, cổ đông đã thông qua chương trình ESOP cho giai đoạn tài chính 2023–2025 với tổng quy mô 3,6 triệu cổ phiếu, tương đương 0,4-0,6 triệu cổ phiếu/năm (xấp xỉ 0,2–0,4% số cổ phiếu lưu hành mỗi năm). Chương trình ESOP này không phụ thuộc vào điều kiện KQKD của công ty. Khoảng 2,1 triệu cổ phiếu còn lại dự kiến sẽ tiếp tục được phát hành trong vài năm tới cho đến khi hoàn tất, tương đương mức pha loãng khoảng 1% so với 211,8 triệu cổ phiếu đang lưu hành của CMG.

Bảng 49: Cổ tức tiền mặt thực tế và dự báo, CMG

Chúng tôi dự báo CMG sẽ chi trả cổ tức 40% mỗi năm trong giai đoạn NĐTC 2026-2028

Tỷ động	NĐTC 2023	NĐTC 2024	NĐTC 2025	NĐTC 2026F	NĐTC 2027F	NĐTC 2028F
Cổ tức tiền mặt	90	0	0	127	148	169
Quỹ khen thưởng phúc lợi	33	25	26	31	37	46
Cổ tức/cp (đồng)	600	0	0	600	700	900
Tỷ lệ chi trả	29%	0%	0%	40%	40%	40%
Lợi suất cổ tức	1.5%	0.0%	0.0%	1.5%	1.8%	2.3%

Nguồn: CMG, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với CMG với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 44.700đ, tương đương tiềm năng tăng giá 13% và P/E dự phóng NĐTC 2026-2027 là 20,3 lần. Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% kể từ đầu năm do ảnh hưởng từ xu hướng tiêu cực chung của ngành, CMG đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 23,7 lần. CMG cũng đang có P/E dự phóng NĐTC 2026-2027 là 17,9 lần, thấp hơn 15% so với P/E trung vị tương đương của các doanh nghiệp cùng ngành (dịch vụ CNTT và hạ tầng số) trong khu vực. HSC đánh giá triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của CMG là tích cực, được hỗ trợ bởi môi trường công nghệ tại Việt Nam ngày càng thuận lợi. Ở mức định giá hiện tại, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang ở vùng hấp dẫn để tích lũy.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để tính toán giá mục tiêu hợp lý của CMG là 44.700đ, tiềm năng tăng giá 13%. Ở mức định giá hiện tại, cổ phiếu đang cho thấy sức hấp dẫn, được hỗ trợ bởi triển vọng tích cực của ngành công nghệ Việt Nam và câu chuyện tăng trưởng lợi nhuận trung hạn vững chắc của doanh nghiệp. Theo đó, HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với CMG.

Các giả định chính trong mô hình định giá gồm: (1) lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta 1,2 (dựa trên dữ liệu Bloomberg trong 2 năm), dẫn đến giả định WACC là 12,7%; (2) tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%; (3) thời điểm định giá là tại cuối NĐTC 2026-2027.

Lưu ý, dự báo lợi nhuận của chúng tôi – cơ sở để tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp trong mô hình DCF – thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường trên Bloomberg. Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh rằng hiện chỉ có một công ty chứng khoán đóng góp dự báo về CMG lên Bloomberg và số liệu này chưa được cập nhật kể từ tháng 11/2024.

HSC tóm tắt các tính toán và giả định định giá trong các Bảng 50-52. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 53.

Bảng 50 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	8.75%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.5%
Chi phí nợ trước thuế	9.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.2%

Nguồn: HSC

Bảng 51: Tính toán WACC, CMG

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,7%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	75.6%
Nợ / Tổng nguồn vốn	24.4%
WACC	12.7%

Nguồn: HSC

Bảng 52: Định giá DCF, CMG

Giá mục tiêu theo mô hình định giá là 44.700đ

Tỷ đồng	NDTC 2026F	NDTC 2027F	NDTC 2028F	NDTC 2029F	NDTC 2030F	NDTC 2031F	NDTC 2032F
Thu nhập thuần (trừ khen thưởng phúc lợi)	383	466	571	646	705	770	839
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	86	102	120	137	153	169	185
+ Khấu hao	529	604	678	753	828	894	957
- Thay đổi vốn lưu động	-180	-137	-162	-154	-148	-163	-178
- Chi phí đầu tư cơ bản	-726	-714	-705	-717	-714	-625	-599
FCFF	91	321	501	665	824	1,044	1,203
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							3.0%
Giá trị dài hạn							12,724
Dòng tiền tương lai	91	321	501	665	824	1,044	13,928
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8
Giá trị hiện tại	91	321	445	523	575	646	7,646
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		10,157					
Giá trị dài hạn		3,171					
Dòng tiền tương lai		6,986					
- Tổng nợ		-2,254					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền		2,408					
- Lợi ích cổ đông thiểu số		-848					
Giá trị của vốn CSH		9,463					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)		211.8					
Giá mục tiêu (đồng)		44,700					

Nguồn: HSC

Bảng 53: 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%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	47,300	42,500	38,500	35,100	32,200
	2.0%	51,700	46,000	41,300	37,400	34,100
	3.0%	57,100	50,200	44,700	40,200	36,400
	4.0%	64,100	55,500	48,800	43,400	39,000
	5.0%	73,600	62,400	54,000	47,500	42,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu CMG đã giảm 19% từ đầu năm, nhiều khả năng liên quan đến các yếu tố bất lợi trên toàn ngành, bao gồm bất ổn kinh tế vĩ mô toàn cầu kéo dài, làn sóng cắt giảm nhân sự toàn cầu do sự thay thế của AI, và các biện pháp thuế quan khó lường từ Mỹ. HSC lưu ý giá cổ phiếu nhóm doanh nghiệp so sánh trong lĩnh vực hạ tầng số và dịch vụ CNTT cũng giảm bình quân 7% trong cùng giai đoạn, trong khi giá cổ phiếu so sánh chính tại Việt Nam là FPT giảm 23%.

Sau diễn biến kém tích cực này, cổ phiếu CMG hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng NDTC 2025-2026 và 2026-2027 lần lượt là 21,9 lần và 17,9 lần, tương ứng P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 23,7 lần (Biểu đồ 54).

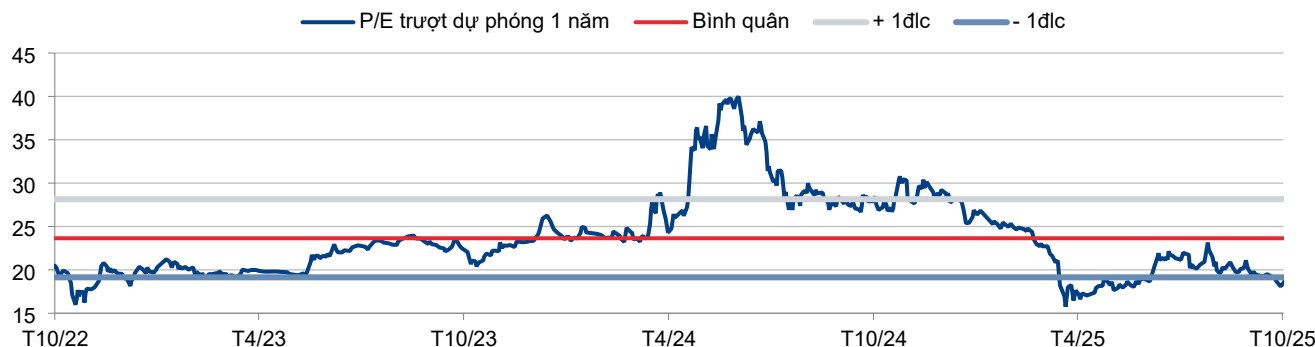
P/E dự phóng NDTC 2026-2027 của CMG (17,9 lần) đang thấp hơn 15% so với P/E trung vị tương đương (21,1 lần) của nhóm doanh nghiệp cùng ngành (dịch vụ CNTT và hạ tầng số) trong khu vực (Biểu đồ 55) – gồm tổng cộng 19 doanh nghiệp niêm yết tại các thị trường chứng khoán châu Á (6 doanh nghiệp tại Đông Nam Á, 4 tại Ấn Độ, 4 tại Trung Quốc/Hong Kong, 4 tại Nhật Bản và 1 tại Đài Loan), trong đó bao gồm 11 doanh nghiệp dịch vụ CNTT (có cả doanh nghiệp vốn hóa lớn FPT) và 8 doanh nghiệp hoạt động trong mảng hạ tầng số. Chi tiết như sau:

- So với FPT (theo chúng tôi không thực sự là doanh nghiệp so sánh phù hợp khi vốn hóa thị trường hiện tại của FPT lớn gấp 21 lần CMG), CMG đang có P/E 2026 cao hơn 7%, P/E 12 tháng qua cao hơn 10-16% dù EV/EBITDA 2026 thấp hơn 23%. Việc CMG có P/E dự phóng NDTC 2025-2026 hơi cao hơn so với FPT có thể

phản ánh kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận cao hơn của CMG – chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của CMG và FPT tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 21% và 15,4%.

Bảng 54: P/E trượt dự phóng 1 năm, CMG

CMG hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,4 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 23,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 55: So sánh các công ty trong khu vực, ngành dịch vụ CNTT và hạ tầng số, CMG

Các công ty cùng ngành CMG hiện giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 22,6 lần

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	CAGR 5 năm của doanh thu (trượt) (%)	Tỷ suất LNTT bình quân 5 năm (trượt) (%)	TTM P/E (lần)	2025F P/E (lần)	2026F P/E (lần)	2026F EV/EBITDA (lần)
Dịch vụ CNTT								
Infosys (INFO IN)	Ấn Độ	70,622	12.4	24.1	22.1	21.5	20.2	13.1
Range Tech (300442 CH)	Trung Quốc	10,870	46.8	23.6	45.7	30.9	24.1	18.2
Persistent (PSYS IN)	Ấn Độ	10,321	27.3	15.1	54.2	50.4	41.6	28.4
SCSK (9719 JP)	Nhật Bản	8,774	9.1	11.7	27.0	20.9	20.6	12.6
TIS (3626 JP)	Nhật Bản	7,933	5.2	12.9	22.8	22.6	20.9	11.6
Otsuka (4768 JP)	Nhật Bản	7,562	4.6	6.7	18.9	18.7	17.4	9.8
Isoftstone (301236 CH)	Trung Quốc	6,871	24.2	5.0	257.2	132.3	97.1	N/a
Coforge (COFORGE IN)	Ấn Độ	6,868	23.6	12.1	55.2	41.7	33.7	18.8
FPT (FPT VN)	Việt Nam	6,614	17.8	17.6	19.4	19.9	16.8	9.2
Mphasis (MPHL IN)	Ấn Độ	6,099	10.0	16.0	31.5	28.5	25.0	16.1
NS Solutions (2327 JP)	Nhật Bản	4,408	4.2	11.1	25.0	22.5	21.1	9.7
Hạ tầng số								
SingTel (ST SP)	Singapore	54,711	-3.1	15.8	17.6	24.2	21.3	19.1
Chunghwa Telecom (2412 TT)	Đài Loan	33,443	2.1	21.2	27.0	26.8	25.9	11.1
Advanced Info (ADVANC TB)	Thái Lan	27,953	3.4	18.7	22.9	21.1	19.4	8.8
GDS (GDS US)	Trung Quốc	7,194	20.1	-15.7	1631.5	N/a	N/a	15.0
Globe Telecom (GLO PM)	Philippines	3,540	1.6	18.8	10.1	9.9	8.9	6.3
Keppel REIT (KREIT SP)	Singapore	3,310	9.8	N/a	26.2	25.5	23.3	36.0
SUNeVision Holdings (1686 HK)	Hong Kong	1,847	11.4	44.8	25.2	20.3	16.9	11.2
FPT Telecom (FOX VN)	Việt Nam	1,824	11.1	19.1	14.8	N/a	N/a	N/a
Trung vị, Dịch vụ CNTT		7,562	12.4	12.9	27.0	22.6	21.1	12.9
Trung vị, hạ tầng số		5,367	6.6	18.8	24.1	22.7	20.4	11.2
Trung vị, tất cả các công ty		7,194	10.0	15.9	25.2	22.6	21.1	12.6
CMC Corp								
Việt Nam		318	12.2	6.1	22.4	21.9	17.9	7.1
<i>So với FPT</i>		-95.2%	-5.6ppt	-65.2ppt	15.8%	10.0%	6.9%	-23.0%
<i>So với Trung vị ngành Dịch vụ CNTT</i>		-95.8%	-0.2ppt	-52.5ppt	-17.1%	-3.3%	-15.1%	-44.7%
<i>So với Trung vị ngành hạ tầng số</i>		-94.0%	5.6ppt	-67.5ppt	-6.9%	-3.6%	-11.8%	-36.2%
<i>.. So với Trung vị tất cả các công ty</i>		-95.6%	2.2ppt	-61.5ppt	-11.2%	-3.3%	-15.1%	-43.6%

Ghi chú: Số liệu của CMG dự trên dữ liệu năm tài chính kết thúc vào tháng 3.
Nguồn: Bloomberg, HSC

- So với nhóm 11 doanh nghiệp dịch vụ CNTT mà chúng tôi tham chiếu, CMG đang giao dịch ở mức thấp hơn trung vị tại hầu hết các hệ số so sánh, cụ thể CMG có P/E 2026 thấp hơn 15%, có P/E 12 tháng qua và EV/EBITDA 2026 thấp hơn 3-45%.
- Cuối cùng, so với nhóm 8 doanh nghiệp hạ tầng số, CMG có P/E 2026 thấp hơn 12% so với trung vị, có P/E 12 tháng qua và EV/EBITDA 2026 thấp hơn 4-36%.

Rủi ro đối với khuyến nghị và giá mục tiêu của HSC

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- Cạnh tranh gay gắt hơn trong mảng điện toán đám mây và trung tâm dữ liệu có thể thúc đẩy cuộc đua đầu tư vào công nghệ mới hoặc dẫn tới cạnh tranh về giá; việc không theo kịp xu hướng công nghệ có thể gây khó khăn cho việc ký hợp đồng mới, từ đó gây áp lực lên tăng trưởng và khả năng sinh lời của CMG.
- Tỷ trọng doanh thu lớn từ Samsung SDS và Tập đoàn Samsung có thể khiến doanh thu của CMG suy giảm nếu đối tác giảm phân bổ khối lượng thuê ngoài cho công ty.
- Việc thiếu hụt nhân lực CNTT chất lượng cao tại Việt Nam, đặc biệt trong các lĩnh vực công nghệ mới như AI, có thể cản trở tốc độ mở rộng nhân sự và phát triển các sản phẩm/dịch vụ cạnh tranh.
- Suy thoái kinh tế kéo dài hơn dự kiến và đà phục hồi chi tiêu CNTT yếu hơn kỳ vọng tại cả thị trường trong nước và quốc tế có thể khiến tăng trưởng doanh thu của CMG chậm lại.
- Áp lực đầu tư lớn hơn dự kiến để mở rộng hoạt động có thể làm giảm tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư.

Trong khi đó, các yếu tố hỗ trợ tăng giá bao gồm:

- Thị phần tăng mạnh hơn kỳ vọng nhờ các khoản đầu tư của CMG vào hạ tầng số và chiến lược mở rộng ra nước ngoài.
- Đẩy nhanh triển khai các giải pháp AI/chuyển đổi số, qua đó cải thiện cơ cấu doanh thu và khả năng sinh lời nhờ các dịch vụ có tỷ suất lợi nhuận cao hơn.
- Khả năng Samsung SDS thoái vốn có thể giúp giải tỏa áp lực định giá và cải thiện giá trị sổ sách của CMG.

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	9,080	10,206	11,755
Lợi nhuận gộp	1,375	1,497	1,670	1,893	2,198
Chi phí BH&QL	(976)	(1,046)	(1,101)	(1,197)	(1,348)
Thu nhập khác	13.6	6.65	7.36	8.27	9.53
Chi phí khác	(8.33)	(8.34)	(9.24)	(10.4)	(12.0)
EBIT	403	449	567	694	847
Lãi vay thuần	16.8	16.4	(10.3)	(8.52)	(1.60)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	40.9	35.7	37.5	39.4	41.4
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	461	502	594	725	887
Chi phí thuế TNDN	(59.3)	(74.5)	(88.2)	(108)	(132)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(65.4)	(78.4)	(93.0)	(113)	(139)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	337	349	413	504	617
Lợi nhuận thuần ĐC	312	323	383	466	571
EBITDA ĐC	774	829	1,096	1,297	1,525
EPS (đồng)	1,592	1,646	1,951	2,378	2,911
EPS ĐC (đồng)	1,475	1,524	1,806	2,202	2,695
DPS (đồng)	0	0	600	700	800
Sig CP bình quân (triệu đv)	211	212	212	212	212
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	211	212	212	212	212
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	211	212	212	212	212

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
Tiền & tương đương tiền	511	781	1,137	1,636	2,313
Đầu tư ngắn hạn	1,112	1,272	1,272	1,272	1,272
Phải thu khách hàng	1,326	1,326	1,667	1,873	2,158
Hàng tồn kho	133	280	249	324	373
Các tài sản ngắn hạn khác	91.2	133	182	204	294
Tổng tài sản ngắn hạn	3,173	3,791	4,505	5,309	6,409
TSCĐ hữu hình	2,371	2,224	2,422	2,532	2,560
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	528	645	743
Tổng tài sản dài hạn	3,681	3,886	4,165	4,392	4,517
Tổng cộng tài sản	6,854	7,677	8,670	9,701	10,926
Nợ ngắn hạn	899	898	1,090	1,225	1,411
Phải trả người bán	759	693	822	968	1,139
Nợ ngắn hạn khác	985	1,274	1,300	1,334	1,379
Tổng nợ ngắn hạn	2,774	3,056	3,403	3,717	4,120
Nợ dài hạn	667	874	1,164	1,450	1,732
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	1,234	1,520	1,802
Tổng nợ phải trả	3,510	4,000	4,637	5,237	5,922
Vốn chủ sở hữu	2,638	2,923	3,185	3,503	3,905
Lợi ích cổ đông thiểu số	706	755	848	961	1,100
Tổng vốn chủ sở hữu	3,344	3,678	4,033	4,464	5,004
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,854	7,677	8,670	9,701	10,926
BVPS (đ)	12,481	13,800	15,040	16,542	18,437
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,056	990	1,117	1,039	830

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
EBIT	403	449	567	694	847
Khấu hao	(370)	(379)	(529)	(604)	(678)
Lãi vay thuần	16.8	16.4	(10.3)	(8.52)	(1.60)
Thuế TNDN đã nộp	(61.6)	(45.4)	(70.1)	(88.2)	(108)
Thay đổi vốn lưu động	(54.8)	300	(308)	(272)	(345)
Khác	118	55.2	102	124	151
LCT thuần từ HKKD	567	941	720	941	1,083
Đầu tư TS dài hạn	(839)	(776)	(726)	(714)	(705)
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)	(726)	(714)	(705)
Cổ tức trả cho CSH	(128)	(65.2)	(127)	(148)	(169)
Thu từ phát hành CP	21.0	3.75	4.44	0	0
Tăng/giảm nợ	258	205	485	421	468
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	150	144	362	273	299
Tiền & tương đương tiền đầu kì	371	511	781	1,137	1,636
LCT thuần trong kỳ	134	264	355	499	677
Ảnh hưởng của tỷ giá	5.84	7.24	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	511	781	1,137	1,636	2,313
Dòng tiền tự do	(272)	166	(6.75)	226	378

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	18.4	18.5	18.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.5	10.1	12.1	12.7	13.0
Tỷ suất LNT (%)	4.58	4.25	4.55	4.93	5.25
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.9	14.8	14.8	14.8	14.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	(4.20)	11.7	10.7	12.4	15.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	6.30	7.10	32.3	18.4	17.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.5	3.55	18.5	21.9	22.4
Tăng trưởng EPS (%)	8.15	3.41	18.5	21.9	22.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.3	3.35	18.5	21.9	22.4
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	16.7	14.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	30.8	29.4	27.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.2	12.5	13.5	15.1	16.6
ROACE (%)	10.5	10.3	11.5	12.3	13.2
Vòng quay tài sản (lần)	1.09	1.13	1.11	1.11	1.14
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.41	2.09	1.27	1.36	1.28
Số ngày tồn kho	8.15	15.2	12.2	14.2	14.2
Số ngày phải thu	81.1	72.2	82.1	82.3	82.4
Số ngày phải trả	46.4	37.7	40.5	42.5	43.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.7	38.5	39.3	33.5	24.7
Nợ/tài sản (%)	23.9	24.8	27.6	29.0	30.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	55.2	81.4	530
Nợ/EBITDA (lần)	2.12	2.30	2.18	2.17	2.15
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.14	1.24	1.32	1.43	1.56
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.53	1.39	1.28	1.14	0.99
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	13.8	10.6	9.00	7.61
P/E (lần)	24.9	24.1	20.3	16.7	13.6
P/E ĐC (lần)	26.9	26.1	22.0	18.0	14.7
P/B (lần)	3.18	2.88	2.64	2.40	2.15
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.51	1.76	2.02

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 gợi 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