

# Công ty Cổ phần FPT (HSX:FPT)

MUA

Nguyễn Thị Anh Đào  
Chuyên viên

## Kỷ nguyên cho tham vọng Xuất khẩu phần mềm của FPT

### Báo cáo lần đầu CNTT

Giá mục tiêu	62.900
Giá hiện tại	50.000
Cổ tức bằng tiền mặt	2.000
TL tăng	25,8%
Lợi suất cổ tức	4,0%
Tổng lợi nhuận	29,8%

#### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (USD)	784 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua (USD)	0,8 triệu
Sở hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	344 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	344 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	58.500
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	40.030

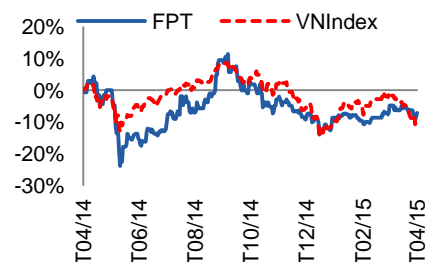
#### Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT	7,14%
SCIC	6,05%
Dragon Capital	7,02%
Red River Holding	5,72%
Khác	74,07%

#### Mô tả công ty

FPT là tập đoàn CNTT với thị phần Internet băng thông rộng lớn thứ hai tại Việt Nam, lên đến khoảng 26%. Công ty cũng dẫn đầu trong các lĩnh vực giải pháp phần mềm, tích hợp hệ thống và dịch vụ CNTT với thị phần trên 50%. Theo chiến lược phát triển ra thế giới, FPT đã hiện diện tại 19 quốc gia và doanh thu trên thị trường quốc tế tăng trưởng mạnh, trung bình 30% trong 4 năm qua.

#### Diễn biến giá cổ phiếu FPT



- Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho CTCP FPT với khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 62.900 đồng (TL tăng 25,8%, tổng lợi nhuận 29,8%).
- Chúng tôi kỳ vọng năm 2015 sẽ là năm đánh dấu bước ngoặt của FPT với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS 15% trong giai đoạn 2015-2018, so với mức chỉ 7% giai đoạn 2011-2014.
- Mạng xuất khẩu phần mềm, phân khúc nổi trội sẽ là yếu tố được hưởng lợi chính từ việc tiếp tục đẩy mạnh vào thị trường Nhật Bản, cũng như việc tạo được dấu ấn tại thị trường Mỹ sẽ dẫn dắt tăng trưởng của FPT.
- Định giá hấp dẫn - FPT hiện đang giao dịch với PER 9 lần EPS ước tính của VCSC là 5.467 đồng trong năm 2015 (tăng 15,2% so với năm 2014).
- EPS sơ bộ quý 1/2015 đạt 1.235 đồng (tăng 17% so với quý 1/2014, phù hợp với dự báo của chúng tôi), chủ yếu nhờ tăng trưởng mạnh mẽ từ khối Công nghệ và Phần mềm, Bán lẻ lần lượt là 19% và 60%.

Chúng tôi dự báo năm 2015 sẽ là năm đánh dấu bước ngoặt cho FPT với doanh thu thuần sẽ đạt 37.420 tỷ đồng (tăng 14,6% so với năm 2014) và EPS đạt 5.543 tỷ đồng (tăng 16,8% so với năm 2014). Điều này là nhờ vào sự phục hồi vào phân khúc Công nghệ thông tin trong nước (tăng 48% so với LNTT năm 2014) nhờ vào hợp đồng ký kết với các quốc gia láng giềng, củng cố thêm vào hoạt động xuất khẩu phần mềm.

**Xuất khẩu phần mềm là yếu tố nổi trội, hưởng lợi từ xu thế toàn cầu.** Theo báo cáo của Cusman & Wakefield năm 2015, Việt Nam đã trở thành địa điểm gia công hàng đầu thế giới lần đầu tiên nhờ vào lợi thế chi phí. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp duy trì tăng trưởng gia công phần mềm của FPT, do đó chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng này sẽ tiếp tục với CAGR 26% trong giai đoạn 2015-2019, tương ứng với doanh thu và LNTT lần lượt là 18% và 33% vào năm 2020.

**Mảng viễn thông cũng cho thấy mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, nhưng chúng tôi chỉ kỳ vọng tăng trưởng LNTT sẽ chỉ trở lại vào năm 2016** do chi phí liên quan đến dự án quang hóa trong năm 2014-2015. Với giá cả và băng thông cạnh tranh, chúng tôi dự báo doanh thu mảng viễn thông sẽ tiếp tục là một yếu tố thúc đẩy tăng trưởng cho FPT trong tương lai, với CAGR 16% giai đoạn 2015-2019.

**Với nhiều yếu tố cộng hưởng, chúng tôi ước tính năm 2019 sẽ là năm mảng xuất khẩu phần mềm đóng góp 30% LNTT và bắt đầu định nghĩa lại FPT.**

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	27,028	32,645	37,420	42,804	48,269
LNST (tỷ đồng)	1,608	1,632	1,880	2,231	2,590
Biên LN gộp (%)	20.5%	19.2%	19.6%	20.2%	21.2%
Biên LN từ HĐ (%)	8.6%	7.3%	7.5%	7.8%	8.0%
Biên LNST (%)	5.9%	5.0%	5.0%	5.2%	5.4%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	4,674	4,745	5,467	6,485	7,529
Tăng trưởng EPS (%)	4.4%	1.5%	15.2%	18.6%	16.1%
GT doanh nghiệp (EV) / EBITDA	6.2	7.9	7.0	6.1	5.5
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	14.8	71.5	19.5	8.5	7.1
Giá CP / LN, theo giá TT	8.4	10.3	9.1	7.7	6.6
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1.9	2.1	1.9	1.6	1.4
ROA (%)	13.0%	10.3%	9.8%	10.6%	11.0%
ROE (%)	26.9%	23.7%	23.4%	24.8%	25.2%
Nợ/CSH (%)	51.2%	74.2%	67.3%	63.1%	61.0%

Ghi chú: LNST = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số

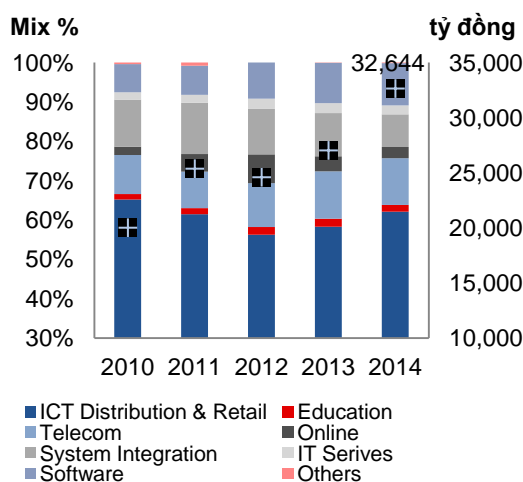
## SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

**Lĩnh vực kinh doanh** CNTT và tư vấn CNTT  
**Doanh thu** 1,5 tỷ USD (2014)  
**Lợi nhuận ròng** 76 triệu USD (2014)  
*USD/VND = 21.400*

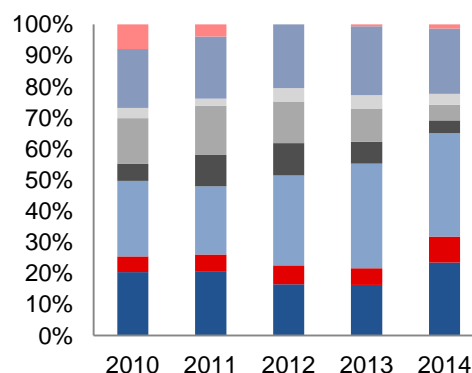
**Yếu tố doanh thu chính** Phân phối CNTT và bán lẻ, Viễn thông & xuất khẩu phần mềm  
**Yếu tố chi phí chính** Giá vốn hàng bán  
**Yếu tố rủi ro chính** Rủi ro chính trị & chi tiêu Chính phủ  
**Các khách hàng chính** Chính phủ, Các ngân hàng và khách hàng quốc tế khác  
**Lãnh đạo** Ông Trương Gia Bình (Chủ tịch) & Ông Bùi Quang Ngọc (CEO)  
**Địa chỉ** Tòa nhà FPT Cầu Giấy, Đường Phạm Hùng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
**Website** www.fpt.com.vn  
**Email** ir@fpt.com.vn  
**Điện thoại** (+84) 4 73007300

### CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

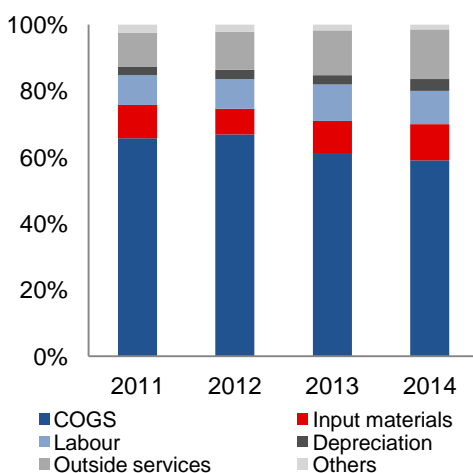
Cơ cấu doanh thu



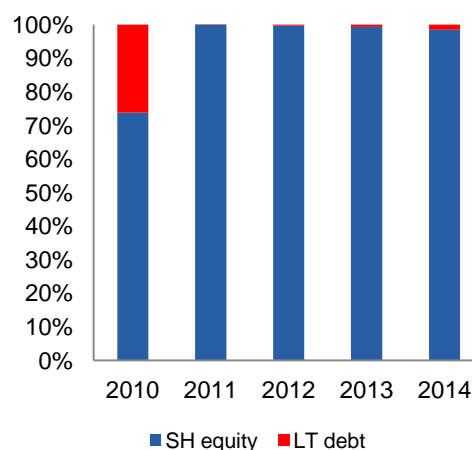
Đóng góp vào LNTT



Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu vốn



Nguồn: Báo cáo tài chính FPT

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>KQLN</b>					
Doanh thu thuần	27.028	32.645	37.420	42.804	48.269
- Giá vốn hàng bán	-21.489	-26.371	-30.085	-34.141	-38.049
Lợi nhuận gộp	5.539	6.273	7.335	8.663	10.220
- Chi phí bán hàng	-1.357	-1.703	-1.992	-2.341	-2.805
- Chi phí quản lí DN	-1.846	-2.183	-2.536	-2.979	-3.570
LN thuần HĐKD	2.336	2.387	2.807	3.344	3.845
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-25	-1	-19	-21	-24
- Lợi nhuận khác	337	292	246	258	300
EBIT	2.648	2.678	3.034	3.580	4.120
- Chi phí lãi vay	-132	-166	-188	-208	-214
Lợi nhuận trước thuế	2.516	2.512	2.846	3.373	3.906
- Thuế TNDN	-450	-433	-553	-648	-745
LNST	2.065	2.079	2.293	2.724	3.162
- Lợi ích CĐ thiểu số	-458	-447	-408	-485	-563
<b>LN ròng</b>	<b>1.608</b>	<b>1.632</b>	<b>1.885</b>	<b>2.239</b>	<b>2.599</b>
EBITDA	3.045	3.180	3.670	4.308	4.941
SL CP lưu hành (triệu)	275	344	344	344	344
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	344	344	344	344	344
EPS	5.842	4.745	5.479	6.510	7.556
EPS pha loãng hoàn toàn	4.674	4.745	5.479	6.510	7.556

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu	9,9%	20,8%	14,6%	14,4%	12,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	4,7%	2,2%	17,6%	19,1%	15,0%
Tăng trưởng EBIT	0,5%	1,1%	13,3%	18,0%	15,1%
Tăng trưởng EPS %	4,4%	1,5%	15,5%	18,8%	16,1%
<b>Khả năng sinh lợi</b>					
Biên LN gộp %	20,5%	19,2%	19,6%	20,2%	21,2%
Biên LN từ HĐ %	8,6%	7,3%	7,5%	7,8%	8,0%
EBITIDA %	9,8%	8,2%	8,1%	8,4%	8,5%
EBT %	11,3%	9,7%	9,8%	10,1%	10,2%
Biên LN ròng %	5,9%	5,0%	5,0%	5,2%	5,4%
ROE %	26,9%	23,7%	23,5%	24,8%	25,2%
ROA %	13,0%	10,3%	9,8%	10,7%	11,0%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					
Số ngày tồn kho	51,2	58,3	63,4	61,1	61,7
Số ngày phải thu	43,5	39,8	38,0	37,3	37,6
Số ngày phải trả	34,1	36,1	36,4	34,0	34,3
TG luân chuyển tiền	60,7	62,0	65,1	64,5	65,0
<b>Thanh khoản</b>					
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
CS thanh toán nhanh	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Nợ/Tài sản	24,0%	30,3%	28,6%	27,3%	26,8%
Nợ/Vốn sử dụng	33,8%	42,6%	40,2%	38,7%	37,9%
Nợ/Vốn CSH	51,2%	74,2%	67,3%	63,1%	61,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	20,0	16,1	16,2	17,2	19,2

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>Bảng CĐKT</b>					
Tiền và tương đương	2.751	4.336	4.173	5.072	6.644
Đầu tư TC ngắn hạn	1.443	1.441	1.441	1.441	1.441
Các khoản phải thu	3.418	3.710	4.085	4.673	5.270
Hàng tồn kho	3.329	5.096	5.358	6.080	6.776
TS ngắn hạn	1.967	2.381	2.381	2.381	2.381
Tổng TS ngắn hạn	12.908	16.964	17.438	19.648	22.512
TS dài hạn (gộp)	4.132	5.353	7.036	8.321	9.769
- Khấu hao lũy kế	-1.869	-2.355	-2.991	-3.718	-4.539
TS dài hạn (ròng)	2.264	2.998	4.046	4.602	5.230
Đầu tư TC dài hạn	707	797	797	797	797
TS dài hạn khác	1.692	1.900	1.900	1.900	1.900
Tổng TS dài hạn	4.662	5.694	6.742	7.298	7.926
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>17.571</b>	<b>22.658</b>	<b>24.180</b>	<b>26.946</b>	<b>30.438</b>
Phải trả ngắn hạn	2.200	3.019	2.977	3.378	3.765
Vay và nợ ngắn hạn	4.167	6.722	6.798	7.254	8.084
Phải trả ngắn hạn khác	2.702	3.315	3.800	4.347	4.902
Nợ ngắn hạn	9.069	13.057	13.575	14.979	16.751
Vay và nợ dài hạn	55	142	121	103	85
Phải trả dài hạn khác	193	202	202	202	202
Nợ dài hạn	248	344	323	304	286
Tổng nợ	9.317	13.401	13.897	15.284	17.037
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0	0
Vốn góp bổ sung	49	49	49	49	49
Vốn cổ phần	2.752	3.440	3.440	3.440	3.440
Lợi nhuận giữ lại	4.407	4.424	5.449	6.828	8.567
Lợi ích CĐTS	1.045	1.344	1.344	1.344	1.344
Vốn chủ sở hữu	8.254	9.258	10.283	11.662	13.401
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>17.571</b>	<b>22.658</b>	<b>24.180</b>	<b>26.946</b>	<b>30.438</b>

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>Dòng tiền</b>					
Tiền đầu năm	2.319	2.751	4.336	4.173	5.072
Lợi nhuận sau thuế	1.608	1.632	1.885	2.239	2.599
Khấu hao	443	547	636	728	821
Thay đổi vốn lưu động	-777	-1.014	-194	-362	-351
Điều chỉnh khác	283	175	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.557	1.341	2.326	2.605	3.069
Chi mua sắm TSCĐ	-911	-1.417	-1.684	-1.284	-1.448
Đầu tư	-821	-241	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.732	-1.659	-1.684	-1.284	-1.448
Cổ tức đã trả	-750	-756	-860	-860	-860
Tăng (giảm) vốn	13	16	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	1.341	2.643	54	438	812
Tiền từ hoạt động TC	608	1.903	-806	-422	-48
Tổng lưu chuyển tiền tệ	432	1.585	-164	899	1.572
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.751</b>	<b>4.336</b>	<b>4.173</b>	<b>5.072</b>	<b>6.644</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC

See important disclosure at the end of this document

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn) | VCSC<GO>

Viet Capital Securities | 3

## KẾT QUẢ KINH DOANH (theo báo cáo)

2015E	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Kế hoạch của FPT	Dự báo của VCSC
Doanh thu thuần	8.214	8.537	10.142	10.525	37.420	39.600 (tổng doanh thu)	37.419
<i>Viễn thông</i>	1.055	1.147	1.193	1.193	4.588		4.588
<i>Trực tuyến</i>	89	89	89	89	358		358
<i>Giải pháp phần mềm</i>	754	1.020	1.197	1.463	4.433		4.433
<i>Tích hợp hệ thống</i>	271	649	595	1.191	2.706		2.706
<i>Dịch vụ CNTT</i>	174	227	218	253	871		871
<i>Giáo dục</i>	141	153	165	129	588		588
<i>Thương mại và bán lẻ</i>	5.730	5.253	6.685	6.208	23.876		23.876
Biên LNTT %	7,8%	8,8%	6,9%	7,2%	7,6%	7,2%	7,6%
<i>Viễn thông</i>	22,9%	19,1%	17,8%	14,9%	18,6%		18,6%
<i>Trực tuyến</i>	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%		30,3%
<i>Giải pháp phần mềm</i>	18,1%	21,0%	10,2%	16,0%	15,9%		15,9%
<i>Tích hợp hệ thống</i>	2,9%	4,1%	6,1%	3,1%	4,0%		4,0%
<i>Dịch vụ CNTT</i>	19,1%	21,6%	17,4%	14,6%	18,0%		18,0%
<i>Giáo dục</i>	38,1%	33,8%	32,7%	48,1%	37,7%		37,7%
<i>Thương mại và bán lẻ</i>	2,4%	3,2%	3,1%	2,9%	2,9%		2,9%
LN ròng sau thuế	421	500	460	499	1.880		1.880
Biên LN ròng sau thuế (%)	5,1%	5,9%	4,5%	4,7%	5,0%		5,0%
Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)	1.224	1.454	1.337	1.452	5.467		5.467
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Kế hoạch của FPT	Dự báo của VCSC
Doanh thu thuần	7.362	7.848	9.066	8.304	32.580		
<i>Viễn thông</i>	893	950	992	1.021	3.856		
<i>Trực tuyến</i>	293	217	194	242	946		
<i>Giải pháp phần mềm</i>	604	799	931	1.173	3.507		
<i>Tích hợp hệ thống</i>	324	643	577	1.163	2.707		
<i>Dịch vụ CNTT</i>	142	207	174	201	724		
<i>Giáo dục</i>	135	143	153	129	560		
<i>Thương mại và bán lẻ</i>	4.971	4.889	6.045	4.375	20.280		
Biên LNTT %	7,9%	8,2%	6,6%	7,6%	7,5%		
<i>Viễn thông</i>	26,5%	22,6%	21,0%	17,0%	21,6%		
<i>Trực tuyến</i>	6,1%	19,8%	12,9%	6,6%	10,8%		
<i>Giải pháp phần mềm</i>	16,6%	19,6%	9,7%	14,7%	14,8%		
<i>Tích hợp hệ thống</i>	3,1%	5,3%	8,0%	4,0%	5,1%		
<i>Dịch vụ CNTT</i>	12,7%	12,8%	11,8%	10,0%	11,7%		
<i>Giáo dục</i>	30,7%	27,9%	27,2%	37,2%	30,5%		
<i>Thương mại và bán lẻ</i>	2,6%	2,6%	2,7%	3,9%	2,9%		
LN ròng sau thuế	362	428	389	451	1.632		
Biên LN ròng sau thuế (%)	4,9%	5,5%	4,3%	5,4%	5,0%		
Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)	1.052	1.244	1.131	1.311	4.745		

## DỰ BÁO CHO NĂM TÀI CHÍNH 2015

	2014	Dự báo 2015	Tăng trưởng % (so 2014)	Ghi chú
Doanh thu thuần	32.644	37.419	14,6%	
Thương mại và bán lẻ	20.280	23.876	17,7%	Bán lẻ tăng 40% so với năm 2014 nhờ tích cực mở mới cửa hàng
Tích hợp hệ thống	2.706	2.706	0,0%	
Viễn thông	3.869	4.588	18,6%	
Trực tuyến	946	358	-62,2%	Không còn mảng kinh doanh game
Giáo dục	560	588	5,0%	
Phần mềm	3.508	4.433	26,4%	Tăng trưởng xuất khẩu phần mềm mạnh mẽ 29% so với năm 2014 và mảng Giải pháp phần mềm tăng trưởng 20%
Dịch vụ CNTT	726	871	20,0%	
LNTT	2.512	2.840	13,1%	
Thương mại và bán lẻ	569	687	20,8%	
Tích hợp hệ thống	127	108	-14,8%	Thị trường CNTT nội địa tri tri (mảng này chủ yếu là phần cứng)
Viễn thông	834	851	2,1%	
Trực tuyến	102	108	6,1%	
Giáo dục	211	222	5,0%	
Phần mềm	527	707	34,1%	Sự phục hồi mảng Giải pháp Phần mềm với các hợp đồng dịch vụ từ các thị trường lân cận có biên LN cao hơn các hợp đồng nội địa. Chúng tôi dự báo LNTT năm 2015 sẽ tăng 6,7 lần so với năm 2014 cho mảng này.
Dịch vụ CNTT	87	157	80,2%	
Chi phí bán hàng & marketing	-1.703	-1.992	17,0%	
Chi phí hành chính	-2.183	-2.536	16,2%	
LN thuần HĐKD	2.387	2.807	17,6%	
LN không từ HĐKD	292	221	-24,4%	
EBIT	2.678	3.028	13,1%	
Lãi vay	-166	-188	13,0%	
LN trước thuế	2.512	2.840	13,1%	
LN sau thuế	2.079	2.287	10,0%	
LN ròng sau thuế (sau khi chi CĐ thiếu số)	1.632	1.880	15,2%	
EBITDA	3.180	3.664	15,2%	
Biên LN gộp %	7,7%	7,6%		
Thương mại và bán lẻ	2,8%	2,9%		
Tích hợp hệ thống	4,7%	4,0%		
Viễn thông	21,6%	18,6%		
Trực tuyến	10,8%	30,3%		
Giáo dục	37,7%	37,7%		
Phần mềm	15,0%	15,9%		
Dịch vụ CNTT	12,0%	18,0%		
% Doanh số của CP bán hàng & marketing	-5,2%	-5,3%		
% Doanh số của chi phí hành chính	-6,7%	-6,8%		
Biên LN thuần HĐKD %	7,3%	7,5%		
Biên EBIT %	8,2%	8,1%		
Biên EBITDA %	9,7%	9,8%		
Biên LN ròng sau thuế %	5,0%	5,0%		
Thuế suất thực tế %	17,2%	17,5%		

## Mục lục

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY .....	2
Công ty Công nghệ thông tin hàng đầu Việt Nam .....	7
Lợi nhuận năm 2014 thấp dù cho doanh thu tăng 21% so với năm trước đó .....	8
Triển vọng tương lai .....	8
Định giá.....	18
So sánh với các công ty cùng ngành .....	19
Viễn thông .....	19
Phần mềm và dịch vụ CNTT .....	19
Phân phối và Bán lẻ .....	20

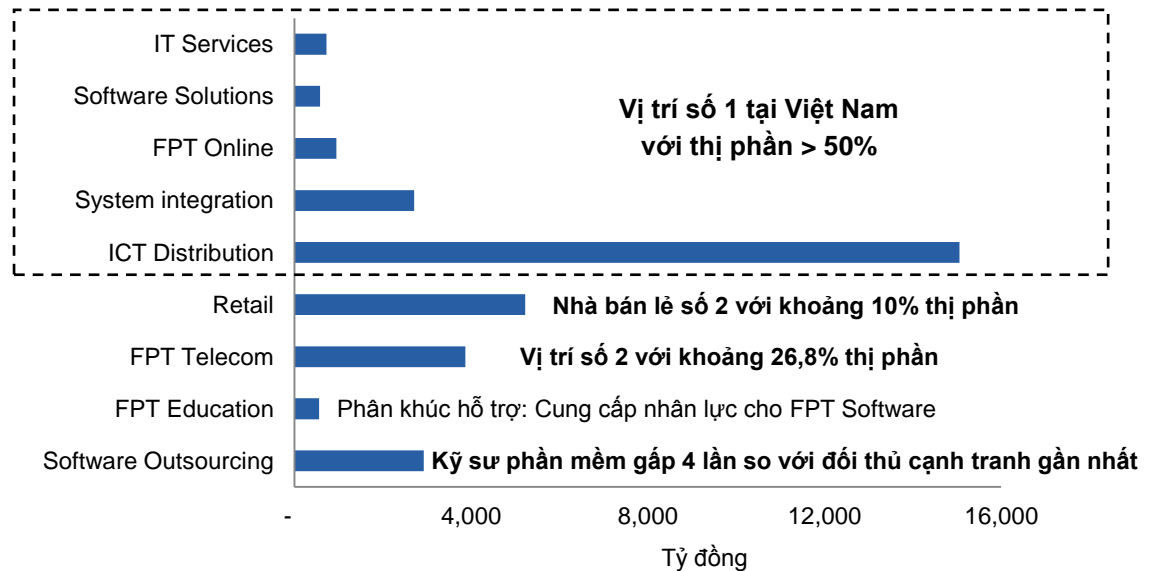
## Hình và Bảng

Hình 1: Doanh thu thuần 2014 theo mảng .....	7
Hình 2: LNTT theo mảng .....	7
Hình 3: DT mảng Công nghệ (không tính mảng xuất khẩu) giai đoạn 2015-2019.....	9
Hình 4: LNTT mảng Công nghệ (không tính mảng xuất khẩu) giai đoạn 2015-2019 .....	9
Hình 5: Việt Nam có mức hấp dẫn tài chính tốt nhất so với các quốc gia công khác .....	10
Hình 6: FPT Software sở hữu lượng nhân công lớn trong lĩnh vực phần mềm so với các công ty khác trong nước.....	11
Hình 7: Các khách hàng quốc tế của FPT Software .....	11
Hình 8: Doanh thu và tăng trưởng từ các khách hàng lớn nhất của FPT Software .....	12
Hình 9: Chi tiêu dịch vụ CNTT toàn thế giới 2015 (tỷ USD) .....	13
Hình 10: Doanh thu từ gia công phần mềm của FPT tăng trưởng kép hàng năm lên đến 31% trong 3 năm qua.....	13
Hình 11: Doanh thu từ xuất khẩu phần mềm của FPT 2015-2019 .....	13
Hình 12: Lợi nhuận trước thuế từ xuất khẩu phần mềm của FPT 2015-2019 .....	13
Hình 13: Thị phần băng thông rộng cố định (2013).....	14
Hình 14: Số người sử dụng Internet băng thông rộng cố định trên 100 người dân tại các nước (2013).....	14
Hình 15: Số người sử dụng Internet băng thông rộng cố định tại Việt Nam (2013) .....	15
Hình 16: So sánh giá một số gói cước data không giới hạn của FPT và VNPT .....	15
Hình 17: Dự báo doanh thu từ dịch vụ viễn thông 2015-2019 .....	16
Hình 18: Dự báo lợi nhuận trước thuế từ dịch vụ viễn thông 2015-2019 .....	16
Hình 19: Dự báo doanh thu từ phân phối và bán lẻ 2015-2019.....	17
Hình 20: Dự báo LN trước thuế từ bán lẻ 2015-2019 .....	17
Hình 21: Cơ cấu doanh thu thuần theo lĩnh vực kinh doanh.....	17
Hình 22: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế 2015 theo lĩnh vực kinh doanh .....	18
Hình 23: Tổng kết mô hình định giá chiết khấu dòng tiền .....	18

## Công ty Công nghệ thông tin hàng đầu Việt Nam

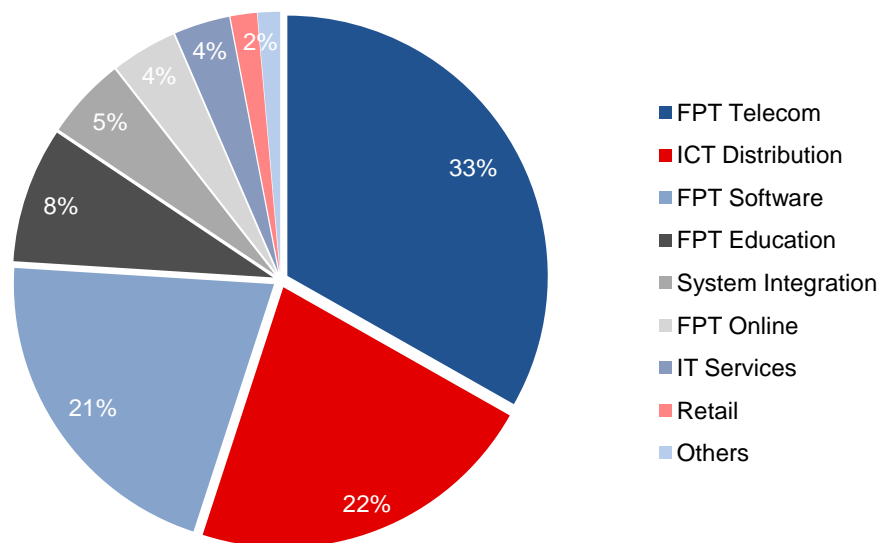
FPT là công ty lớn nhất Việt Nam trong ngành công nghệ thông tin. Công ty hiện đang hoạt động trong nhiều lĩnh vực dịch vụ liên quan đến công nghệ thông tin cũng như có thị phần lớn trong hầu hết các phân khúc. Các mảng kinh doanh kinh chính bao gồm Xuất khẩu phần mềm (quốc tế), Giải pháp phần mềm, Tích hợp hệ thống, dịch vụ CNTT (chủ yếu trong nước), Viễn thông (băng thông rộng, kênh thuê riêng và các dịch vụ khác), Dịch vụ trực tuyến (quảng cáo trực tuyến, game); Phân phối công nghệ và Bán lẻ.

Hình 1: Doanh thu thuần 2014 theo mảng



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

Hình 2: LNTT theo mảng



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty



## Lợi nhuận năm 2014 thấp dù cho doanh thu tăng 21% so với năm trước đó

### Những yếu tố thúc đẩy doanh thu chính:

- Xuất khẩu phần mềm (tăng 36% so với 2013) khi tất cả các thị trường đều cho thấy tốc độ tăng trưởng hai con số, như Nhật bản (+18%), Mỹ (+39%), Châu Âu (+117%, +18% nếu không tính đến thương vụ thuê gói FPT Slovakia) và APAC (+37%).
- Internet băng thông rộng (+21% so với 2013) nhờ việc tăng thuê bao mới;
- Phân phối công nghệ và Bán lẻ (+31% so với 2013) nhờ tăng trưởng mạnh mẽ của mảng Bán lẻ (+78%) qua việc tích cực mở rộng chuỗi cửa hàng và sự chuyển hóa thị trường từ điện thoại cơ bản sang điện thoại thông minh.

### Tuy nhiên, LNTT không thay đổi nhiều do các yếu tố:

- Chi phí liên quan đến dự án quang hóa cho internet băng thông rộng khiến LNTT của phân khúc này không tăng trưởng dù doanh thu tăng mạnh;
- Mảng Công nghệ nội địa, bao gồm Giải pháp Phần mềm, Tích hợp hệ thống và Dịch vụ CNTT có LNTTT giảm lần lượt 90%, 52% và 20% so với năm 2013 do các dự án CNTT trì trệ của thị trường trong nước.
- Mảng Game cũng trải qua giai đoạn khó khăn (giảm 15% so với 2013) do những quy định nghiêm ngặt hơn của Chính phủ đến ngành công nghiệp Game.

## Triển vọng tương lai

### Sự phục hồi của phân khúc Công nghệ thông tin trong nước với chiến lược “Hướng ra toàn cầu” (“Go Global”)

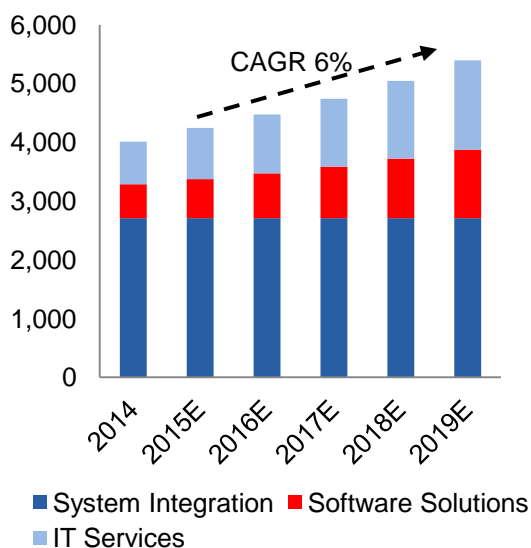
Nhằm giảm thiểu sự phụ thuộc vào thị trường CNTT nội địa, FPT đã bắt đầu áp dụng chiến lược “Go Global” cho phân khúc Công nghệ thông tin trong nước, bao gồm Giải pháp Phần mềm, Tích hợp hệ thống và Dịch vụ CNTT. Trong năm 2014, giá trị hợp đồng đến từ các quốc gia lân cận đã đạt 26,4 triệu USD. Bao gồm 14 dự án đến từ các quốc gia như Philippines, Bangladesh, Cambodia, Singapore, Myanmar,...

Ngoài ra, nhằm khắc phục tình trạng trì trệ của thị trường CNTT trong nước, FPT đã đề ra giải pháp với tên gọi “Thuê ngoài dịch vụ CNTT” khi các khách hàng sẽ chỉ cần thuê phần mềm thay vì phải chi trả trước một số tiền lớn để sở hữu. Hiện tại theo phương thức này, FPT đã thực hiện hệ thống đặt vé trực tuyến cho Tổng Công ty Đường sắt Việt Nam nhằm giải quyết hiện tượng quá tải tại các nhà ga, đặc biệt trong các dịp nghỉ lễ. Thủ tướng Chính phủ cũng đã ban hành Quyết định số 80/2014/QĐTTg vào tháng 12/2014 ủng hộ dịch vụ thuê CNTT đối với các cơ quan Chính phủ.

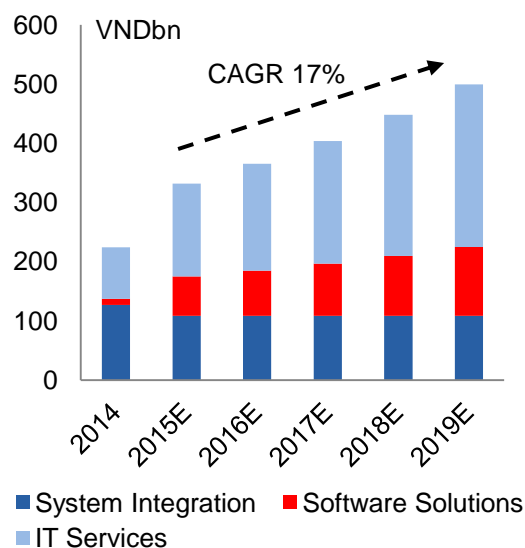
Vào tháng 12/2014, giá trị các dự án chưa thực hiện trong phân khúc Công nghệ thông tin trong nước (Giải pháp Phần mềm, Tích hợp hệ thống và Dịch vụ CNTT) được ghi nhận ở mức 2.650 tỷ đồng (tăng 66% so với năm 2013).



**Hình 3: DT mảng Công nghệ (không tính mảng xuất khẩu) giai đoạn 2015-2019**



**Hình 4: LNTT mảng Công nghệ (không tính mảng xuất khẩu) giai đoạn 2015-2019**



Nguồn: FPT và dự báo của VCSC

### Hưởng lợi chính từ xu hướng xuất khẩu phần mềm toàn cầu

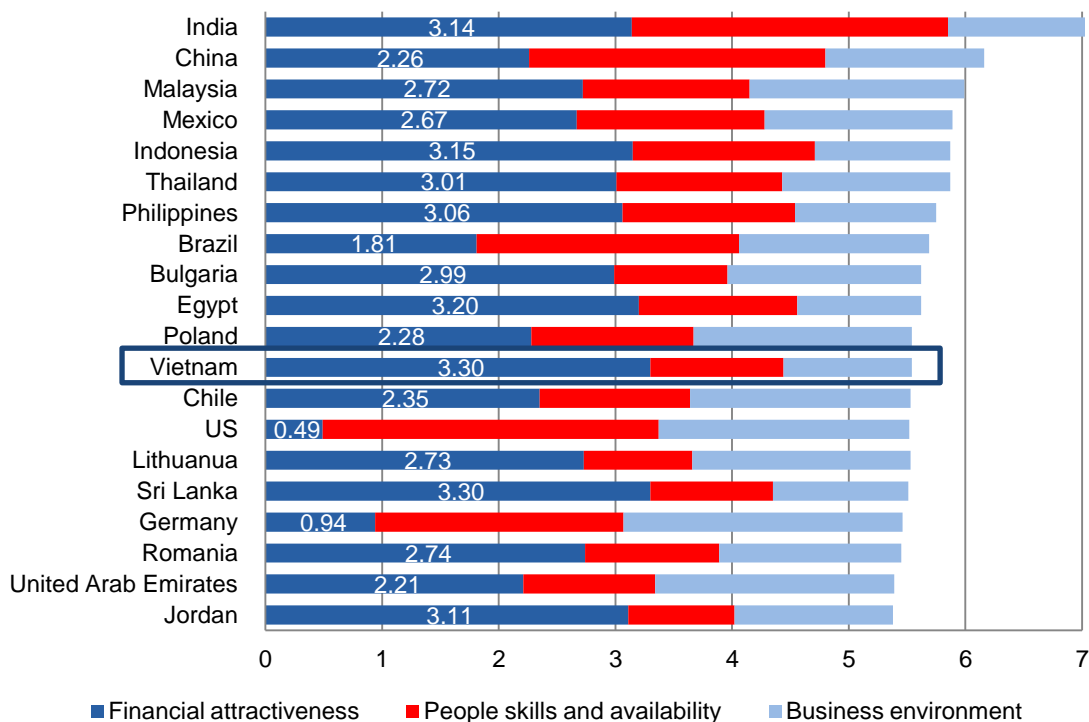
#### Vì sao Trung Quốc trở nên bứt phá trong thị trường thuê ngoài CNTT tại Nhật Bản.

Trung Quốc và Ấn Độ đang là những quốc gia thống trị dịch vụ thuê ngoài với vị thế là 2 quốc gia đông dân nhất thế giới và sở hữu lao động giá rẻ. Trong khi Ấn Độ chủ yếu tập trung vào các quốc gia nói tiếng Anh, Trung Quốc chủ yếu tập trung vào các khách hàng Nhật Bản khi hai quốc gia này có văn hóa khá tương đồng. Do đó, Trung Quốc đã thống trị thị trường phần mềm thuê ngoài tại Nhật Bản trong nhiều năm, chiếm khoảng 80% thị trường.

Tuy nhiên, khi dân số Trung Quốc đang đối mặt với vấn đề lão hóa với chính sách một con, và chi phí nhân công tại nước này đang gia tăng đáng kể với mức trung bình 15% mỗi năm trong vòng 5 năm qua, các công ty Nhật Bản đang tìm kiếm những sự thay thế với chi phí hiệu quả hơn. Việt Nam, với dân số trẻ trong độ tuổi trung vị 27 (so với độ tuổi trung vị của Trung Quốc là 37), cơ sở hạ tầng khá phát triển và chi phí nhân công rẻ hơn, đang ngày càng trở nên hấp dẫn đối với các doanh nghiệp Nhật Bản. Các yếu tố quan trọng khác thúc đẩy FPT vào thị trường Nhật Bản bao gồm:

- Mối quan hệ ngoại giao tốt đẹp giữa Nhật Bản và Việt Nam, được chứng tỏ qua việc Nhật Bản tiếp tục duy trì là nước viện trợ ODA hàng đầu.
- Theo FPT cho biết tập đoàn Alibaba với nguồn tiền mặt dồi dào đang tạo ra mức tăng lương đáng kể cho các kỹ sư phần mềm Trung Quốc, cũng như thu hút nhân tài từ các công ty gia công phần mềm lớn ở Trung Quốc.
- Đồng Yên Nhật biến động đã khiến các công ty Trung Quốc yêu cầu các điều khoản hợp đồng tốt hơn, trong khi FPT đã chứng tỏ sự linh hoạt hơn khi giữ nguyên các điều khoản hợp đồng.

Hình 5: Việt Nam có mức hấp dẫn tài chính tốt nhất so với các quốc gia công khác



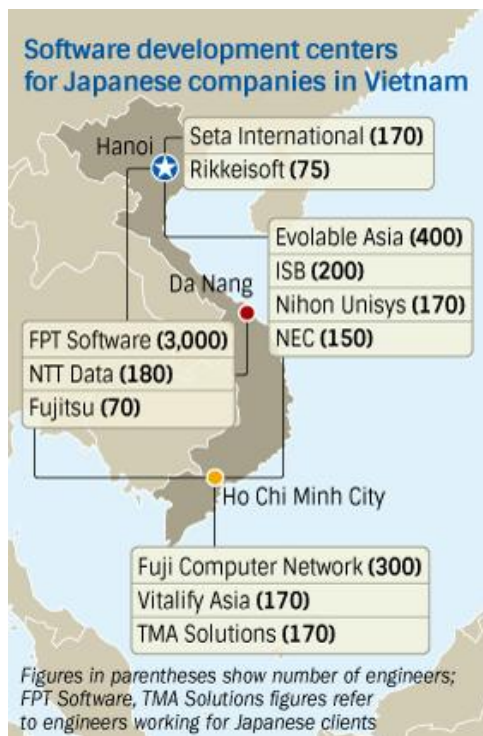
Nguồn: A.T.Kearney 2015 (Hấp dẫn tài chính dựa vào nhân công, cơ sở hạ tầng, chi phí thuế và hành chính)

Do đó, chúng tôi tin rằng thị trường thuê ngoài tại Nhật Bản (chiếm 45% doanh thu xuất khẩu phần mềm của FPT) sẽ vẫn tiếp tục là thị trường lớn nhất với những lợi thế cạnh tranh được củng cố.

**Lượng nhân công công nghệ lớn nhất ở Việt Nam và cơ sở khách hàng lớn trên toàn cầu là những lợi thế cạnh tranh chính.** Về nhân sự CNTT, FPT hiện đang có số lượng nhân viên lớn nhất nước với khoảng 22.000 người, trong đó có 8.528 kỹ sư hoạt động trong mảng phần mềm. Con số này gấp hơn 4 lần đối thủ cạnh tranh gần nhất với chỉ khoảng 2.000 người. Được vinh danh trong danh sách IAOP Global Outsourcing 100, công ty đã có những thành tích tốt với mạng lưới khách hàng trên toàn cầu với 40 khách hàng nằm trong danh sách Fortune 500.

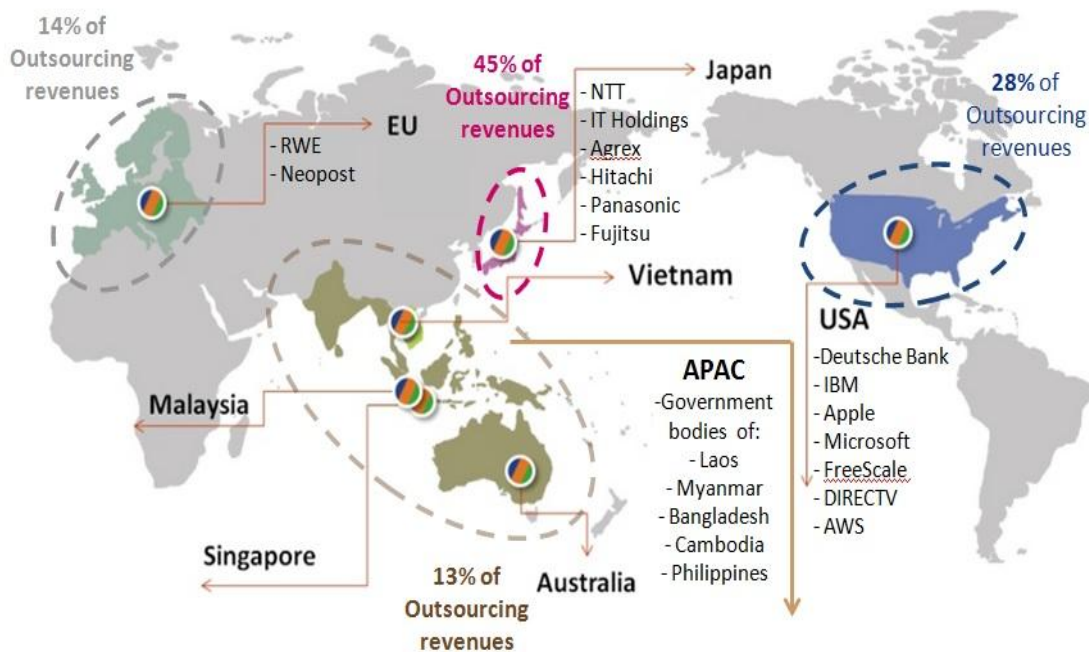
**Gia tăng quy mô sẽ mang đến những cơ hội mới** - Sẽ là phi thực tế khi cho rằng FPT có thể sánh ngang với những “gã khổng lồ” trong mảng thuê ngoài tại Ấn Độ, nhưng quy mô gia tăng của FPT trong ngành gia công phần mềm được kỳ vọng sẽ thay đổi bản chất kinh doanh của doanh nghiệp này trong vòng 5 năm tới. Trong số 8.528 nhân viên đã đề cập bên trên, có khoảng 7.800 người là kỹ sư phần mềm và FPT lên kế hoạch nâng con số này lên 30.000-40.000 người vào năm 2020, với 10.000 người trong số đó sẽ chỉ phục vụ riêng cho thị trường Nhật Bản. Với việc FPT chỉ có thể giành được một phần nhỏ các dự án CNTT trước đây, gia tăng quy mô sẽ cho phép công ty thắng thầu lớn hơn tại các dự án. FPT lấy một ví dụ về một khách hàng là một ngân hàng Nhật Bản, nơi FPT giành được quyền cung cấp phần “back-end” (các thành phần dùng để xử lý front-end - một phần của hệ thống phần mềm, tương tác trực tiếp với người sử dụng), trong khi phần front-end này được giao cho gã khổng lồ IBM.

**Hình 6: FPT Software sở hữu lượng nhân công lớn trong lĩnh vực phần mềm so với các công ty khác trong nước**



Nguồn: Nikkei Asian Review 2014

**Hình 7: Các khách hàng quốc tế của FPT Software**



Nguồn: FPT

**Hình 8: Doanh thu và tăng trưởng từ các khách hàng lớn nhất của FPT Software**

tỷ đồng	2013	2014	Tăng trưởng 2014 so với 2013	Đóng góp vào doanh thu của lĩnh vực
5 khách hàng lớn nhất	558	757	35%	26%
10 khách hàng lớn nhất	876	1.133	28%	39%
20 khách hàng lớn nhất	1.297	1.633	25%	56%
30 khách hàng lớn nhất	1.518	1.933	26%	67%

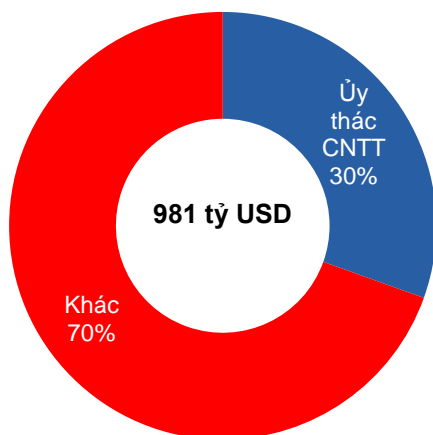
Nguồn: FPT

**Công ty cũng có lợi thế nhờ tiếp cận nguồn nhân lực trẻ, mới tốt nghiệp đại học của chính FPT.** Đại học FPT hiện có 17.000 sinh viên, chuyên đào tạo trong lĩnh vực CNTT và các lĩnh vực khác có liên quan đến FPT. Đại học này khác với các đại học khác ở chỗ có mục tiêu là đào tạo kỹ sư công nghiệp, nghĩa là quan hệ chặt chẽ với các công ty CNTT và ngôn ngữ chính sử dụng trong giảng dạy là tiếng Anh hoặc tiếng Nhật. Ngoài ra, chương trình học được thiết kế dựa trên khảo sát nhu cầu của hơn 600 công ty phần mềm lớn nhất thế giới để đảm bảo theo kịp xu hướng công nghệ mới nhất. Năm 2014, Khối giáo dục FPT (FPT Education) đóng góp khoảng 2% doanh thu thuần và 8% lợi nhuận trước thuế của tập đoàn.

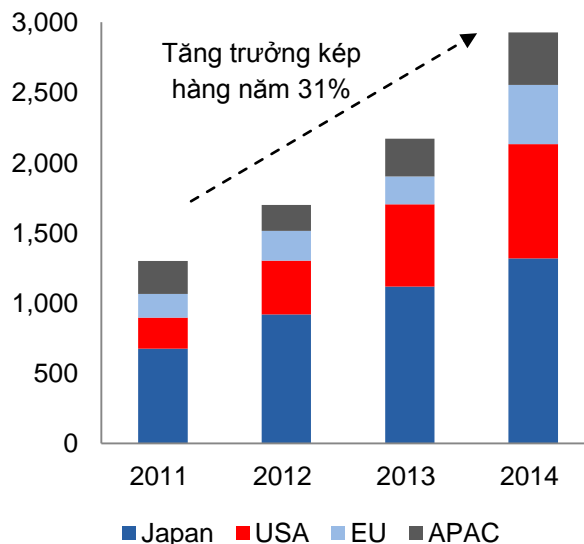
**Thuê chuyên gia nổi tiếng thế giới để đẩy mạnh lĩnh vực xuất khẩu phần mềm.** Tháng 11/2014, hai chuyên gia nổi tiếng trong lĩnh vực CNTT là ông Hamaguchi Tomokazu, Chủ tịch Hiệp hội Dịch vụ Công nghệ Thông tin Nhật Bản (JISA), CEO kiêm Cố vấn cao cấp tập đoàn NTT Data Corporation (một trong 6 tập đoàn CNTT lớn nhất thế giới) và ông Dan E Khoo, chủ tịch danh dự Liên minh Công nghệ Thông Thế giới (WITSA) đã được bầu vào HĐQT của FPT. Các chuyên gia này được kỳ vọng sẽ sử dụng kinh nghiệm của mình để tư vấn cho các chiến lược của FPT Software và giúp mở rộng hệ thống khách hàng tại Nhật Bản và các thị trường đang phát triển khác. Bên cạnh đó, cựu giám đốc Wipro gần đây đã được bổ nhiệm làm Giám đốc Kinh doanh của FPT USA nhằm thâm nhập sâu hơn thị trường Mỹ và thu hút khách hàng mới.

**Tiềm năng tăng trưởng rất lớn nhờ quy mô thị trường.** Quy mô khổng lồ của thị trường ủy thác phần mềm thế giới hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng dồi dào cho FPT Software. Gartner (tháng 01/2015) cho biết chi tiêu vào dịch vụ CNTT toàn thế giới ước đạt 981 tỷ USD, trong đó ủy thác phần mềm chiếm khoảng 30% (khoảng 299 tỷ USD). Trên cơ sở dự báo doanh thu từ gia công phần mềm 2015 do chúng tôi đưa ra, FPT Software chỉ chiếm khoảng 0,04% thị trường này. Với tiềm năng thị trường khổng lồ, trong khi Việt Nam ngày càng trở nên hấp dẫn trong lĩnh vực gia công phần mềm, chúng tôi cho rằng FPT, công ty xuất khẩu phần mềm dẫn đầu Việt Nam, sẽ là bên hưởng lợi chính từ xu hướng này.

**Hình 9: Chi tiêu dịch vụ CNTT toàn thế giới 2015 (tỷ USD)**



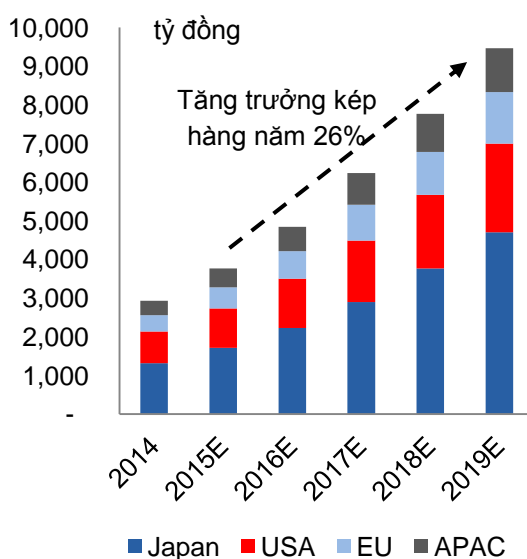
**Hình 10: Doanh thu từ gia công phần mềm của FPT tăng trưởng kép hàng năm lên đến 31% trong 3 năm qua**



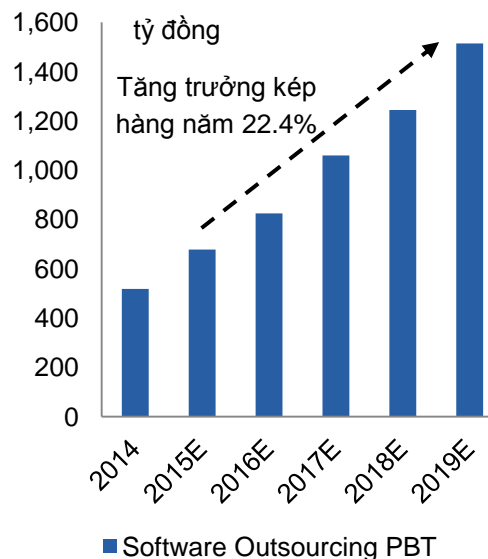
Nguồn: FPT và Gartner (01/2015)

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ lĩnh vực xuất khẩu phần mềm của FPT tiếp tục đạt tăng trưởng mạnh với tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2015-2019 ước đạt 26%, trong đó các khách hàng Nhật Bản vẫn đóng vai trò chính trong việc thúc đẩy tăng trưởng vì các lý do 1) FPT ngày càng có lợi thế cạnh tranh so với các công ty Trung Quốc như đã trình bày trên đây; 2) Việt Nam và Nhật Bản có quan hệ ngoại giao tốt đẹp trong nhiều thập kỷ qua, có lợi cho quan hệ thương mại giữa hai bên.

**Hình 11: Doanh thu từ xuất khẩu phần mềm của FPT 2015-2019**



**Hình 12: Lợi nhuận trước thuế từ xuất khẩu phần mềm của FPT 2015-2019**

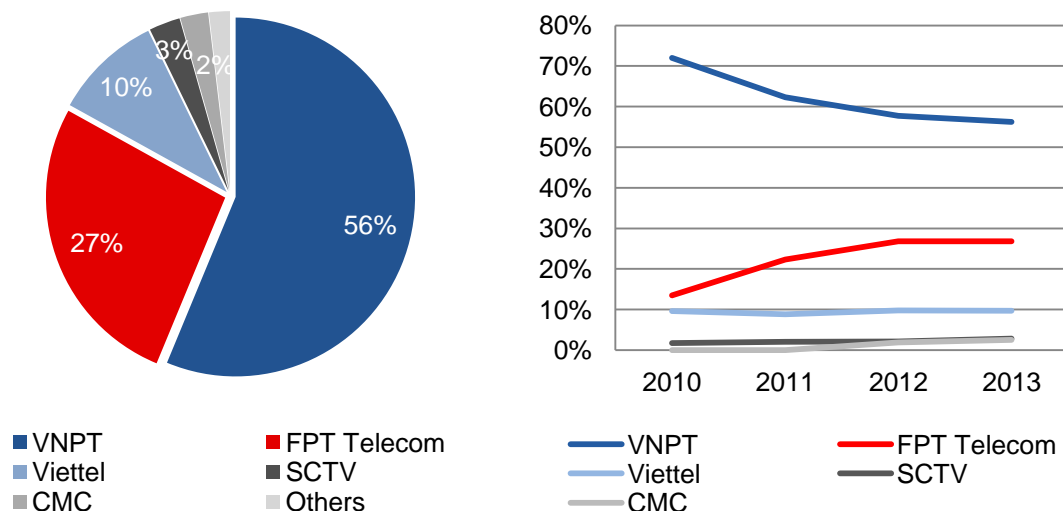


Nguồn: FPT và dự báo của VCSC

## Dịch vụ viễn thông sẽ giữ được mức tăng trưởng cao

Theo Sách trắng CNTT và Truyền thông Việt Nam 2014, FPT là nhà cung cấp dịch vụ Internet cố định lớn thứ hai với thị phần khoảng 26,8%. Đường truyền băng thông rộng của FPT có mặt tại 59 trong số 63 tỉnh thành Việt Nam. Trong khi đó, VNPT (thuộc sở hữu nhà nước) thống lĩnh thị trường, cạnh tranh chủ yếu nhờ giá thấp nhưng cơ sở hạ tầng lâu đời và đầu tư mạng lưới dàn trải nên tốc độ chậm hơn. Trong lĩnh vực này, FPT có lợi thế nhờ đầu tư tập trung hơn và đường truyền băng thông cạnh tranh hơn, đặc biệt với việc sử dụng cáp quang thay cho cáp đồng tại Hà Nội và TP. HCM trong năm 2014-2015 để đáp ứng nhu cầu ngày càng cao với các hoạt động ngày càng chiếm nhiều đường truyền hơn.

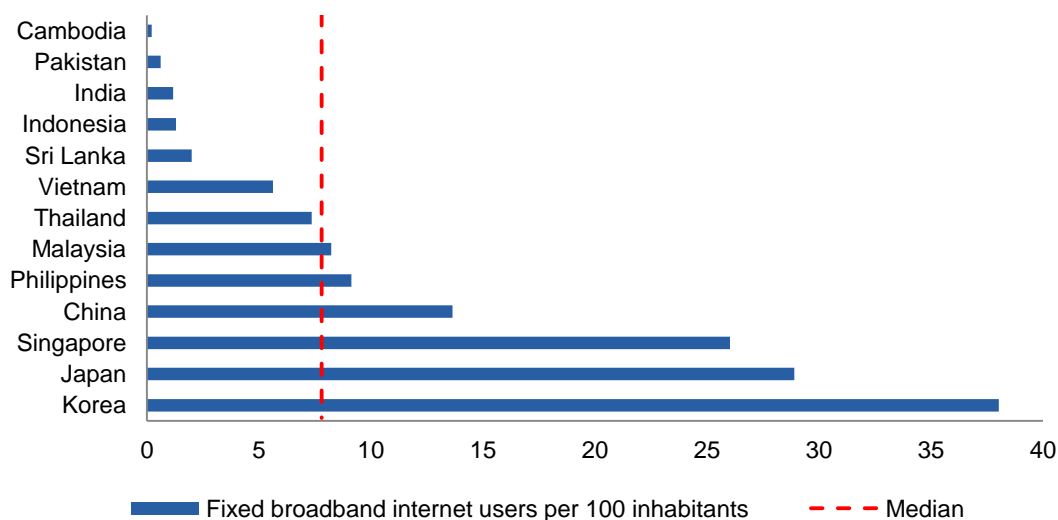
Hình 13: Thị phần băng thông rộng cố định (2013)



Nguồn: Sách trắng CNTT và truyền thông Việt Nam 2014

Tỷ lệ thâm nhập của Internet băng thông rộng cố định tại Việt Nam còn tương đối thấp so với khu vực. Theo Ngân hàng Thế giới, tại Việt Nam cứ 100 người dân thì chỉ có 5,6 người sử dụng Internet băng thông rộng cố định. Tỷ lệ thâm nhập thấp cho thấy niềm năng tăng trưởng băng thông rộng trong tương lai còn rất lớn.

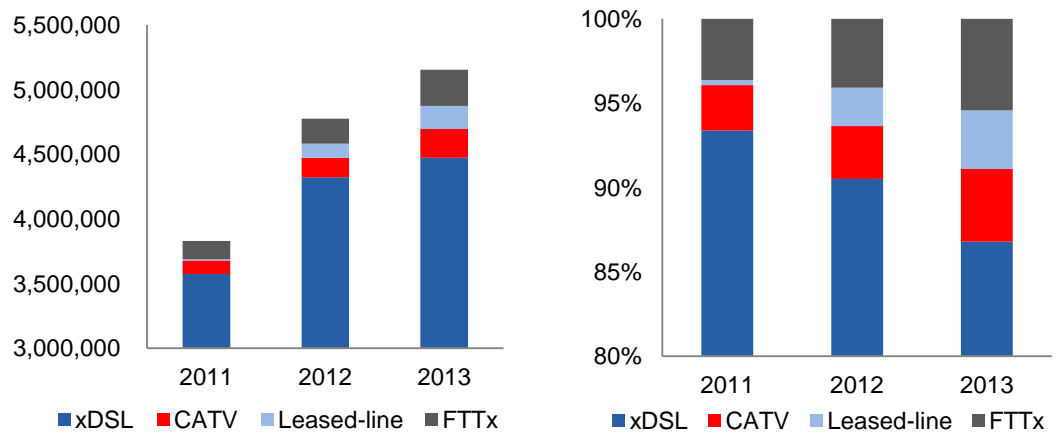
Hình 14: Số người sử dụng Internet băng thông rộng cố định trên 100 người dân tại các nước (2013)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Theo Sách Trắng về CNTT và Truyền thông của Việt Nam năm 2014, số khách hàng đăng ký Internet băng thông rộng cố định tăng 16% so với năm 2011. Phần tăng trưởng này chủ yếu nhờ mạng xDSL truyền thống (dùng cáp đồng) nhưng mạng này chỉ tăng trưởng 11%/năm. Trong khi đó, tuy FTTx (sử dụng cáp quang) chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trong phần tăng trưởng trên (khoảng 12% năm 2013) nhưng lại tăng 42% kể từ năm 2011. Điều này cho thấy người sử dụng Internet có xu hướng chuyển sang các dịch vụ có đường truyền tốt hơn, vì cáp quang hoạt động tốt hơn so với cáp đồng truyền thống. Hiện FPT đã hoàn tất việc thay thế 60% cáp tại TP. HCM và Hà Nội và dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2015.

**Hình 15: Số người sử dụng Internet băng thông rộng cố định tại Việt Nam (2013)**



Nguồn: Sách trắng CNTT và truyền thông của Việt Nam 2014

**Giá dịch vụ và tốc độ đường truyền là lợi thế cạnh tranh.** FPT Telecom không cạnh tranh thông qua giá mà bằng tốc độ đường truyền (nhờ băng thông có công suất cạnh tranh), giá cả cạnh tranh so với các đối thủ và các dịch vụ đi kèm khác.

**Hình 16: So sánh giá một số gói cước data không giới hạn của FPT và VNPT**

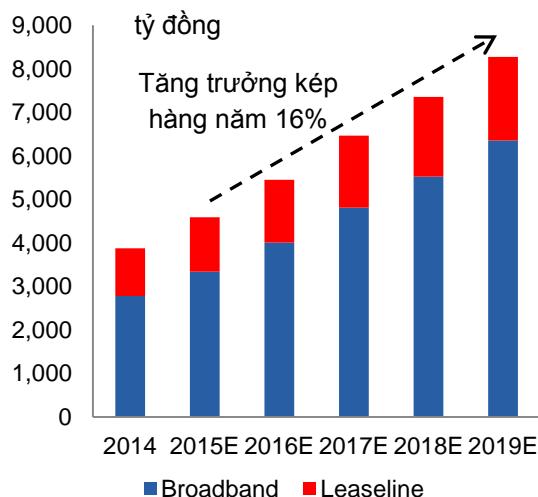
ADSL		Tốc độ (Down/Upload)	Cước phí hàng tháng
FPT	Chậm nhất	5.12 Mbps/ 512 Kbps	200.000VND
	Nhanh nhất	10.24 Mbps/ 758 Kbps	380.000VND
VNPT	Chậm nhất	2 Mbps/ 512 Kbps	100.000VND
	Nhanh nhất	10 Mbps/ 640 Kbps	1.400.000VND
FTTx		Tốc độ (Down/Upload)	Cước phí hàng tháng
FPT	Chậm nhất	5 Mbps	170.000VND
	Nhanh nhất	80 Mbps	2.000.000VND
VNPT	Chậm nhất	12 Mbps	350.000VND
	Nhanh nhất	85 Mbps	8.000.000VND – 15.000VND

Nguồn: Website của các công ty

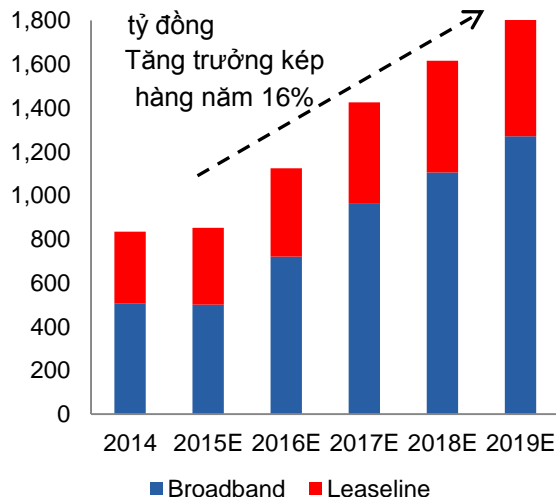


**Chúng tôi dự báo doanh thu từ dịch vụ viễn thông sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 16% giai đoạn 2015-2019** nhờ tăng trưởng kép hàng năm của lĩnh vực Internet băng thông rộng đạt 18% và của dịch vụ kênh thuê riêng đạt 12%. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2015 từ lĩnh vực này chỉ tăng 2% so với năm 2014 do chi phí liên quan đến dự án quang hóa. Cụ thể, theo Tiêu chuẩn Kế toán Việt Nam, FPT chỉ có thể vốn hóa khoảng 70% tổng vốn đầu tư dự án này và phần còn lại sẽ phải đưa trực tiếp vào giá vốn hàng bán. Như vậy, chúng tôi chỉ dự báo lợi nhuận trước thuế của lĩnh vực viễn thông tăng trưởng trở lại năm 2016 từ cơ sở thấp trong năm 2015.

**Hình 17: Dự báo doanh thu từ dịch vụ viễn thông 2015-2019**



**Hình 18: Dự báo lợi nhuận trước thuế từ dịch vụ viễn thông 2015-2019**

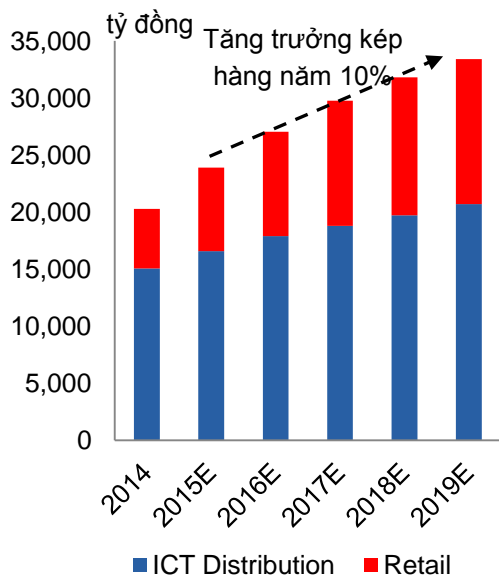


Nguồn: FPT và dự báo của VCSC

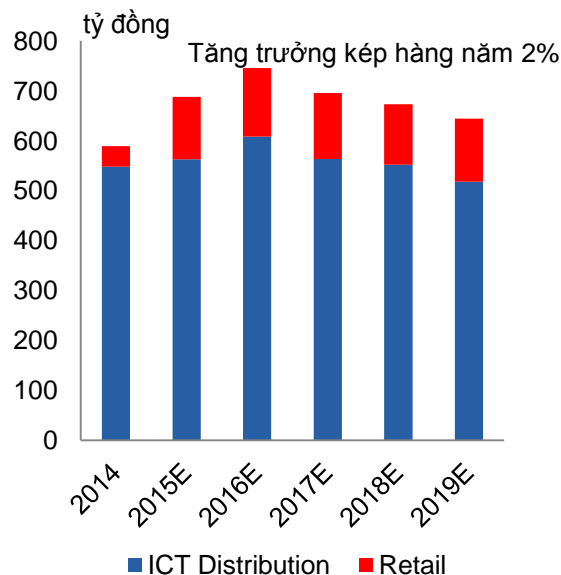
## 2015 sẽ vẫn là một năm tốt cho mảng Phân phối CNTT và Bán lẻ

**Phân phối và bán lẻ CNTT đạt tăng trưởng mạnh trong năm 2014** (tăng 31% so với năm 2013) nhờ tích cực mở thêm nhiều cửa hàng mới (63 cửa hàng trong số 100 cửa hàng hiện hữu) để giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ và đi theo xu hướng chung của thị trường là chuyển dịch từ điện thoại phổ thông sang điện thoại thông minh. Xu hướng này dự báo sẽ còn kéo dài trong hai năm tới và thị trường ĐTDĐ năm 2015 dự kiến sẽ tăng khoảng 20% so với năm 2014. Với lĩnh vực bán lẻ tiếp tục được mở rộng mạnh (khoảng 50-60 cửa hàng mới trong năm 2015), chúng tôi cho rằng doanh thu từ bán lẻ sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh 40% so với năm 2014, nhờ đó lĩnh vực phân phối và bán lẻ CNTT tăng trưởng 17,7% so với năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lĩnh vực này có tiềm năng tăng trưởng thấp nhất trong số các lĩnh vực kinh doanh của FPT vì thị trường đang chuẩn bị bão hòa trong vòng hai năm tới, cũng như cạnh tranh gay gắt từ các chuỗi bán lẻ khác. Tại ĐHCĐ ngày 03/04/2015, Chủ tịch HĐQT FPT đã trình bày kế hoạch nghiên cứu các giải pháp về việc tách riêng lĩnh vực Phân phối và bán lẻ CNTT và truyền thông trong 1-2 năm tới để tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là công nghệ. Tuy nhiên, do việc mở rộng lĩnh vực bán lẻ được đẩy mạnh trong năm 2015, chúng tôi cho rằng điều này khó có thể xảy ra trong năm nay.

Hình 19: Dự báo doanh thu từ phân phối và bán lẻ 2015-2019



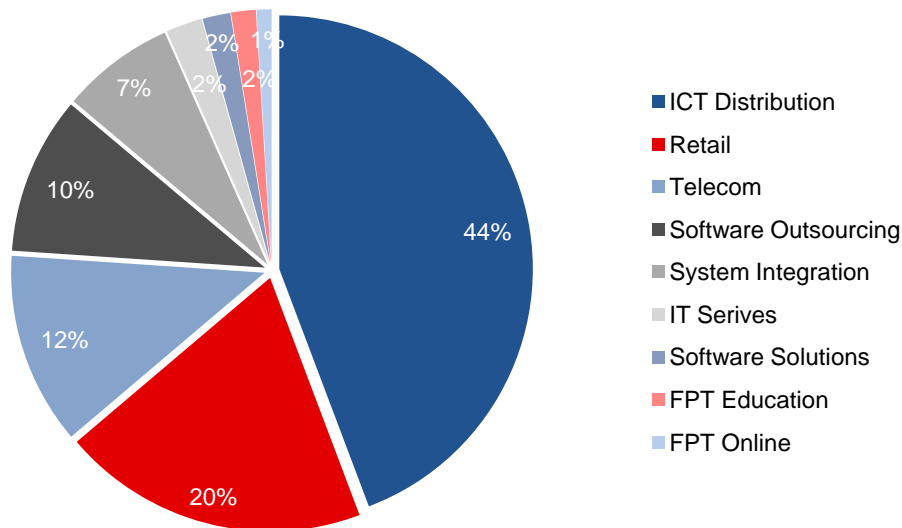
Hình 20: Dự báo LN trước thuế từ bán lẻ 2015-2019



Nguồn: FPT và dự báo của VCSC

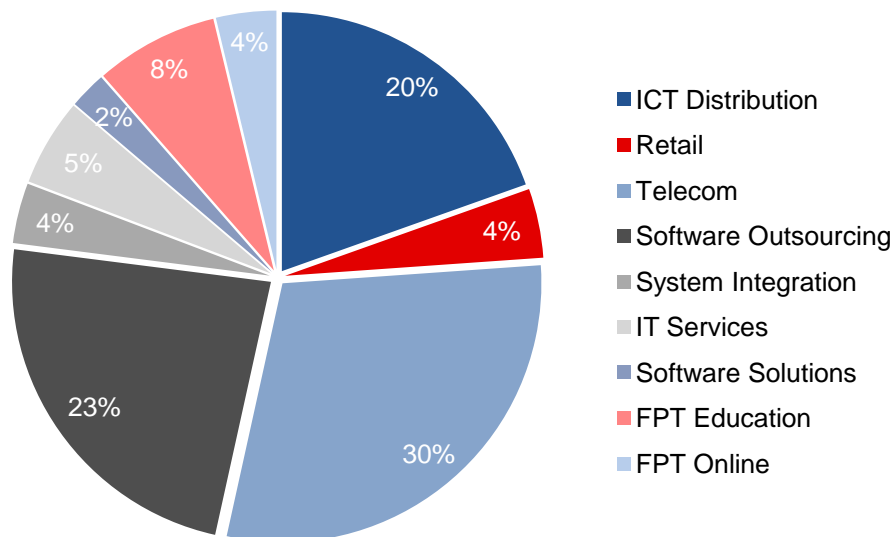
**Chúng tôi dự báo năm 2015 sẽ là năm đảo chiều đối với FPT với EPS đạt 5.467 đồng (tăng 15,2% so với năm 2014), sau nhiều năm tăng trưởng thấp.** Kết quả này có được chủ yếu nhờ lĩnh vực công nghệ, nhờ các lĩnh vực giải pháp phần mềm, tích hợp hệ thống và dịch vụ CNTT phục hồi với các hợp đồng mới từ các thị trường khác, hỗ trợ lĩnh vực gia công phần mềm vốn có tăng trưởng cao.

Hình 21: Cơ cấu doanh thu thuần theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: Dự báo của VCSC

Hình 22: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế 2015 theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: Dự báo của VCSC

## Định giá

**Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền:** Mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền của chúng tôi giả định phần bù rủi ro thị trường 7%, lãi suất phi rủi ro 5,5% và hệ số beta là 1,2, cho ra kết quả giá mục tiêu là 62.900 đồng/cổ phiếu (TL tăng 25,8%). Giá mục tiêu của chúng tôi có PER 2015 tương ứng là 11,5 lần trên cơ sở dự báo EPS do chúng tôi đưa ra là 5.467 đồng (tăng 15,2%).

Hình 23: Tổng kết mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

tỷ đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
EBIT * (1-thuế)	2.503	2.954	3.399	3.746	4.166
Cộng: Khấu hao	636	728	821	903	982
Trừ: Vốn đầu tư XDCB	-1.684	-1.284	-1.448	-1.593	-1.732
Trừ: Vốn lưu động ròng tăng thêm	-194	-362	-351	-308	-284
Dòng tiền tự do	1.261	2.035	2.421	2.747	3.131
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.261	1.826	1.948	1.979	2.015
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.261	3.087	5.035	7.015	9.030
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do + Giá trị cuối cùng	26.380				
cộng: Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	5.778				
trừ: Nợ ngắn và dài hạn	6.865				
Vốn CSH	21.619				
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	344				
Giá cổ phiếu (VND)	<b>62.867</b>				

## So sánh với các công ty cùng ngành

FPT hoạt động trong ba lĩnh vực khác nhau nên khó có thể so sánh trực tiếp với các công ty khác trong nước cũng như trong khu vực. Tuy nhiên, có thể nói định giá cho lĩnh vực phần mềm và dịch vụ CNTT là cao nhất (mặc dù số công ty so sánh cho mảng này là nhiều nhất nhưng P/E 2015 trung bình vẫn cao nhất trong ba phân khúc) và vì vậy, với việc FPT dần trở thành một công ty xuất khẩu phần mềm, cổ phiếu này xứng đáng một mức định giá cao hơn.

<b>Viễn thông</b>							
Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	2015 P/E (lần)	P/E 12 tháng qua (lần)	P/B 12 tháng qua (lần)	ROA%	ROE%
PT Link Net Tbk	Indonesia	1.382	25,1	32,5	5,97	15,0	20,1
Thaicom Public Company Ltd	Thái Lan	1.194	16,8	22,9	2,17	4,92	9,85
Pakistan Telecommunication Company Ltd	Pakistan	1.164	9,01	30,5	1,11	3,38	3,47
Time Dotcom Bhd.	Malaysia	947	22,0	20,0	1,48	3,53	7,91
Dialog Axiata Plc	Sri Lanka	673	11,0	14,6	2,03	4,66	14,4
Samart Telcoms Ltd	Thái Lan	488,0	20,0	22,4	4,53	4,85	21,0
<b>Trung vị</b>		<b>1.056</b>	<b>18,4</b>	<b>22,7</b>	<b>2,1</b>	<b>4,8</b>	<b>12,1</b>
<b>Trung bình</b>		<b>975</b>	<b>17,3</b>	<b>23,8</b>	<b>2,9</b>	<b>6,1</b>	<b>12,8</b>
<b>Phần mềm và dịch vụ CNTT</b>							
Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	2015 P/E (lần)	P/E 12 tháng qua (lần)	P/B 12 tháng qua (lần)	ROA%	ROE%
Anhui Wantong Technology Ltd.	Trung Quốc	876,5	60,5	94,3	5,1	2,8	6,1
MyEG Services Bhd	Malaysia	858,5	41,7	59,4	14,8	18,4	29,2
Chanjet IT Company Limited	Trung Quốc	790,3	27,2	35,6	3,4	3,9	10,7
eClerx Services Limited	Ấn Độ	773,8	20,6	20,7	6,8	36,7	49,8
Feiyu Technology International Company Ltd.	Trung Quốc	762,0	13,3	16,7	1,7	9,4	16,8
Boyaa Interactive International Limited	Trung Quốc	715,9	14,4	15,7	2,6	11,2	20,7
KPIT Technologies Limited	Ấn Độ	555,9	14,1	15,1	3,1	12,8	21,5
Zensar Technologies Limited	Ấn Độ	521,1	11,7	12,5	2,8	17,3	28,4
Brogent Technologies Inc.	Đài Loan	487,7	-	56,3	13,9	12,0	30,0
Phoenix New Media Limited	Trung Quốc	480,7	10,7	10,5	1,5	6,8	15,9
X-Legend	Đài Loan	452,4	30,6	40,8	8,2	14,3	21,8

Entertainment Co., Ltd							
System Corporation	Đài Loan	448,9	15,6	18,6	1,0	1,5	5,6
Datasonic Group Berhad	Malaysia	415,3	-	22,6	6,8	13,2	33,0
ADDCN Technology Co., Ltd.	Đài Loan	398,8	22,4	26,6	6,7	20,0	35,0
Soft-World International Corp.	Đài Loan	371,4	18,1	21,9	2,1	3,0	7,2
X-Legend Entertainment Co., Ltd	Đài Loan	452,4	30,6	40,8	8,2	14,3	21,8
<b>Trung vị</b>		<b>504,4</b>	<b>18,1</b>	<b>22,3</b>	<b>3,6</b>	<b>11,6</b>	<b>21,1</b>
<b>Trung bình</b>		<b>586,4</b>	<b>23,1</b>	<b>32,6</b>	<b>5,3</b>	<b>11,6</b>	<b>21,4</b>

### Phân phối và Bán lẻ

Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	2015 P/E (lần)	P/E 12 tháng qua (lần)	P/B 12 tháng qua (lần)	ROA%	ROE%
Shenzhen Aisidi Co.	Trung Quốc	1.795	18,3	40,9	2,6	2,6	6,3
Henan Splendor Tsinghua Unisplendour	Trung Quốc	960	28,6	63,3	4,5	5,7	8,7
Redington India Ltd	Ấn Độ	840	11,7	15,9	2,6	4,9	18,4
Jaymart Pcl	Thái Lan	161	10,9	13,2	3,0	9,8	24,0
Erajaya Swasembada	Indonesia	254	9,6	10,8	1,1	5,5	10,5
Mobile World Investment Corp	Việt Nam	559	14,1	20,8	14,1	25,1	57,6
<b>Trung vị</b>		<b>840,0</b>	<b>14,1</b>	<b>20,8</b>	<b>3,0</b>	<b>5,5</b>	<b>10,5</b>
<b>Trung bình</b>		<b>790,4</b>	<b>17,3</b>	<b>30,8</b>	<b>4,5</b>	<b>8,1</b>	<b>19,2</b>
<b>FPT Corp</b>		<b>784</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>2,1</b>	<b>10,3</b>	<b>23,7</b>

## CÁC KHUYẾN NGHỊ VÀ GIÁ MỤC TIÊU VCSC ĐÃ ĐƯA RA



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC tại trang kế tiếp

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú  
tu.vu@vcsc.com.vn

**Trưởng phòng cao cấp**, Ngô Hoàng Long

**Trưởng phòng cao cấp**, Anirban Lahiri

**Trưởng phòng**, Nguyễn Đức Tuấn

**CV cao cấp**, Đặng Văn Pháp

**CV cao cấp**, Đinh Thị Thùy Dương

**CV PTKT cao cấp**, Nguyễn Thế Minh

**Chuyên viên**, Ngô Đăng Quế

**Chuyên viên**, Dương Mỹ Thanh

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

**Chuyên viên**, Nguyễn Thảo Vy

**Chuyên viên**, Nguyễn Thị Anh Đào

**Chuyên viên**, Ngô Thùy Trâm

**Chuyên viên**, Nguyễn Thị Kim Chung

**Chuyên viên**, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

**Chuyên viên**, Văn Đình Vỹ

**Chuyên viên**, Trần Minh Đức

**Chuyên viên**, Văn Đình Phong

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
michel.tosto@vcsc.com.vn

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
quang.nguyen@vcsc.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.