



取引チャート



投資アドバイス

投資アドバイス	Mua
希望株価(ドン/株)	15,668
市場株価(2015 年 3 月 24 日)	12,000
3ヶ月の見通し	Tăng
6ヶ月の見通し	Tăng
12ヶ月の見通し	Tăng

取引情報

流行株式数(100 万株)	66.24
時価総額(10 億ドン)	735.29
帳簿価額(10 億ドン)	10,060
外国人保有率(%)	0.98%
現値(ドン/株)	11,100
10 日間の平均売買高(株)	221,789
52 週間の安値	5,400
52 週間の高値	11,600
直近 7 日間の増減率	9.90%
直近 1 ヶ月間の増減率	18.09%

アナリスト

Luong Thu Huong
Email: huonglt@bsc.com.vn
Tel: + 84 4 39352722 (108)

投資アドバイス

私たちは FCFF と PE 評価方法に基いて CMG の株を中長期的に強く買い、12 ヶ月の希望株価は現在(2015 年 4 月 10 日)の 30.57%より高い 1 株あたり 15,668VND であるとお勧めます。

2015 年 EPS は 1800VND/株である予定で、CMG の 2015 年 PE forward は 6.67x、VN 指数の PE より低かった。当社は CMG にプラスな評価を維持しております。

(1) 2014 年の累計赤字が完全に完了し、引当金が異常な変異がない。CMG の 2014 年税引前利益の計画は 1,180 億ドンだったが、実際は 170 億ドンを上回ったので、2014 年の累計赤字が完全に完了した。

(2) CMG のコア事業は通信分野である。CMG は運用効率を高めるために、インフラストラクチャの建設投資を加速することなどの長期的な投資戦略を展開する。

2015 年業績の予測:2015 年の売上高は前年比 15.47%増の 3 兆 6,440 億ドンに達す見込みだ。通信分野とソフトウェアのアウトソーシング分野を強化する戦略で、2015 年税引前利益は 1,836 億 4,000 万ドンで、親会社株主帰属利益は 1,190 億ドンで、EPS は 1,800VND と見込まれております。

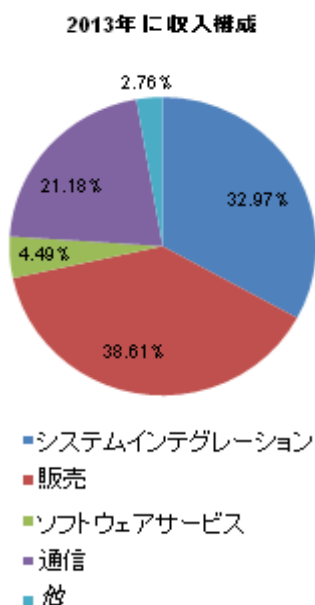
財務指標	2010	2011	2012	2013	9T2014
売上高(10 億ドン)	3,670.43	2,780.07	2,531.41	2,858.61	2,322.85
前年比増減率		-24.26%	-8.94%	12.93%	
総資産(10 億ドン)	1,934.68	1,530.01	1,672.33	1,688.81	1,755.04
株主資本(10 億ドン)	688.84	583.09	577.16	587.36	666.60
資本金(10 億ドン)	635.36	673.42	673.42	673.42	673.42
売上総利益(10 億ドン)	409.13	262.40	341.33	430.28	356.20
税引後利益(10 億ドン)	34.68	(104.06)	9.78	23.37	86.23
売上総利益率	11.15%	9.44%	13.48%	15.05%	15.33%
ROE	5.03%	-17.85%	1.70%	3.98%	12.94%
ROA	1.79%	-6.80%	0.59%	1.38%	4.91%

コア事業

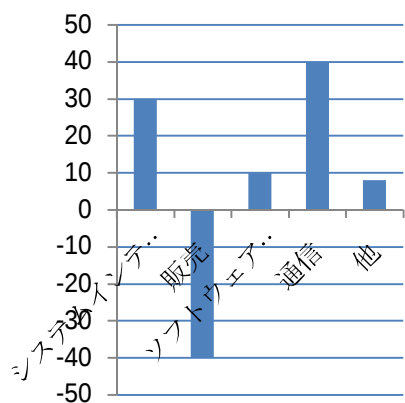
情報通信業における CMG の時価総額は第 2 位である。コア事業は以下の通り。

- (1) ソフトウェアサービス
- (2) システムインテグレーション
- (3) 通信
- (4) 販売

現在、CMG は子会社の 8 社と連結社の 2 社がある。



2013年税引前利益 (10 億ドン)



2014 年 12 月 31 日の時点での子会社

事業分野	子会社	保有率
ソフトウェアサービス	CMC ソフトウェアソリューション有限公司	100.00%
	情報安全株式会社	76.00%
	CMC Blue France 有限公司(活動が中止)	100.00%
システムインテグレーション	CMC システムインテグレーション有限公司	100.00%
	サイゴンシステムインテグレーション有限公司	100.00%
	CMC 通信インフラ株式会社	73.20%
販売	CMS コンピューター有限公司	100.00%
	CMC 貿易生産有限公司	100.00%

(ソース: CMG の 2014 年財務諸表)

2014 年 12 月 31 日の時点での連結会社

事業分野	連結会社	保有率
通信	NetNam 株式会社	41.14%
ソフトウェアサービス	Ciber – CMC 会社	49.90%

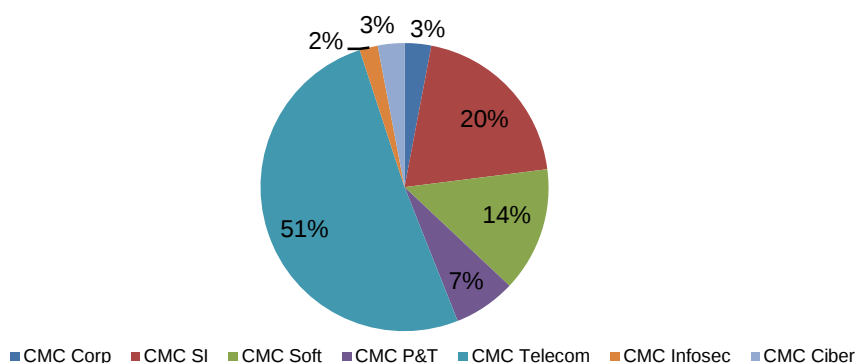
(ソース: CMG の 2014 年財務諸表)

CMG の経営活動は 2014 年に改善された。2014 年 12 月 31 日の時点で、CMG の 9 ヶ月の売上高は前年同期比 9.91%増の 2 兆 3,220 億 8,500 万で、税引後利益は同比 185.82%増の 862 億

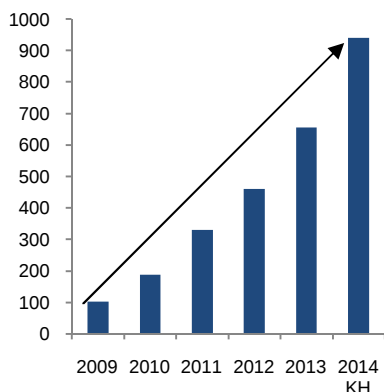
3,000 万ドンに達した。同社の赤字額は 167 億だった。2014 年税引前利益は 1,183 億ドンに達す目標だった。

4 コア事業の中には、通信分野は CMG の重要なコア事業だった。販売分野は最も弱い分野だった。具体的には、通信分野は税引前利益(93%を占め)に最も大きく貢献し、労働者数(51%を占め)は最大だった。同社の成長率を減少される原因は販売分野から来た。

2013年のCMGの労働者の構成



通信分野の売上高(10億ドン)



(ソース: CMG, BSC)

I. 通信分野—CMG のコア事業

今後成長ポテンシャルが極めて大きい分野である。通信サービスは 2007 年末から開始された。2009 年～2013 年の 5 年間における同分野の売上高は大きく成長した。売上高の年平均成長率(CARG)は+59.45%に達していた。クラウドコンピューティングの展開のおかげで、2012 年から利益に達した。2012 年と 2013 年には、同分野の税引前利益の成長率はそれぞれ前年比 145%増、166%増となった。2014 年の税引前利益は 590 億ドンに達し、計画の 51%を上回る見込みだ。

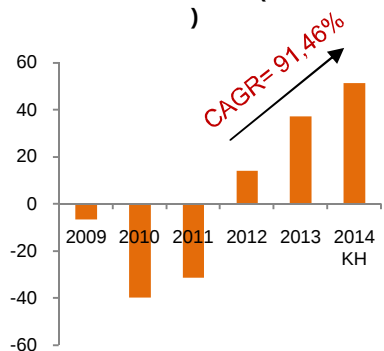
データ伝送サービス及び FTTx ビジネスは同分野の長期的な先端分野である。データ伝送サービス及び FTTx ビジネスの主な顧客(主な企業顧客)は利益を最も大きくもたらした。これらのサービスは長期的にポテンシャルがある。これらのサービスの顧客も広がっている。CMG の 50%顧客はホーチミン市に商業株式銀行である。

ケーブルテレビセグメントを通じるインターネット分野は大きな顧客を有しているが、大きく成長しにくいだ。

CMG は通労働者の増加、インフラと他の戦略への投資の増加を通じる信分野の強化を集中している。

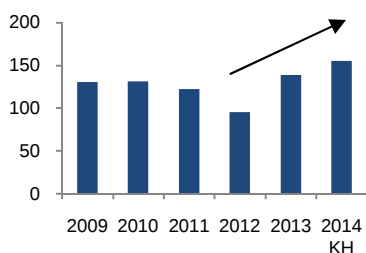
(1) 通信インフラの投資を増加する。通信分野の税引前利益率

通信分野の税引前利益(10億ドン)

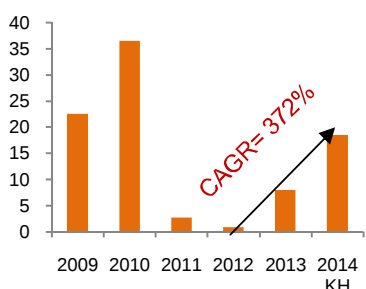


(ソース: CMG, BSC)

ソフト分野の売上高
(10億ドン)

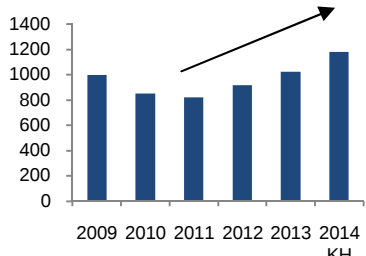


ソフト分野の税引前利益
(10億ドン)



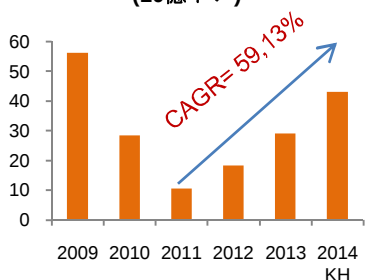
(ソース: CMG, BSC)

システムインテグレーション売上高
(10億ドン)



(ソース: CMG, BSC)

システムインテグレーションの税引前利益
(10億ドン)



(ソース: CMG, BSC)

は 2018 年に 15%に達す目標だ。

(2) 通信分野の労働者は CMG の労働者の大部分を占めている。通信分野の労働者は 2010 年の 25.7%から 2013 年～2014 年に同社労働者の 51%を占めた。

II.ソフトウェアサービス・ソフトウェアのアウトソーシングの強化

CMC は、1996 年以来、ソフトウェア開発と研究分野に参加した。2011 年～2012 年における売上高と利益は急減した。一般的な IT 市場及び政府顧客の削減からのマイナス要因から来た。ソフトウェア分野の活動は 2013 年から活発になった。売上高は前年比 45.84%増となり、税引前利益は同比 855.18%増となった。2014 年の同分野の税引前利益は 180 億～200 億ドンに達す見込みだ。

サービスの製品とパートナー:CMG は銀行、保険、税関、教育に向けソリューションの研究・発展・提供に特化している。CMG は ERP 市場にサービスと人材を提供するために Ciber – CMC 社に設立する海外パートナーを連携した。また、CMG – Software 社は Microsoft, IBM, Oracle, SAP のパートナーである。

ソフトウェアソリューションは政府の多くの案件を落札した。主な顧客は財政省、税関総局、テクコムバンク(Techcombank)、ベトインバンクなどである。特に、CMG は 2014 年末に税関総局の多くの案件を落札した。また、CMG も財政省に文書管理についてソフトウェアソリューションを提供する契約書を締結した。その契約総額は 220 億ドンだった。

ソフトウェアのアウトソーシング分野の発展は 2015 年に強化される。これは CMG の 2015 年目標である。ソフトウェアのアウトソーシング分野の主な顧客は韓国、日本である。同分野の 2015 年税引前利益の成長率は 25～30%増となる見通し。

III.システムインテグレーション・安定的に成長する

システムインテグレーション分野の売上高と税引前利益の比率は CMG の売上高と税引前利益の比率に第 2 位となっている。通信情報市場は困難を直面している背景には、システムインテグレーション分野の活動はかなり活発となると評価しております。また、2011 年～2014 年における CMG の税引前利益の年平均成長率(CARG)は+59.13%に達している見込みだ。2014 年の税引前利益は前年比 47.82%増の 430 億ドンに達す計画だ。

システムインテグレーション分野の製品と顧客: 同分野の製品とサービスは、IT インフ、企業向けデータベースの構築、ネットワークシステム及びセキュリティ、銀行業界向け特別な機器システムを含

む。主な顧客はベトテルテレコム、バオミン保険しゃなど。

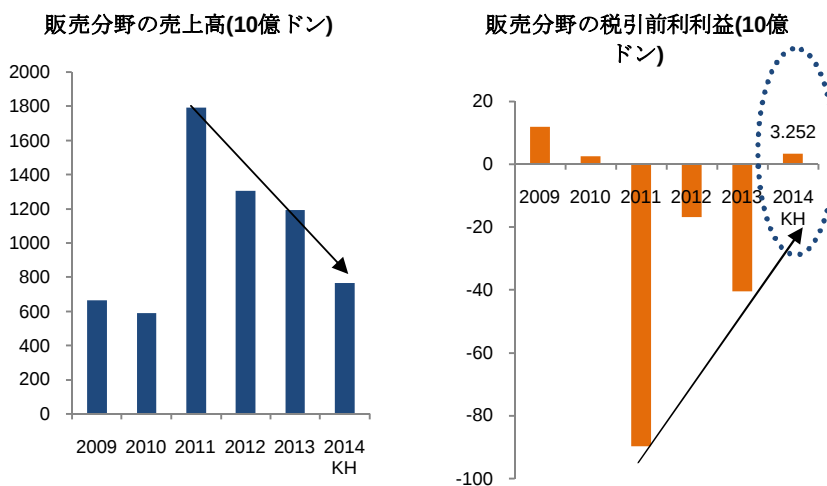
2015 年の税引前利益の成長率は 10～15%増となる見込みだ。

IV.販売サービス・再構成の後利益を持ち

これはコア事業の中に最低利益を達した分野である。2011 年～2013 年における利益は連続で赤字となった。

2014 年に利益は強く改善された。同分野の利益は再構成の後、黒字となった。

同分野の経営活動は 2014 年から改善された。CMG の 2014 年財務諸表によると、税引前利益は 32 億 5,000 万ドンに達した目標が、実際は 120 億ドンに達した。2015 年税引前利益は 150 億～160 億ドンに達す見込みだ。



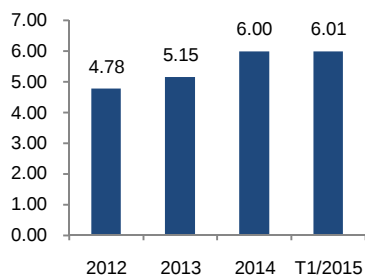
通信情報業の展望

IDC の報告によると、世界的な通信分野の売上高の成長率は 2015 年に 3%増となる。そのうち、アジア太平洋地域は、世界に最高の成長率に達す地域になる。同地域の成長率は 2015 年に 5%に達す見通し。

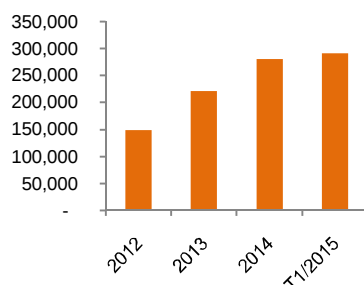
- (1) ソフトウェアサービス分野: 2009 年～2013 年における同分野の売上高の年平均成長率(CARG)は+12.49%に達しており、2009 年の 8 億 5,000 万ドルから 2013 年の 13 億 6,000 万ドルに増加した。
- (2) システムインテグレーション分野: 近年では、困難な経済状況により、通信情報向け投資を削減されたので、システムインテグレーション企業は多くの困難を直面していた。しかし、私たちは、ベトナム政府が 2014 年末まで通信情報業の投資を開始したと、同分野の状況はより改善すると期待されている。

CMG の地位

総インターネットユーザ

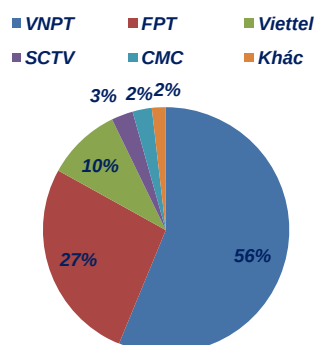


インターネット接続加入者数



(ソース:通信局, BSC)

2013年インターネットの市場シェア



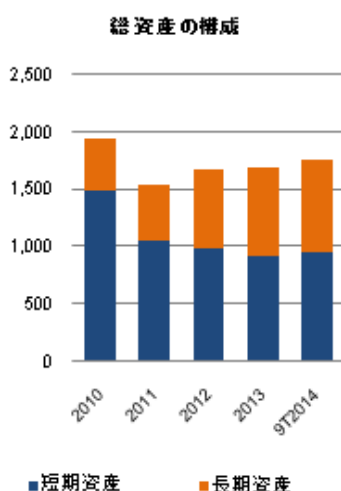
企業	資本金 (10 億ド ン) 31/12/ 2014	総資産 (10 億ド ン) 31/12/ 2014	2014 年 の 12 か 月の売 上高(10 億ドン)	売上高の比率 (01/01/2014 – 31/12/2014)					ROA	ROE	PE	PB
				売上総 利益率	販売費 用率	管理費 用率	借入費 用率	税引後 利益率	12T201 4	12T201 4	23/03/ 2014	23/03/ 2014
CMG	673	1,755	3,159	14.75%	7.14%	4.16%	1.26%	2.68%	4.82%	12.68%	9.55	1.13
FPT	3,440	22,658	32,645	19.22%	5.22%	6.69%	0.51%	6.37%	9.18%	26.27%	10.43	2.15

(Nguồn: BSC tổng hợp)

	2014	CMG	FPT
通信	売上高	939.99	4,822.27
	税引前利益	51.30	936.03
	税引前利益率	5.46%	19.41%
ソフトウェア	売上高	154.94	4,360.85
	税引前利益	18.51	603.32
	税引前利益率	11.95%	13.83%

システムインテグレーション	売上高	1,180.00	2,918.52
	税引前利益	43.13	136.68
	税引前利益率	3.65%	4.68%
生産・販売	売上高	768.72	22,851.20
	税引前利益	3.25	588.83
	税引前利益率	0.42%	2.58%

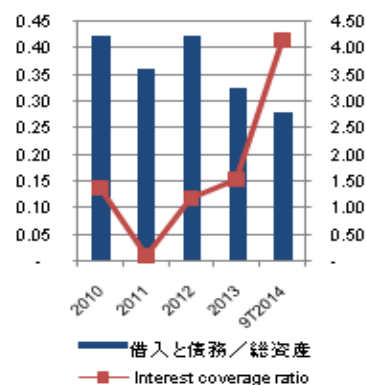
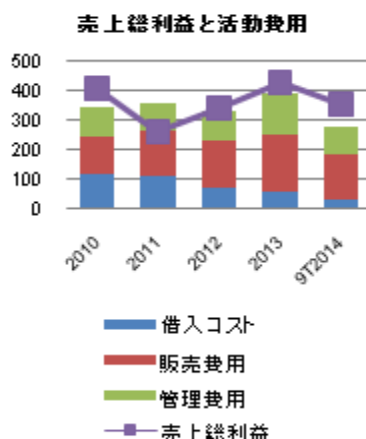
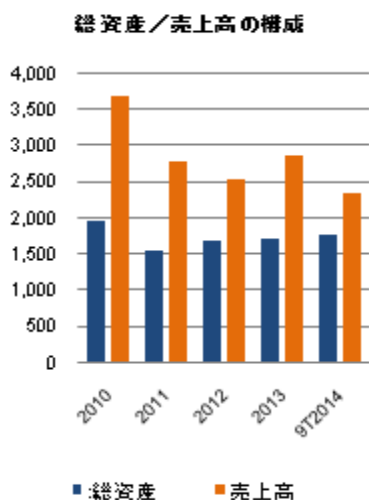
企業財務



資産構成・長期資産比率を増加する傾向:短期資産比率は直近 5 年間に 76%から 54%に低下している。CMG は通信インフラを引き続き投資するので、長期資産比率は今後増加すると考えております。売上高／総資産の比率は 1 より大きいので、同社の経営状況はポジティブとなる。

利益性・売上総利益と税引前利益の成長率は印象的になる。売上総利益比率は大幅に改善され、2011 年の 9.44%から 2014 年 9 ヶ月の 15.33%に増加した。活動費用／売上総利益は 2011 年の 1.37 から 2014 年 9 ヶ月の 0.783 に低下した。税引前利益は 2011 年の -1,015 億 6,000 万ドンから 2014 年 9 ヶ月の 950 億ドンに上げた。

資金返済の可能は 2011 年の 0.11 から 2014 年 9 ヶ月の 4.13 に増加した。



(ソース: CMG, BSC)

営業活動比率は資産回転率の減少と貸倒引当金の減少のおかげで、改選された。

業績の予測

私たちは、CMG は税引前利益の目標を達成する或いは上回ることを

ができると予測しております。私たちは、2014 年の売上高は前年比 10.4%増の 3 兆 1,560 億ドンで、売上総利益率は 15.3%に達すと推定しております。CMG の税引前利益は 1,220 億ドンに達す見通しだ。親会社株主帰属利益は 977 億 7,000 万ドンで、2014 年 EPS は 1,478VND／株であると見込みだ。

2015 年では、売上高は同比 15.47%増の 3 兆 6,440 億ドンで、税引前利益は 1,836 億 4,000 万ドンで、税引後利益は 1,190 億ドンに達すると予測しております。2015 年 EPS は 1,800VND／株である。

私たちは、CMG は 2016 年以来、配当を支払うと予測しております。配当率は 5%から 2019 年の 30%に引き上げると予測しております。

株式の評価とアドバイス

投資アドバイス:私たちは FCFF と PE 評価方法に基いて CMG の株を中長期的に強く買い、12 ヶ月の希望株価は現在(2015 年 4 月 10 日)の 30.57%より高い 1 株あたり 15,668VND であるとお勧めします。

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	5.75%
beta	0.6
ke	9.35%
kd	10.50%
E/A	40.61%
D/A	59.39%
Tax rate	15%
WACC	9.08%
g	3.00%

(Nguồn: BSC)

FCFF 評価方法:

2015 年～2019 年における第 1 期:これは CMG の利益率が大きく改善される期間である。当社は、通信分野とソフトウェアのアウトソーシング分野はこの期間に発展を強化される。

2019 年後からの第 2 期:CMG の長期的な成長率は 3%である。

FCFE 方法によると、合理的な株価は 15,138VND／株である。

PE 評価方法:

上場通信情報企業の平均 PE は 9.55 で、現在の市場で平均基準である。

2015 年 EPS は 1800VND／株で、PE は 9 である。**PE 評価方法によると、合理的な株価は 16,199VND／株である。**

2 方法からの合成

2 評価方法から合成すると、CMG の合理的な株価は **FCFE 方法の 50%と PE 方法の 50%である。**



そのため、CMG の合理的な株価は 15,668VND／株である。

付録 1

FCFF 評価方法に基いて CMG 株価を評価する

感度分析		g	WACC					
			7.58%	8.08%	8.58%	9.08%	9.58%	10.08%
株価	0.5%	12,018	9,816	7,908	6,242	4,777	3,481	2,330
	1.0%	14,124	11,610	9,451	7,580	5,946	4,510	3,240
	1.5%	16,576	13,678	11,213	9,096	7,261	5,658	4,250
	2.0%	19,468	16,085	13,242	10,825	8,749	6,949	5,378
	2.5%	22,929	18,924	15,605	12,818	10,447	8,410	6,645
	3.0%	27,146	22,321	18,392	15,138	12,403	10,078	8,080
	3.5%	32,397	26,461	21,728	17,874	14,681	11,999	9,718
	4.0%	39,116	31,615	25,792	21,148	17,368	14,236	11,604
	4.5%	48,016	38,210	30,852	25,138	20,583	16,874	13,801
	5.0%	60,367	46,947	37,326	30,106	24,501	20,031	16,392
	5.5%	78,660	59,071	45,903	36,463	29,379	23,878	19,492

(ソース: BSC)

付録 2 – 業績の予測

単位:10 億ドン	2014 F	2015 F	2016 F	2017 F	2018 F	2019 F
3. 売上高	3,155.91	3,644.22	4,255.45	4,752.81	5,240.42	5,796.08
4. 売上原価	2,673.06	3,030.17	3,532.02	3,925.82	4,244.74	4,665.85
5. 売上総利益	482.85	614.05	723.43	826.99	995.68	1,130.24
6. 資産運用収益	5.86	5.38	5.38	5.14	5.18	5.29
7. 資産運用コスト	47.99	55.76	49.83	46.19	41.26	43.68
-借入コスト	40.35	47.78	42.02	38.30	33.41	35.81
8. 販売費用	215.35	248.67	290.38	324.32	357.60	395.51
9. 管理費用	121.79	140.63	164.22	183.41	202.23	223.67
10. 経営活動からの益／損	103.59	174.36	224.38	278.20	399.78	472.67
11. 他の収入	13.51	5.94	6.94	7.75	8.54	9.45
12. 他の費用	3.35	6.20	7.23	7.13	7.86	8.69
13. 他の収入、純	10.16	(0.25)	(0.30)	0.62	0.68	0.76
14. 連結会社からの益／損	8.25	9.53	11.13	12.43	13.71	15.16
15. 税引前益／損	122.01	183.64	235.21	291.25	414.17	488.58
16. 税引後益／損	12.40	28.10	44.76	55.38	79.58	93.66
17. 法人税	1.24	-	-	-	-	-
18. 税引後利益	108.36	155.54	190.45	235.87	334.59	394.92
18.1 少数株主持分	10.45	36.32	51.34	71.46	129.80	150.63
18.2 親会社株主帰属利益	97.91	119.23	139.11	164.41	204.79	244.30
17. EPS	1,478	1,800	2,100	2,482	3,091	3,688

付録 3 - バランスシート

単位:10 億ドン	2014 F	2015 F	2016 F	2017 F	2018 F	2019 F
I-流動資産	1,092.91	1,243.31	1,430.19	1,569.92	1,802.36	2,175.10
1. 現金及び現金同等物	126.98	182.23	218.11	264.10	265.05	327.23
2. 短期投資の純価値	19.93	21.92	24.11	26.53	179.18	392.10
3. 短期未収金	597.22	689.62	779.81	823.42	855.50	899.84
4. 棚卸資産	184.33	159.64	186.42	208.20	229.56	253.91
5. 他の流動資産	164.45	189.90	221.75	247.66	273.07	302.03
II-非流動資産	844.32	932.83	981.04	1,057.36	1,110.35	1,005.35
1. 長期未収金	0.16					
2. 固定資産	699.79	786.22	835.37	911.27	964.53	859.34
3. 商業利点	5.31	5.35	5.62	5.43	5.47	5.50
4. 投資不動産						
5. 長期投資	16.95	16.95	16.95	16.95	16.95	16.95
6. 他の非流動資産	122.10	124.30	123.10	123.70	123.40	123.55
総資産	1,937.23	2,176.14	2,411.24	2,627.27	2,912.71	3,180.45
I-資本	1,112.35	1,195.72	1,273.49	1,353.02	1,436.36	1,507.90
1. 短期債務	880.44	975.56	1,053.50	1,123.04	1,196.37	1,317.91
2. 長期債務	231.91	220.17	219.98	229.98	239.98	189.98
II-株主資本	764.52	883.74	989.73	1,054.77	1,127.08	1,172.64
1. 株主資本	764.52	883.74	989.73	1,054.77	1,127.08	1,172.64
2. 資本と予備積立金						
III-少数株主持分	60.36	96.68	148.02	219.48	349.28	499.91
資本の総額	1,937.23	2,176.14	2,411.24	2,627.27	2,912.71	3,180.45

(ソース: BSC)

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)・分析部

投資コンサルタント

Le Hai Duong

(部長)

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Tran Thang Long

(部長)

longtt@bsc.com.vn

Tel: 0439352722 (118)

コンタクト

ハノイ本社

10F, BIDV Tower

35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi

Tel: (84 4) 2220 6647

Fax: (84 4) 2220 0669

Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,

Dist.1, HCMC

Tel: (84 8) 3812 8885

Fax: (84 8) 3812 8510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

