

# CÔNG TY CỔ PHẦN (FPT)

Tháng 5 năm 2014

## BÁO CÁO CẬP NHẬT THEO QUÝ: MUA



Giá hiện tại (29/5/2014) (đồng) 46.100  
Target price (đồng) 52.200

Mã Bloomberg: **FPT VN** Sàn niêm yết: HSX  
Ngành: Công nghệ thông tin  
Beta: 1,10  
Giá cao / thấp nhất trong 52 tuần (đồng): 57.600 / 33.120  
Số lượng cổ phiếu (triệu): 344  
Vốn hóa (tỷ đồng): 15.854  
Tỷ lệ free-float: 68%  
KLGDĐQ 12 tháng: 651,607  
Sở hữu nước ngoài: 49%

Năm	Cổ tức bằng tiền (đồng / cp)	EPS (đồng)
2013	1,500	5,858
2012	3,000	5,665
2011	1,500	6,276

Chỉ số	FPT	Peers	VNI
P/E năm 2014	7,9x	22,1x	13,1x
P/B năm 2014	1,7x	2,8x	2,1x
Nợ / VCSH	58,6%	41,5%	97,5%
Biên LN ròng	5,9%	8,6%	9,9%
ROE năm 2013	24,0%	9,6%	14,9%
ROA năm 2013	13,0%	4,4%	3,4%

### Giới thiệu về công ty:

FPT được thành lập vào năm 1988 dưới hình thức doanh nghiệp nhà nước, chính thức niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2006.

Các mảng kinh doanh chính bao gồm dịch vụ viễn thông (chiếm 12% trên tổng doanh thu 4T2014), nội dung số (4%), tích hợp hệ thống (5%), phát triển phần mềm (8%), dịch vụ CNTT (2%), giáo dục (2%) và phân phối và bán lẻ các sản phẩm CNTT (67%).

FPT có vốn hóa thị trường lớn thứ 15 trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các cổ đông tổ chức lớn là SCIC (6,1%), Dragon Capital và các bên liên quan (7,0%), và Red River Holding (5,7%).



Chúng tôi nâng khuyến nghị đầu tư đối với cổ phiếu của CTCP FPT từ **NĂM GIỮ** lên thành **MUA** trong báo cáo cập nhật lần này. Giá mục tiêu theo khuyến nghị mới của chúng tôi là 52.200 đồng/ cổ phiếu, cao hơn 13% so với mức giá đóng cửa ngày 27 tháng 5 và có tỷ lợi suất cổ tức đạt 4.0%.

- ❖ FPT hiện đang là công ty dẫn đầu trong ngành CNTT của Việt Nam, công ty duy nhất có danh mục kinh doanh trải rộng nhiều dịch vụ, và là đối tác gia công phần mềm và dịch vụ CNTT đáng tin cậy. Dựa vào các lợi thế cạnh tranh đang có về mặt nhân sự và kỹ thuật, FPT sẽ giữ vững vị thế dẫn đầu của mình trong những năm tới.
- ❖ Doanh thu trong 4T2014 của FPT tăng 28% so với cùng kỳ nhờ vào tăng trưởng mạnh từ lĩnh vực phân phối & bán lẻ và lĩnh vực dịch vụ viễn thông. Mảng phát triển phần mềm hoạt động khá tốt và có mức tăng trưởng doanh thu đạt 10% so với cùng kỳ. Hoạt động kinh doanh của các mảng còn lại có kết quả khá tương ứng với kế hoạch lũy kế do ban quản trị đề ra.
- ❖ Căng thẳng trên biển Đông giữa Trung Quốc và Việt Nam từ giữa tháng 5 đã khiến một lượng lớn cổ phiếu bị bán tháo trên hai sàn trong những tuần vừa qua. Giá cổ phiếu FPT theo đó đã sụt giảm đáng kể và đang giao dịch trong vùng giá khá hấp dẫn. Tại mức giá hiện tại là 46.100 đồng, cổ phiếu FPT có mức P/E và P/B năm 2014 lần lượt là 7,9 lần và 1,7 lần, khá rẻ so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

## Doanh thu 4T2014 tăng 28% so với cùng kỳ

Doanh thu hợp nhất trong 4 tháng đầu năm của FPT tăng 28% so với cùng kỳ năm trước và đạt 9.775 tỷ đồng. Mức tăng trưởng này có được chủ yếu do doanh thu từ mảng phân phối và bán lẻ đã tăng 41% so với 4T2013. Tuy vậy, lợi nhuận trước thuế (LNTT) trong 4T2014 của FPT chỉ tăng khiêm tốn 2% so với cùng kỳ do biên lợi nhuận của các mảng kinh doanh chính của tập đoàn đều có xu hướng đi xuống. Điều này khiến biên LNTT toàn tập đoàn giảm từ 10% trong 4T2013 xuống 8% trong 4T2014.

Tuy vậy, so với chỉ tiêu hoạt động do ban quản trị đề ra, kết quả kinh doanh của FPT trong 4T2014 đều đã vượt mục tiêu. Cụ thể, doanh thu trong 4T2014 đã đạt 112% so với kế hoạch lũy kế, LNTT đạt 107% và lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS) đạt 106%.

Cơ cấu doanh thu trong 4T2014



Doanh thu và lợi nhuận của FPT

(tỷ đồng)	2011	2012	4T2013*	2013	4T2014*
Doanh thu thuần	25.370	24.594	7.61	27.028	9.775
% tăng trưởng	27%	-3%	3%	10%	28%
LNTT	2.502	2.407	760	2.558	773
% tăng trưởng	24%	-4%	1%	6%	2%
Lợi nhuận ròng	1.682	1.540	464	1.608	475
% tăng trưởng	33%	-8%	2%	4%	2%

Cơ cấu LNTT trong 4T2014



Biên lợi nhuận của FPT

	2011	2012	4T2013*	2013	4T2014*
EPS (đồng) *	5.021	4.532	1.355	4.686	1.382
Biên LNTT	10%	10%	10%	9%	8%
Biên LN ròng	7%	6%	6%	6%	5%
ROE	35%	26%	n/a	24%	n/a
ROA	15%	14%	n/a	13%	n/a

(\*) EPS được điều chỉnh theo kế hoạch chia cổ phiếu thưởng 4:1 trong T6/2014  
 Nguồn: Các báo cáo tài chính đã kiểm toán và báo cáo cập nhật theo tháng của FPT

Không khác so với những kỳ trước, các mảng viễn thông, phát triển phần mềm, và phân phối và bán lẻ vẫn là các mảng kinh doanh chính của FPT trong 4T2014. Kết quả kinh doanh từ ba mảng này chiếm tương ứng 87% và 82% trong tổng doanh thu và LNTT toàn tập đoàn. Do có mức tăng trưởng đột phá, đóng góp doanh thu từ mảng phân phối & bán lẻ tăng từ 61% trong 4T2013 (2013: 60%) lên 67% trong 4T2014; đóng góp vào tổng LNTT từ mảng này tăng từ 17% (2013: 17%) lên 23% trong cùng giai đoạn.

Mảng viễn thông cũng có kết quả kinh doanh khởi sắc với tăng trưởng doanh thu đạt 17% trong 4T2014. Đóng góp của mảng này vào tổng LNTT toàn tập đoàn tăng từ 38% trong 4T2013 (2013: 34%) lên 41% trong 4T2014.

## Dịch vụ viễn thông, phân phối và bán lẻ là các mảng kinh doanh có kết quả ấn tượng nhất trong 4T2014

Tỷ đồng	Doanh thu 4T2014	% tăng trưởng	LNTT 4T2014	% tăng trưởng	Biên LNTT 4T2013	Biên LNTT 2013	Biên LNTT 4T2014
Phân phối & bán lẻ	6.544	40,9%	172	19,4%	3,1%	2,3%	2,6%
Dịch vụ viễn thông	1.203	16,5%	313	13,0%	26,8%	25,5%	26,0%
Phát triển phần mềm	803	9,5%	135	-10,0%	20,5%	19,4%	16,8%
Tích hợp hệ thống	458	-16,1%	15	-59,5%	6,8%	8,5%	3,3%
Nội dung số	378	35,0%	35	-23,9%	16,4%	13,3%	9,3%
Dịch vụ IT	197	-2,0%	25	0,0%	12,4%	14,5%	12,7%
Giáo dục	191	5,5%	63	7,0%	32,6%	23,9%	33,0%
<b>Tổng</b>	<b>9.774</b>	<b>28,3%</b>	<b>758</b>	<b>2,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,5%</b>	<b>7,8%</b>

Nguồn: Báo cáo cập nhật 4T2014 và 4T2013 của FPT

Phân khúc phân phối & bán lẻ và phân khúc viễn thông có kết quả hoạt động tốt nhất và ghi nhận tăng trưởng LNTT đạt tương ứng 19% và 13% so với cùng kỳ trong 4T2014. Trong khi đó, mảng tích hợp hệ thống và nội dung số có kết quả kém nhất và cùng ghi nhận tăng trưởng âm của LNTT trong 4 tháng.

Ngoại trừ mảng giáo dục và mảng dịch vụ CNTT, biên LNTT của tất cả các mảng còn lại đều có xu hướng đi xuống trong 4T2014. Trong khi đó, mảng phân phối và bán lẻ có đóng góp doanh thu tăng đáng kể trong năm nay nhưng lại có biên lợi nhuận thấp nhất trong tập đoàn. Những điều này đã khiến biên LNTT của FPT giảm từ 9,7% trong 4T2013 xuống còn 7,8% trong 4T2014.

### Mảng phân phối và bán lẻ (FPT-Trading và FPT-Retail)

Tỷ đồng	Doanh thu 4M2014	Doanh thu 4M2013	% tăng trưởng
Phân phối sản phẩm CNTT	1.962	1.545	27,0%
Phân phối điện thoại	3.177	2.355	34,9%
Bán lẻ sản phẩm công nghệ	1.405	744	88,8%
<b>Tổng</b>	<b>6.544</b>	<b>4.644</b>	<b>40,9%</b>

Nguồn: Báo cáo cập nhật 4T2014 và 4T2013 của FPT

Tăng trưởng cao của mảng phân phối trong 4T2014 chủ yếu đến từ hoạt động phân phối máy tính bảng (doanh thu trong 4T2014 đạt 231 tỷ đồng, tăng 197% so với cùng kỳ), iPhone (688 tỷ đồng, tăng 1,045%), và điện thoại thông minh Lenovo (305 tỷ đồng, tăng 100%). FPT-Trading chỉ mới bắt đầu phân phối iPhone từ tháng 4 năm 2013 nhưng sản phẩm này đã có đóng góp khá lớn vào hoạt động kinh doanh của phân khúc. Doanh thu từ các sản phẩm điện thoại mang nhãn hiệu FPT đạt 117 tỷ đồng trong 4T2014, tăng 21% so với cùng kỳ.

Mảng bán lẻ tăng trưởng bứt phá là kết quả của chiến lược phát triển "siêu tốc" của FPT-Retail. Vào thời điểm cuối quý 1 năm 2014, FPT-Retail có tổng cộng 104 cửa hàng bán lẻ đi vào hoạt động so với chỉ 64 cửa hàng cuối quý 1 năm trước. Hoạt động kinh doanh của mảng này đã ghi nhận LNTT là 8 tỷ đồng trong 4T2014 so với lỗ trước thuế 13 tỷ đồng trong 4T2013. Cuối năm 2014, FPT-Retail dự kiến sẽ có tổng cộng 150 cửa hàng bán lẻ hoạt động.

Dự phóng của chúng tôi đối với hai mảng này cho cả năm 2014 là không đổi so với báo cáo phân tích lần đầu. Theo đó, mảng phân phối sẽ có mức tăng trưởng doanh thu đạt 11%; mảng bán lẻ sẽ có mức tăng trưởng doanh thu đạt 50%.

Máy tính bảng, Iphone và các sản phẩm điện thoại thông minh Lenovo là các nhân tố chính đẩy sau mức tăng trưởng cao của mảng phân phối.

FPT vẫn đang tích cực mở rộng mạng lưới bán lẻ của tập đoàn. Doanh thu trong 4T2014 tăng 89% so với cùng kỳ năm trước.

## Dịch vụ viễn thông (FPT-Telecom)

Tỷ đồng	Doanh thu 4M2014	Doanh thu 4M2013	% tăng trưởng
Băng thông rộng	868	705	23,1%
Cho thuê cáp & dịch vụ khác	335	328	2,1%
<b>Tổng</b>	<b>1.203</b>	<b>1.033</b>	<b>16,5%</b>

Nguồn: Báo cáo cập nhật 4T2014 và 4T2013 của FPT

FPT-Telecom dự kiến sẽ chi từ 1.000 đến 1.200 tỷ trong năm 2014 và 2015 để đầu tư vào cơ sở hạ tầng mạng và phát triển công nghệ dặm cuối (last-mile).

Không khác so với dự phóng của chúng tôi, doanh thu và LNTT từ mảng dịch vụ viễn thông đều có mức tăng trưởng khá tốt trong 4T2014. Trong năm nay và năm tới, FPT-Telecom dự tính sẽ dành từ 500 đến 600 tỷ đồng để nâng cấp cơ sở hạ tầng mạng Internet của công ty, cụ thể bằng việc thay thế dây cáp đồng bằng dây cáp quang. Thêm vào đó, công ty cũng chủ định sẽ dành một khoản tương đương để mở rộng hạ tầng công nghệ dặm cuối (last-mile). Những dự án này sẽ giúp FPT-Telecom tăng tốc độ truy cập mạng Internet cho người dùng và đồng thời cũng sẽ giúp công ty mở rộng mạng lưới khách hàng của mình.

Theo như quy định của Chuẩn mực Kế toán tại Việt Nam, dây cáp mạng không được tính là tài sản cố định và vì vậy chỉ được khấu hao trong vòng tối đa là hai năm. Vì lý do này, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận kinh doanh của mảng viễn thông trong năm nay và năm tới sẽ thấp hơn khoảng 5% so với dự phóng trong báo cáo ban đầu của chúng tôi. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu năm 2014 từ mảng viễn thông sẽ đạt 17,5%.

## Phát triển phần mềm

Tỷ đồng	Doanh thu 4M2014	Doanh thu 4M2013	% tăng trưởng
Gia công phần mềm	709	637	11,3%
Giải pháp phần mềm	94	96	-2,1%
<b>Tổng</b>	<b>803</b>	<b>733</b>	<b>9,5%</b>

Nguồn: Báo cáo cập nhật 4T2014 và 4T2013 của FPT

LNTT của phân khúc PTPM giảm so cùng kỳ năm trước chủ yếu vì hai lý do: (1) doanh thu từ mảng giải pháp phần mềm được ghi nhận chậm hơn so với mảng gia công phần mềm và (2) các hợp đồng PTPM năm nay có biên lợi nhuận thấp hơn năm ngoái.

Mặc dù doanh thu từ phân khúc phát triển phần mềm (PTPM) tăng trưởng 10% trong 4T2014, LNTT từ mảng này lại có mức tăng trưởng âm 10%. Nguyên nhân chính đằng sau sự chênh lệch này là do doanh thu từ mảng giải pháp phần mềm được ghi nhận chậm hơn so với doanh thu từ mảng gia công phần mềm. Cụ thể, trong khi doanh thu từ mảng gia công phần mềm được ghi nhận trên cơ sở dồn tích dựa vào tiến độ của dự án, thì doanh thu từ mảng giải pháp phần mềm thường chỉ được ghi nhận khi dự án đã hoàn thành 100%. Vì thế, chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận của phân khúc PTPM sẽ hồi phục vào cuối năm 2014, khi phần lớn các dự án giải pháp phần mềm đã hoàn thành và được ghi nhận doanh thu.

So với cùng kỳ năm trước, các hợp đồng PTPM trong năm nay có biên lợi nhuận thấp hơn, chủ yếu do sự cạnh tranh cao hơn trên cả thị trường quốc tế lẫn thị trường nội địa. Mức độ cạnh tranh cao này cũng khiến chi phí bán hàng gia tăng trong năm nay. Thêm vào đó, phân khúc này vẫn tiếp tục ghi nhận chi phí để chuyển dời văn phòng sang khu Công nghệ cao Láng Hòa Lạc. Chi phí di dời được dự tính sẽ lên tới 35 đến 40 tỷ trong năm nay và điều này cũng sẽ làm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của phân khúc PTPM.

Đầu tháng 2 năm nay, Công ty Phần mềm FPT là công ty Việt Nam đầu tiên được Hiệp hội Dịch vụ Gia công Chuyên nghiệp Quốc tế chọn vào Danh sách

100 Nhà Cung cấp Dịch Vụ Gia công toàn cầu. Danh sách này cũng bao gồm các công ty CNTT nổi tiếng trên thế giới như Accenture, Capgemini và Unisys. Trong tháng 4 vừa qua, Công ty Phần mềm FPT đã thành lập Trung tâm Phần mềm tại Cần Thơ với tổng diện tích là 250m<sup>2</sup>. Đây là trung tâm phần mềm đầu tiên được khai trương tại khu vực đồng bằng sông Cửu Long. Công ty sẽ tận dụng nguồn nhân lực có trình độ cao tại khu vực này để thực thi các dự án PTPM cho các khách hàng Nhật Bản (ví dụ: Hitachi Medical Group và Hitachi Aloka Medical).

Theo như trao đổi gần đây của chúng tôi với đại diện của FPT, phân khúc PTPM đang chuẩn bị ký kết một số hợp đồng có giá trị lợi nhuận cao trong vài tháng tới.

Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng cho phân khúc này tại mức 26% trong năm 2014.

### Chiến lược phát triển – Toàn cầu hóa (TCH) và S.M.A.C.

Dựa vào kinh nghiệm lâu năm của FPT trong các mảng như gia công phần mềm, IT outsourcing và tích hợp hệ thống, FPT có tham vọng chiếm lĩnh thị phần cao hơn trên các thị trường quốc tế và qua đó nâng cao danh tiếng của công ty. Bắt đầu từ năm nay, FPT sẽ dành khoảng 50 triệu USD mỗi năm cho các thương vụ sát nhập trên các thị trường như Singapore, Mỹ và Nhật Bản. Trong 4T2014, tổng doanh thu của FPT từ các thị trường quốc tế đạt 889 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ năm ngoái.

Vào ngày 28 tháng 4 vừa qua, Hội đồng Quản trị FPT đã thông qua quyết định bổ nhiệm ông Dương Dũng Triều làm Phó Tổng Giám đốc (PTGD) TCH và ông Nguyễn Khắc Thành đảm nhiệm vị trí PTGD phụ trách nguồn lực TCH. Việc bổ nhiệm lần này nằm trong chương trình luân chuyển lãnh đạo của công ty được bắt đầu từ tháng 3 năm 2014. Theo đó, lãnh đạo FPT các cấp sẽ được luân chuyển trong các mảng kinh doanh của tập đoàn để tạo sự trải nghiệm đa dạng và nâng cao năng lực điều hành. Trong vị trí mới của mình, ông Triều và ông Thành sẽ chịu trách nhiệm làm cầu nối giữa các phân khúc PTPM, tích hợp hệ thống và dịch vụ CNTT nhằm đưa ra các giải pháp toàn diện cho các khách hàng quốc tế.

*Hai PTGD mới đã được bổ nhiệm để thực thi chiến lược TCH của FPT.*

Chiến lược S.M.A.C. của FPT



*Nguồn: FPT, VPBS thu thập*

Ứng dụng từ chiến lược S.M.A.C.



Mô hình S.M.A.C. là nền tảng cho các chiến lược lâu dài của FPT trong tương lai.

Chiến lược S.M.A.C. của FPT được xây dựng dựa trên bốn nền tảng công nghệ chính: mạng xã hội (social network), công nghệ di động (mobile), phân tích dữ liệu lớn (analytics / big data), và điện toán đám mây (cloud). Đối với FPT, S.M.A.C. được coi là một chiến lược công nghệ mang tính cấp thiết. Chính vì thế, các công tác nghiên cứu và phát triển của tập đoàn trong những năm gần đây đều tập trung vào các cơ hội khai thác thương mại dựa trên nền tảng này. Mẫu robot FPT (ảnh bên phải phía trên) là một ví dụ điển hình: mẫu robot này có khả năng xử lý các thông lệnh bằng giọng nói của người dùng bằng cách vận dụng các thuật toán điện tử đặt trên hệ thống đám mây. Sau đó, robot sẽ thi hành thông lệnh đưa ra (ví dụ: đặt vé máy bay) bằng hệ thống phân tích dữ liệu lớn và bằng các kết nối mạng di động và mạng xã hội của mình. Cũng như Y2K đã từng là nhân tố xúc tác cho sự phát triển của nền công nghiệp CNTT của Ấn Độ, chúng tôi tin rằng mô hình S.M.A.C. sẽ là nền tảng vững chắc cho sự tăng trưởng của FPT trong tương lai.

## Các cập nhật khác

### **Kế hoạch chia cổ tức 25% bằng cổ phiếu**

Theo như thông cáo báo chí gần đây nhất của FPT, cổ phiếu phát hành để trả cổ tức cho năm 2013 dự kiến sẽ được lưu hành vào khoảng cuối tháng 6 năm nay. Theo kế hoạch này, tổng số lượng lưu hành của cổ phiếu FPT sẽ tăng từ 275.119.379 lên 343.894.224 cổ phiếu. Vào ngày 7 tháng 5 năm 2014 (ngày giao dịch không hưởng quyền), giá cổ phiếu FPT đã được điều chỉnh dựa trên tỷ lệ phát hành cổ phiếu để trả cổ tức này.

### **SCIC Investment sẽ mua 1 triệu cổ phiếu FPT**

Công ty TNHH Một thành viên Đầu tư SCIC (SCIC Investment), công ty thành viên của SCIC, trong ngày 13 tháng 5 vừa qua, đã công bố kế hoạch mua 1 triệu cổ phiếu FPT trong giai đoạn từ ngày 19 tháng 5 đến ngày 17 tháng 6. Nếu giao dịch thành công, SCIC Investment sẽ nắm giữ 0,36% cổ phần trong FPT. Tại thời điểm hiện tại, công ty mẹ SCIC nắm giữ 16,6 triệu cổ phiếu FPT, tương ứng với 6,05% cổ phần của tập đoàn.

## Định giá

### ***Diễn biến gần đây của giá cổ phiếu FPT***

Trong báo cáo phân tích lần đầu được phát hành vào ngày 21 tháng 2 năm 2014, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu FPT với giá mục tiêu là 63.000 đồng/cổ phiếu. Sau khi điều chỉnh giá cổ phiếu dựa trên kế hoạch chia cổ tức 25% bằng cổ phiếu của FPT trong năm nay, giá mục tiêu của chúng tôi trong báo cáo lần đầu sẽ là 50.400 đồng/cổ phiếu và giá đóng cửa của cổ phiếu FPT tại thời điểm phát hành báo cáo là 46.400 đồng/cổ phiếu.

Vào ngày 19 tháng 3 vừa qua, giá cổ phiếu FPT đã đạt mức cao nhất trong vòng 12 tháng với giá đóng cửa đã điều chỉnh là 57.600 đồng (tăng 24% so với giá đóng cửa tại thời điểm phát hành báo cáo lần đầu). Vào giữa tháng 5, tin tức về căng thẳng trên biển Đông giữa Trung Quốc và Việt Nam đã khiến một lượng lớn cổ phiếu được bán tháo trên hai sàn trong những tuần vừa qua. Giá cổ phiếu của FPT, do đó, cũng đã giảm 20% so với mức giá đỉnh nói trên.

### ***Giá mục tiêu***

Giá mục tiêu cho cổ phiếu FPT mà chúng tôi đặt ra trong báo cáo cập nhật lần này dựa trên hai phương pháp định giá chính: phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá dựa trên thị trường. Chúng tôi đặt tỷ trọng 85% cho phương pháp DCF (100% trong báo cáo lần đầu) và 15% cho phương pháp thị trường.

Phương pháp định giá	(đồng / cổ phiếu)	Tỷ trọng
DCF	46.500	85%
P/E tại 14,7 lần	84.591	15%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>52.200</b>	

### ***Phương pháp định giá DCF***

Chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá cổ phiếu FPT vì chúng tôi tin rằng trong tương lai dòng tiền vẫn là yếu tố cơ bản thúc đẩy tăng trưởng cổ phiếu này. Mô hình DCF của chúng tôi thiết lập giá mục tiêu cho FPT là **46,500** đồng/cổ phiếu và bao gồm các giả định sau:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 7,2%.
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường* dự kiến ở mức 15,0%.
- *Beta* được ước tính ở mức 1,10.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 15,8% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân* (WACC) là 14,1%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của FPT là 8,0%.

Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn:

		WACC				
		13,1%	13,6%	14,1%	14,6%	15,1%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	6,0%	43.100	38.900	35.200	32.000	29.100
	7,0%	50.100	44.700	40.000	36.100	32.600
	8,0%	59.800	52.500	46.500	41.500	37.200
	9,0%	74.300	63.900	55.600	48.800	43.200
	10,0%	98.300	81.600	69.100	59.400	51.600

Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với sự thay đổi giá định dự báo biên lợi nhuận hoạt động:

		% thay đổi của giá định biên LN hoạt động của mảng viễn thông				
		-4,0%	-2,0%	0,0%	2,0%	4,0%
% thay đổi giá định biên LN hoạt động của mảng phần mềm	-4,0%	34.800	37.500	40.300	43.100	45.800
	-2,0%	37.900	40.600	43.400	46.200	49.000
	0,0%	41.000	43.700	46.500	49.300	52.100
	2,0%	44.100	46.900	49.600	52.400	55.200
	4,0%	47.200	50.000	52.700	55.500	58.300

### **Phương pháp định giá thị trường**

Có thể thấy trong bảng ở trang sau, các chỉ số định giá của FPT (chỉ số P/E và P/B) là khá thấp mặc dù các chỉ số sinh lời ROE và ROA của công ty khá vượt trội so với các công ty cùng ngành. Theo các chỉ số so sánh tương đối, cổ phiếu FPT đang giao dịch tại mức P/E là 9,7 lần, tương đương với 0,74 lần chỉ số giao dịch trung bình của sàn HSX. Trong khi đó, số trung vị của nhóm các công ty cùng ngành lại đang ở mức 1,12 lần chỉ số trung bình của các thị trường trong khu vực. Chỉ số này cho thấy FPT đang được định giá thấp hơn so với các công ty khác trong khu vực.

Theo chúng tôi nhận định, P/E mục tiêu của FPT trong 12 tháng tới sẽ là 14,7 lần (= P/E của VN-Index 13,1 x 1,12).

Chỉ số giá các công ty cùng ngành ở trang đầu của báo cáo này được tập hợp từ các cổ phiếu trong bảng ở trang sau, với tỷ trọng cho mỗi mã được tính tương ứng với tỷ trọng vốn hóa của công ty đó trong cả nhóm.



Tên công ty	Sàn giao dịch	Vốn hóa thị trường triệu USD	Tăng trưởng doanh thu		Biên LN ròng (%)		Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu		Tỷ số LN/tổng tài sản (ROA)		Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu (ROE)		P/E		P/B		Chỉ số P/E tương đối hiện tại	Chỉ số P/B tương đối hiện tại
			2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	Hiện tại	2014E	Hiện tại	2014E		
<b>Tích hợp hệ thống và dịch vụ CNTT</b>																		
Beijing Teamsun Technology Co Ltd	Shanghai	930	3.4	-7.8	3.0	0.9	25.3	69.0	3.6	0.8	6.7	1.8	104.4	29.0	2.5	2.4	10.52	1.91
CMC Ltd	Natl India	786	35.5	31.2	10.3	11.9	0.0	0.0	13.3	17.1	21.3	26.8	16.5	17.3	4.0	4.0	0.91	1.39
Chinasoft International Ltd	Hong Kong	564	23.4	15.8	4.8	4.6	26.4	48.4	4.2	3.7	7.3	7.1	29.5	18.2	2.3	1.5	2.73	1.68
KPIT Technologies Ltd	Natl India	521	52.0	49.2	9.7	8.9	28.7	34.1	13.0	12.8	22.1	22.8	11.9	12.1	2.3	2.4	0.66	0.80
DuzonBizon Co Ltd	Korea SE	308	9.4	4.2	14.4	10.8	82.6	66.5	9.9	7.1	22.4	15.0	21.0	N/A	3.0	N/A	0.33	2.56
Average			24.7	18.5	8.4	7.4	32.6	43.6	8.8	8.3	16.0	14.7	36.6	19.2	2.8	2.6	3.03	1.67
Median			23.4	15.8	9.7	8.9	26.4	48.4	9.9	7.1	21.3	15.0	21.0	17.8	2.5	2.4	0.91	1.68
<b>Phát triển phần mềm</b>																		
Posco ICT Co Ltd	KOSDAQ	1,200	3.5	3.3	3.9	3.2	54.6	8.6	5.4	4.4	15.5	9.9	32.6	N/A	3.0	N/A	0.51	2.55
Hexaware Technologies Ltd	Natl India	736	34.3	17.3	16.8	16.6	0.0	0.0	21.6	22.2	29.5	31.6	11.4	12.0	3.6	3.2	0.63	1.25
Xiamen 35.com Technology	Shenzhen	468	-1.5	10.1	1.3	4.8	1.4	0.0	0.5	2.2	0.7	2.8	165.6	26.0	5.8	5.4	2.70	0.89
Hithink Flush Info. Network	Shenzhen	567	-20.3	7.7	15.7	12.3	0.0	N/A	2.1	1.7	2.3	1.9	158.8	N/A	3.1	N/A	2.59	0.47
DuzonBizon Co Ltd	Korea SE	308	9.4	4.2	14.4	10.8	82.6	66.5	9.9	7.1	22.4	15.0	21.0	N/A	3.0	N/A	0.33	2.56
Average			5.1	8.5	10.4	9.5	27.7	18.8	7.9	7.5	14.1	12.2	77.9	19.0	3.7	4.3	1.35	1.55
Median			3.5	7.7	14.4	10.8	1.4	4.3	5.4	4.4	15.5	9.9	32.6	19.0	3.1	4.3	0.63	1.25
<b>Viễn thông</b>																		
SK Broadband Co Ltd	KOSDAQ	1,076	8.8	2.1	1.1	0.5	84.2	118.8	0.8	0.4	1.9	1.0	137.0	31.8	1.0	1.0	2.13	0.83
Beijing Sinnet Technology	Shenzhen	806	40.7	27.0	23.7	22.6	0.0	N/A	20.3	N/A	24.4	N/A	62.7	50.1	16.8	6.9	1.02	2.59
TIME dotCom Bhd	Bursa Malays	772	33.5	30.8	46.2	117.0	6.2	8.3	8.1	24.6	9.1	28.6	3.9	16.2	1.2	1.2	0.23	0.54
Dialog Axiata PLC	Colombo	612	N/A	N/A	N/A	8.2	N/A	73.9	N/A	N/A	28.5	21.3	16.0	14.8	1.9	2.0	1.12	1.18
Sri Lanka Telecom PLC	Colombo	659	9.9	5.9	6.9	9.0	31.9	34.6	3.9	5.1	7.3	9.4	19.8	N/A	1.4	N/A	1.38	0.86
Average			23.2	16.5	19.5	31.5	30.6	58.9	8.3	10.0	14.2	15.1	47.9	28.2	4.5	2.8	1.18	1.20
Median			21.7	16.5	15.3	9.0	19.1	54.2	6.0	5.1	9.1	15.3	19.8	24.0	1.4	1.6	1.12	0.86
<b>Phân phối sản phẩm CNTT</b>																		
Tsinghua Unisplendour Co	Shenzhen	832	23.0	30.5	1.1	1.2	82.3	74.7	3.0	3.4	8.3	10.3	49.3	35.5	5.0	4.6	1.74	2.01
Henan Splendor Science	Shenzhen	888	-14.7	31.6	6.2	18.3	22.4	0.5	1.7	4.8	2.7	6.6	66.6	30.9	4.1	3.4	2.35	1.65
Great Wall Technology Co	Hong Kong	480	0.9	-3.2	-0.2	0.1	55.0	N/A	-0.3	N/A	-3.7	N/A	29.9	N/A	0.7	N/A	2.77	0.51
Hedy Holding Co Ltd	Shenzhen	386	5.4	6.0	0.6	-8.7	23.7	N/A	0.9	-15.6	1.3	-22.5	N/A	N/A	5.0	N/A	N/A	2.00
Daou Data Corp	KOSDAQ	196	-38.2	27.9	3.4	5.5	104.6	89.9	1.1	2.2	2.4	4.8	37.8	N/A	1.8	N/A	0.59	1.49
Average			-4.7	18.6	2.2	3.3	57.6	55.0	1.3	-1.3	2.2	-0.2	45.9	33.2	3.3	4.0	1.86	1.53
Median			0.9	27.9	1.1	1.2	55.0	74.7	1.1	2.8	2.4	5.7	43.6	33.2	4.1	4.0	2.05	1.65
Tổng trung bình			11.5	15.5	9.7	12.9	37.5	43.4	6.5	6.1	11.6	10.8	52.4	24.5	3.6	3.2	1.86	1.49
Tổng trung vị			9.4	10.1	6.2	8.6	26.4	41.5	3.9	4.4	7.8	9.6	29.9	22.1	3.0	2.8	1.12	1.44
CTCP FPT	HSX	749	-3.1	9.9	6.3	5.9	46.6	58.6	13.6	13.0	26.3	24.0	9.7	7.9	2.2	1.7	0.74	1.16

Nguồn: Bloomberg, VPBS. Dữ liệu tại ngày 29/5/2014

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>25.370</b>	<b>24.594</b>	<b>27.028</b>	<b>33.513</b>	<b>38.797</b>	<b>44.599</b>	<b>50.150</b>	<b>55.588</b>
% tăng trưởng	26,7%	-3,1%	9,9%	24,0%	15,8%	15,0%	12,4%	10,8%
Giá vốn hàng bán	20.412	19.902	21.489	26.664	30.533	34.572	38.604	42.427
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4.958</b>	<b>4.692</b>	<b>5.539</b>	<b>6.849</b>	<b>8.264</b>	<b>10.027</b>	<b>11.546</b>	<b>13.161</b>
Chi phí bán hàng và quản lý DN	2.396	2.461	3.203	4.045	4.713	5.429	6.166	6.891
<b>EBIT</b>	<b>2.562</b>	<b>2.232</b>	<b>2.336</b>	<b>2.804</b>	<b>3.550</b>	<b>4.598</b>	<b>5.380</b>	<b>6.270</b>
Khấu hao	376	400	443	838	970	892	1.003	1.112
<b>EBITDA</b>	<b>2.938</b>	<b>2.631</b>	<b>2.779</b>	<b>3.642</b>	<b>4.520</b>	<b>5.490</b>	<b>6.383</b>	<b>7.382</b>
Doanh thu tài chính	552	637	386	629	308	365	449	614
Chi phí tài chính	694	550	271	739	748	876	951	1.027
Lợi nhuận (chi phí) khác	46	56	85	77	69	62	56	50
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	36	33	22	19	17	16	14	13
	0	0	42	53	59	65	75	86
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.502</b>	<b>2.407</b>	<b>2.516</b>	<b>2.737</b>	<b>3.139</b>	<b>4.100</b>	<b>4.873</b>	<b>5.835</b>
Chi phí thuế	422	421	450	446	512	666	792	947
Thuế suất hiệu dụng	16,9%	17,5%	17,9%	16,3%	16,3%	16,3%	16,2%	16,2%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.079</b>	<b>1.985</b>	<b>2.065</b>	<b>2.290</b>	<b>2.627</b>	<b>3.433</b>	<b>4.081</b>	<b>4.888</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	397	445	458	511	586	766	910	1.090
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1.682</b>	<b>1.540</b>	<b>1.608</b>	<b>1.779</b>	<b>2.041</b>	<b>2.668</b>	<b>3.171</b>	<b>3.798</b>
% tăng trưởng	6,6%	6,3%	5,9%	5,3%	5,3%	6,0%	6,3%	6,8%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	6.276	5.665	5.858	5.755	5.933	7.755	9.219	11.039

  

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.902	2.319	2.751	929	1.600	2.634	4.697	7.709
Các khoản đầu tư ngắn hạn	862	662	1.443	1.443	1.443	1.443	1.443	1.443
Các khoản phải thu	3.210	3.300	3.838	4.591	5.315	6.109	6.870	7.615
Hàng tồn kho	3.276	2.700	3.329	4.102	4.708	5.343	5.980	6.587
Tài sản ngắn hạn khác	1.123	1.249	1.547	1.654	1.671	1.814	1.836	1.975
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.373</b>	<b>10.229</b>	<b>12.908</b>	<b>12.719</b>	<b>14.737</b>	<b>17.343</b>	<b>20.825</b>	<b>25.329</b>
Tài sản cố định	2.151	2.618	3.076	3.579	4.161	5.052	5.554	5.832
Các khoản đầu tư dài hạn	865	696	707	707	707	707	707	707
Tài sản dài hạn khác	554	666	880	880	880	880	880	880
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3.570</b>	<b>3.980</b>	<b>4.662</b>	<b>5.165</b>	<b>5.747</b>	<b>6.639</b>	<b>7.140</b>	<b>7.418</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.943</b>	<b>14.209</b>	<b>17.571</b>	<b>17.884</b>	<b>20.484</b>	<b>23.982</b>	<b>27.966</b>	<b>32.747</b>
Các khoản phải trả	1.339	1.809	2.200	2.243	2.574	2.922	3.270	3.602
Vay nợ ngắn hạn	4.674	2.860	4.167	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Nợ ngắn hạn khác	2.462	2.150	2.702	2.768	3.129	3.566	3.980	4.401
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>8.475</b>	<b>6.820</b>	<b>9.069</b>	<b>7.811</b>	<b>8.504</b>	<b>9.287</b>	<b>10.050</b>	<b>10.804</b>
Vay nợ dài hạn	0	22	55	24	-7	-38	-38	-38
Nợ dài hạn khác	242	274	193	193	193	193	193	193
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>242</b>	<b>295</b>	<b>248</b>	<b>217</b>	<b>185</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>154</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>8.717</b>	<b>7.115</b>	<b>9.317</b>	<b>8.028</b>	<b>8.689</b>	<b>9.442</b>	<b>10.204</b>	<b>10.958</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	2.210	2.788	2.801	2.801	2.801	2.801	2.801	2.801
Lợi nhuận chưa phân phối	3.173	3.181	4.207	5.299	6.652	8.632	10.943	13.881
Cổ phiếu quỹ	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Vốn khác	138	213	201	201	201	201	201	201
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.521</b>	<b>6.182</b>	<b>7.209</b>	<b>8.300</b>	<b>9.653</b>	<b>11.633</b>	<b>13.944</b>	<b>16.882</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	705	913	1.045	1.556	2.142	2.907	3.818	4.907
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>14.943</b>	<b>14.209</b>	<b>17.571</b>	<b>17.884</b>	<b>20.484</b>	<b>23.982</b>	<b>27.966</b>	<b>32.747</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	1.847	2.410	1.400	1.094	2.356	2.771	3.517	4.172
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	107	(253)	(1.576)	(1.341)	(1.552)	(1.784)	(1.504)	(1.390)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(487)	(2.740)	608	(1.575)	(133)	46	50	230
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>1.466</b>	<b>(583)</b>	<b>432</b>	<b>(1.822)</b>	<b>671</b>	<b>1.034</b>	<b>2.063</b>	<b>3.012</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.436	2.902	2.319	2.751	929	1.600	2.634	4.697
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2.902</b>	<b>2.319</b>	<b>2.751</b>	<b>929</b>	<b>1.600</b>	<b>2.634</b>	<b>4.697</b>	<b>7.709</b>
<b>Dòng tiền tự do của công ty</b>	<b>1.394</b>	<b>1.702</b>	<b>489</b>	<b>(247)</b>	<b>804</b>	<b>987</b>	<b>2.013</b>	<b>2.782</b>
<b>PHÂN TÍCH CHỈ SỐ</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Chi số định giá</b>								
Chỉ số P/E			9,7x	7,9x	7,7x	5,9x	4,9x	4,1x
Chỉ số PEG			2,9x	n/a	2,5x	0,2x	0,3x	0,2x
EV / EBIT			7,5x	6,3x	5,0x	3,8x	3,3x	2,8x
EV / EBITDA			6,3x	4,8x	3,9x	3,2x	2,8x	2,4x
Chỉ số P/S			0,6x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
Chỉ số P/B			2,2x	1,7x	1,6x	1,3x	1,1x	0,9x
Lợi suất cổ tức	1.200	2.400	1.200	2.000	2.000	2.000	2.500	2.500
<b>Chi số sinh lời</b>								
Biên LN gộp	19,5%	19,1%	20,5%	20,4%	21,3%	22,5%	23,0%	23,7%
Biên EBITDA	11,6%	10,7%	10,3%	10,9%	11,7%	12,3%	12,7%	13,3%
Biên LN hoạt động	10,1%	9,1%	8,6%	8,4%	9,2%	10,3%	10,7%	11,3%
Biên LN ròng	6,6%	6,3%	5,9%	5,3%	5,3%	6,0%	6,3%	6,8%
Tỷ số LN/tổng tài sản	15,3%	13,6%	13,0%	13,0%	13,7%	15,4%	15,7%	16,1%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	35,4%	26,3%	24,0%	22,4%	22,7%	25,1%	24,8%	24,6%
<b>Chi số đòn bẩy</b>								
Tỷ số thanh toán lãi vay	10,3x	9,8x	17,6x	7,4x	14,0x	18,3x	21,6x	25,2x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	4,2x	2,8x	2,7x	2,1x	2,5x	2,7x	3,6x	4,5x
Tỷ số nợ/tổng nguồn vốn	45,8%	31,8%	36,9%	25,4%	22,4%	19,2%	16,5%	14,1%
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	84,7%	46,6%	58,6%	34,0%	28,9%	23,7%	19,8%	16,4%
<b>Chi số thanh khoản</b>								
Hệ số vòng quay tài sản	1,7x	1,7x	1,5x	1,9x	1,9x	1,9x	1,8x	1,7x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	46,2	49,0	51,8	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	23,9	33,2	37,4	30,7	30,8	30,8	30,9	31,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	58,6	49,5	56,5	56,1	56,3	56,4	56,5	56,7
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3x	1,5x	1,4x	1,6x	1,7x	1,9x	2,1x	2,3x
Hệ số thanh toán nhanh	1,0x	1,1x	1,1x	1,1x	1,2x	1,3x	1,5x	1,7x

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

FPT đang trong quá trình hồi phục sau khi giảm điểm mạnh từ đỉnh 57.000 thiết lập ngày 14/4. Xu hướng tăng điểm từ đầu năm của cổ phiếu này đã bị phá vỡ khi FPT đóng cửa phía dưới đường hỗ trợ MA50 ngày 5/5. Hiện tại, đường MA50 trở thành kháng cự với FPT và đang nằm tại mức 51.500.

Chúng tôi kỳ vọng FPT có thể tăng giá trong một vài tháng tới lên 51.500 để kiểm tra lại đường MA50 nói trên, mặc dù trong ngắn hạn, giá cổ phiếu này có thể điều chỉnh giảm từ 3%-5%.

Mã chứng khoán	FPT (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	57.000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	40.100
Đường MA 50 ngày	51.500
Đường MA 100 ngày	46.500
Kháng cự trung hạn	51.500
Hỗ trợ trung hạn	40.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>MUA</b>

Với giá đóng cửa 46.100 ngày hôm nay, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với FPT tại thời điểm phát hành báo cáo.



## Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro công hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### Lưu Bích Hồng

Giám đốc – Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

### Nguyễn Hữu Toàn

Chuyên viên phân tích  
toannh@vpbs.com.vn

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418