CTCP VIỄN THÔNG FPT (UPCOM: FOX)

Báo cáo cập nhật

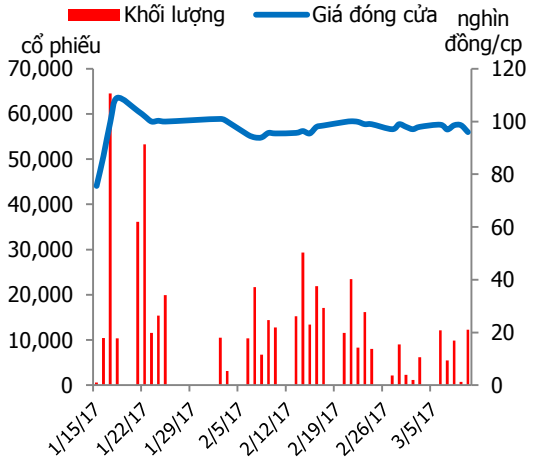
11/03/2017

Khuyến nghị	**KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu (đồng)	105.000
Tiềm năng tăng giá	9,4%
Cổ tức tiền mặt	30,0%
Suất sinh lợi cổ tức	3,1%
Cổ tức cổ phiếu	0,0%

Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (đồng)	96.000
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	137.078.609
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	13.160
% sở hữu nước ngoài	0,17%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	50%

Biểu đồ giá



Liên hệ

Nguyễn Thạch Thảo

Chuyên viên phân tích cao cấp

E: Thao.NguyenThach@mbs.com.vn

T: +84 907 655 495

Tăng trưởng lợi nhuận hấp dẫn nhờ hết khấu hao

- Công ty viễn thông nắm thị phần thứ 3 tại Việt Nam.
- Công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực Nội dung số, với sản phẩm chủ yếu trong mảng Quảng cáo online.
- **Hàn động:** Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 12 tháng ở mức 105.000 đồng/cổ phiếu.

Chỉ số tài chính

Tỷ đồng	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	5.568	6.666	7.624	8.663	9.650
trong đó					
Viễn thông	*5.192*	*6.176*	*7.045*	*7.998*	*8.899*
Nội dung số	*375*	*490*	*578*	*665*	*751*
Lợi nhuận ròng	828	918	1.176	1.492	1.661
EPS pha loãng (đồng)	5.434	6.028	7.721	9.797	10.905
Tăng trưởng (%)	*12,4%*	*10,9%*	*28,1%*	*26,9%*	*11,3%*
PE	17,7	15,9	12,4	9,8	8,8
ROE (%)	34,7%	33,0%	34,8%	34,7%	30,4%

(Nguồn: FOX, MBS Research)

Luận điểm đầu tư

Cổ phiếu FOX sau khi niêm yết ngày 13/01/2017 đã nhanh chóng đạt giá mục tiêu của chúng tôi. Chúng tôi cập nhật lại triển vọng của FOX, nâng giá mục tiêu lên 105.000 đồng/cổ phiếu (tăng 35% so với giá mục tiêu kỳ trước) với khuyến nghị **KHẢ QUAN**, dựa trên triển vọng lợi nhuận đặc biệt cao trong giai đoạn 2017-2018.

Cụ thể, **chi phí khấu hao giảm giúp lợi nhuận tăng trưởng tích cực.** Chi phí khấu hao cho dự án quang hóa ở Hà Nội và Hồ Chi Minh đã kết thúc vào tháng 7/2016, và việc không có khoản chi phí này kỳ vọng giúp lợi nhuận hoạt động (EBIT) năm 2017 tăng trưởng 28,1% so với tăng trưởng 14,4% của doanh thu. Câu chuyện này kỳ vọng tiếp tục cho năm 2018, khi khoản chi phí khấu hao cho các thành phố cấp 2 kết thúc. Khi đó, EBIT năm 2018 có thể tăng trưởng 26,9% so với 13,6% của doanh thu.

Cổ phiếu có PEG hấp dẫn. Với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tích cực, PEG của FOX hiện đang ở mức 0,6 lần cho năm 2017 và 0,5 lần cho năm 2018, rất hấp dẫn đặc biệt khi xem xét đến vị thế đầu ngành viễn thông của công ty. Chúng tôi kỳ vọng EPS 2017 đạt 7.721 đồng (+28,1% n/n) và EPS 2018 đạt 9.797 đồng (+26,9% n/n).

Rủi ro

Rủi ro thanh khoản: SCIC và FPT hiện đang sở hữu tổng cộng 95,8% cổ phần tại FOX. Theo đó, tỷ lệ free-float của cổ phiếu này chỉ ở 4,2%, nên rủi ro thanh khoản của cổ phiếu FOX tương đối cao.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2016

Lợi nhuận ròng đạt 918 tỷ đồng (+10,9% n/n). Con số lợi nhuận có sự tăng trưởng thấp hơn con số doanh thu chủ yếu do việc trích lập chi phí khấu hao cho dự án quang hóa như đã trình bày ở trên.

FOX ghi nhận kết quả kinh doanh cao hơn kỳ vọng của chúng tôi 10%, chủ yếu nhờ chỉ tiêu lợi nhuận tài chính.

Cụ thể, kết thúc năm 2016, doanh thu thuần của công ty đạt 6.666 tỷ đồng (+19,7% n/n), nhờ đóng góp từ tăng trưởng số lượng thuê bao internet 21%. Tính đến cuối năm 2016, số lượng thuê bao internet của FOX đạt gần 1,6 triệu thuê bao, chiếm 20% thị phần, đứng thứ 3 ngành sau VNPT và Viettel (thống kê của VNTA). Số lượng thuê bao xDSL chưa chuyển đổi còn chiếm khoảng 27% trong tổng lượng thuê bao, chủ yếu tập trung ở các thành phố khác ngoài Hà Nội và Hồ Chí Minh.

Bảng 1: Tổng hợp một số chỉ tiêu 2016

Tỷ đồng	2015	2016	Tăng trưởng n/n	% so với dự phóng của MBS
Doanh thu thuần	5.568	6.666	19,7%	99,6%
Lợi nhuận gộp	2.648	3.111	17,5%	99,3%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	1.054	1.182	12,1%	99,4%
Lợi nhuận ròng	828	918	10,9%	91,5%

(Nguồn: FOX, MBS Research)

Dự phóng lợi nhuận (earnings model)

Lợi nhuận dự báo sẽ tăng trưởng vượt bậc trong năm 2017-2018 trước khi ổn định theo tăng trưởng của doanh thu những năm sau đó. Cụ thể, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng 2017 của MB sẽ đạt khoảng 1.176 tỷ đồng, tăng 28,1% so với 2016 và lợi nhuận ròng 2018 đạt 1.492 tỷ đồng, tăng 26,9% so với 2017. Dự phóng mới cao hơn kỳ vọng cũ lần lượt là 15% và 19%. Các giả định chính trong mô hình dự phóng lợi nhuận (earnings model) như sau:

- Duy trì dự phóng về tăng trưởng số lượng thuê bao 13%/năm, bằng tăng trưởng kỳ vọng của ngành viễn thông, và doanh thu một thuê bao (ARPU) được dự phóng giảm 2-3%/năm, khi FOX mở rộng danh mục khách hàng xuống các tỉnh/thành phố có thu nhập thấp hơn.
- Nâng kỳ vọng tăng trưởng mảng Nội dung số, với tăng trưởng doanh thu có thể đạt 13%/năm, so với dự phóng 10%/năm trước đây. Tăng trưởng năm 2016 đạt 31%.
- Chi phí khấu hao quang hóa được ước tính ở mức 163 tỷ đồng cho năm 2017, so với 407 tỷ đồng của năm 2016 (-60% n/n). FOX dự kiến sẽ mở rộng quang hóa ở các thành phố nhỏ hơn sau dự án quang hóa ở các thành phố cấp hai; tuy nhiên, do số lượng thuê bao ở khu vực mới này được dự kiến nhỏ hơn các khu vực đã thực hiện khá nhiều, nên chi phí khấu hao trong tương lai được kỳ vọng là không đáng kể.
- Biên lợi nhuận ròng có thể đạt 15,4% cho năm 2017 và sau đó ổn định ở ~17% trong dài hạn, so với 13,8% của năm 2016. Kỳ vọng biên lợi nhuận cao hơn trước đây sau điều chỉnh lợi nhuận tài chính, FOX đã qua giai đoạn đầu tư lớn nên áp lực vay nợ có thể giảm. Tính đến cuối năm 2016, FOX đã ghi nhận net cash 114 tỷ đồng, so với net debt 305 đồng như năm 2015.

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh

KQKD (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	**4.825**	**5.568**	**6.666**	**7.624**	**8.663**	**9.650**	**10.554**	**11.715**
Tăng trưởng (%)	*12,2%*	*15,4%*	*19,7%*	*14,4%*	*13,6%*	*11,4%*	*9,4%*	*11,0%*
COGS	2.597	2.919	3.555	3.951	4.369	4.867	5.322	5.908
Lợi nhuận gộp	**2.228**	**2.648**	**3.111**	**3.673**	**4.294**	**4.783**	**5.231**	**5.807**
Tăng trưởng (%)	*5,1%*	*18,9%*	*17,5%*	*18,1%*	*16,9%*	*11,4%*	*9,4%*	*11,0%*
Biên lợi nhuận (%)	*46,2%*	*47,6%*	*46,7%*	*48,2%*	*49,6%*	*49,6%*	*49,6%*	*49,6%*
Chi phí bán hàng	364	530	594	660	730	813	889	987

Chi phí quản lý doanh nghiệp	983	1.064	1.336	1.484	1.642	1.829	2.000	2.220
Lợi nhuận hoạt động	**881**	**1.054**	**1.182**	**1.529**	**1.923**	**2.142**	**2.342**	**2.600**
Tăng trưởng (%)	*-7,3%*	*19,7%*	*12,1%*	*29,4%*	*25,8%*	*11,4%*	*9,4%*	*11,0%*
Biên lợi nhuận (%)	*18,3%*	*18,9%*	*17,7%*	*20,1%*	*22,2%*	*22,2%*	*22,2%*	*22,2%*
Lợi nhuận tài chính	39	(19)	8	2	26	64	112	171
Lợi nhuận khác	14	6	3	3	3	3	3	3
Thu nhập từ cty liên doanh, liên kết	(3)	-	-	-	-	-	-	-
LNTT	**930**	**1.040**	**1.193**	**1.505**	**1.895**	**2.112**	**2.310**	**2.564**
Tăng trưởng (%)	*-3,9%*	*11,8%*	*14,6%*	*26,1%*	*26,0%*	*11,4%*	*9,4%*	*11,0%*
Biên lợi nhuận (%)	*19,3%*	*18,7%*	*17,9%*	*19,7%*	*21,9%*	*21,9%*	*21,9%*	*21,9%*
Lợi nhuận ròng	**736**	**828**	**918**	**1.176**	**1.492**	**1.661**	**1.816**	**2.017**
Tăng trưởng (%)	*1,6%*	*12,4%*	*10,9%*	*28,1%*	*26,9%*	*11,3%*	*9,3%*	*11,1%*
Biên lợi nhuận (%)	*15,3%*	*14,9%*	*13,8%*	*15,4%*	*17,2%*	*17,2%*	*17,2%*	*17,2%*
EPS pha loãn (đồng/cổ phiếu)	4.835	5.434	6.028	7.721	9.797	10.905	11.923	13.241
Tăng trưởng (%)	*1,6%*	*12,4%*	*10,9%*	*28,1%*	*26,9%*	*11,3%*	*9,3%*	*11,1%*

(Nguồn: MBS Research)

Bảng 3: Dự phóng bảng cân đối kế toán

CĐKT (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	**2.519**	**4.070**	**4.560**	**6.024**	**7.305**	**8.855**	**10.600**	**12.733**
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.056	735	977	1.793	2.606	3.631	4.841	6.301
Đầu tư ngắn hạn	12	1.066	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680
Phải thu khách hàng	740	1.106	765	1.174	1.453	1.750	2.059	2.446
Hàng tồn kho	265	506	407	561	680	824	974	1.163
Tài sản ngắn hạn khác	446	658	732	815	886	969	1.045	1.144
Tài sản dài hạn	**2.622**	**3.894**	**3.993**	**4.342**	**4.799**	**5.267**	**5.720**	**6.180**
Đầu tư dài hạn	11	7	6	6	6	6	6	6
Tài sản cố định	2.175	3.150	3.308	3.657	4.114	4.582	5.035	5.495
Tài sản dài hạn khác	436	737	679	679	679	679	679	679
TỔNG TÀI SẢN	**5.142**	**7.964**	**8.553**	**10.366**	**12.104**	**14.122**	**16.320**	**18.913**
Nợ phải trả	**2.776**	**5.208**	**5.352**	**6.301**	**6.844**	**7.484**	**8.136**	**8.968**
Nợ ngắn hạn	2.730	4.703	4.853	5.847	6.435	7.119	7.816	8.693
Nợ dài hạn	46	504	499	454	409	364	319	274
Vốn chủ sở hữu	**2.208**	**2.569**	**3.000**	**3.765**	**4.846**	**6.096**	**7.500**	**9.106**
Lợi ích cổ đông thiểu số	158	187	202	301	414	543	684	839
TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH	**5.142**	**7.964**	**8.553**	**10.366**	**12.104**	**14.122**	**16.320**	**18.913**
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phiếu)	17.720	18.483	22.928	27.464	35.350	44.467	54.715	66.427

(Nguồn: MBS Research)

Định giá

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF để định giá cổ phiếu FOX. Giá mục tiêu theo phương pháp này được ước tính là 105.713 đồng/cổ phiếu.

Bảng 4: Phương pháp Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng		2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
FCF		864	1.150	1.341	1.536	1.717
WACC	11,0%					
Năm dự phóng		0,75	1,75	2,75	3,75	4,75
Số chiết khấu		0,92	0,83	0,75	0,68	6,16
Giá trị hiện tại của dòng tiền FCF		799	958	1.007	1.039	1.047
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền FCF	4.850		**Số chiết khấu**			

Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	9.528	Beta	0,68
Giá trị doanh nghiệp	**14.377**	Lãi suất phi rủi ro	5,90%
(+) Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	2.657	Chi phí vốn chủ sở hữu	12,3%
(-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	-2.543	Chi phí vốn vay	4,2%
Giá trị vốn chủ sở hữu	**14.491**	**WACC**	11,0%
Số lượng cp đang lưu hành (triệu cp)	137,1		
Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	**105.713**		

(Nguồn: MBS Research)

Phương pháp so sánh P/E

Các công ty viễn thông trong khu vực mới nổi đang được giao dịch ở mức P/E tương đối là 1,3 lần. Kết hợp với P/E 10 lần hợp lý của sàn Upcom, giá trị hợp lý của cổ phiếu FOX theo phương pháp này là 103.651 đồng/cổ phiếu.

Bảng 5: Các công ty so sánh

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường	P/E	P/B	P/E tương đối	ROA	ROE	Tăng trưởng doanh thu trung bình 3 năm
Telecom		(triệu USD)						
TELEKOM MALAYSIA BHD	Malaysia	5.298	30,5	3,1	1,8	10%	3%	4%
KAZAKHTELECOM	Kazakhstan	636	9,1	0,5	1,3	25%	18%	3%
SRI LANKA TELECOM PLC	Sri Lanka	422	13,3	0,9	1,1	7%	4%	7%
RELIANCE COMMUNICATIONS LTD	Ấn Độ	1.291	12,6	0,2	0,6	2%	1%	4%
GLOBE TELECOM INC	Philippines	5.236	17,2	4,3	0,9	26%	7%	10%
FAR EASTONE TELECOMM CO LTD	Đài Loan	7.905	21,5	3,4	1,3	16%	8%	2%
INDOSAT TBK PT	Indonesia	2.847	57,8	2,9	2,4	5%	1%	6%
IDEA CELLULAR LTD	Ấn Độ	5.741	76,5	1,6	3,6	2%	1%	17%
XL AXIATA TBK PT	Indonesia	2.264	71,8	1,4	2,9	2%	1%	0%
INTOUCH HOLDINGS PCL	Thái Lan	4.889	10,5	6,3	0,6	62%	29%	7%
THAICOM PCL	Thái Lan	594	12,9	1,1	0,8	9%	5%	7%
Trung vị		**2.847**	**17,2**	**1,6**	**1,3**	**9%**	**4%**	**6%**
Trung bình		3.375	30,3	2,4	1,6	15%	7%	6%
CTCP Viễn Thôn FPT	**Việt Nam**	**593**	**16,6**	**4,8**	**1,0**	**11%**	**33%**	**16%**

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

Tổng kết định giá

Bảng 6: Tổng kết định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)
Chiết khấu dòng tiền	50%	105.713
So sánh P/E	50%	103.651
TRUNG BÌNH	**100%**	**105.000**

(Nguồn: MBS Research)

Tổng hợp, chúng tôi định giá cổ phiếu FOX ở mức 105.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 9,4%. Cộng với suất sinh lợi cổ tức 1%, lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu FOX được ước tính ở mức 10,4%. **KHẢ QUAN.**

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – *(Quang.PhamThien@mbs.com.vn)* - Trưởng bộ phận

Ngân hàng, Hàng không

Phạm Thiên Quang *(Quang.PhamThien@mbs.com.vn)*

Trần Yến Linh *(Linh.tranthiyen@mbs.com.vn)*

Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thạch Thảo *(Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)*

Lâm Trần Tấn Sĩ *(Si.LamTranTan@mbs.com.vn)*

Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng *(Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)*

Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuân *(Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)*

Cao su, săm lốp

Trần Trọng Đức *(Duc.TranTrong@mbs.com.vn)*

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu *(Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)*

MBS Institutional sales

Nguyễn Việt Dũng *(Dung1.NguyenViet@mbs.com.vn)*

Trương Hoa Minh *(Minh.TruongHoa@mbs.com.vn)*

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại) + cổ tức]/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.