

Công ty Cổ phần FPT (FPT – HSX)

Mức định giá cao hơn nhờ cơ cấu lại mảng kinh doanh

- Dự phóng KQKD 2016
- Định giá mảng bán lẻ và bán sỉ thiết bị công nghệ của FPT
- Đánh đổi khi giảm sở hữu tại FPTRetail và FPTTrading
- Nâng sở hữu tại FPTTelecom giúp bù đắp sụt giảm do bán FPTRetail và FPTTrading

Quan điểm và Định Giá:

FPT là một trong những tập đoàn công nghệ hàng đầu Việt Nam với 4 mảng hoạt động chính là Công nghệ, Viễn thông, Phân phối & bán lẻ và Giáo dục. Hiện tại, Doanh nghiệp đang trong quá trình tái cấu trúc các khoản đầu tư vào công ty con. Cụ thể, FPT đang trong lộ trình giảm tỷ trọng sở hữu tại mảng bán lẻ và bán sỉ thiết bị công nghệ (FPTRetail và FPTTrading) và đồng thời thể hiện thiện chí muốn nâng cao nhất có thể mức sở hữu tại mảng viễn thông (mua lại phần vốn bán ra của SCIC tại FPTTelecom). Nếu các dự định này hoàn thành trong năm nay thì FPT từ năm 2017 sẽ có sự biến chuyển lớn về hoạt động cũng như các số liệu trên báo cáo tài chính. Theo đánh giá của chúng tôi, những thay đổi này sẽ mang lại yếu tố tích cực đối với hoạt động trong dài hạn của FPT do mảng bán lẻ đang đối mặt với cạnh tranh mạnh trong ngành và phân khúc Viễn thông có tiềm năng trong dài hạn khi lộ trình quang hóa hoàn tất.

Chúng tôi đánh giá FPT sẽ khó vượt được kế hoạch năm về doanh thu và lợi nhuận. Mức doanh thu và lợi nhuận dự phóng vào khoảng 41.751 tỷ đồng và 2.154 tỷ đồng tương ứng mức EPS vào khoảng **4.220 đồng**. Với P/E áp dụng cho FPT là **13,7x**, mức giá hợp lý đối với cổ phiếu FPT vào khoảng **58.000 đồng**. Chúng tôi đưa ra mức khuyến nghị **MUA** đối với FPT trong **DÀI HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	32.644,7	37.959,7	41.750,5	45.748,8
% tăng trưởng	20,8%	16,3%	10,0%	9,6%
Lợi nhuận sau thuế	1.632,1	1.930,9	2.154,0	2.500,1
% tăng trưởng	1,5%	18,3%	11,6%	16,1%
Tỷ suất LNST (%)	5,0%	5,1%	5,2%	5,5%
ROA (%)	8,1%	7,9%	7,7%	7,9%
ROE (%)	21,6%	23,4%	22,6%	21,6%
EPS (VND)	3.559	3.783	4.220	4.081
Giá trị sổ sách (VND)	22.997	21.579	22.722	23.136
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	3.000	3.000	3.000
P/E (x)*	8,3	9,7	10,5	10,9
P/BV (x)*	1,5	2,2	2,0	1,9

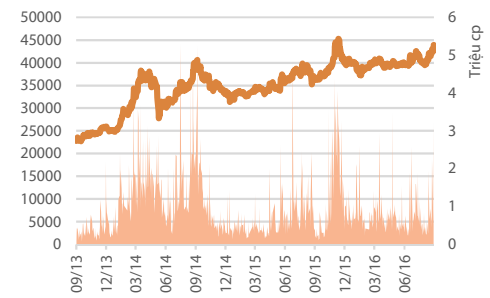
Nguồn: Báo cáo tài chính FPT, Rong Việt tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 01/09/2016

MUA

Giá thị trường (VND)	44.500
Giá mục tiêu (VND)	58.000
Thời gian đầu tư	Dài hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghệ
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.599
SLCPDLH	459.344.308
Beta	0,74
Free Float (%)	59,0
Giá cao nhất 52 tuần	45.200
Giá thấp nhất 52 tuần	36.100
KLGD bình quân 20 phiên (cp)	875.847



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
FPT	10,2	16,0	92,8
Công nghệ	4,5	14,0	N/A
VNIndex	8,0	19,0	41,7
VN30 Index	6,4	12,9	24,9

Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	5,99
Red River Holding	5,75
Deutsche Bank Aktiengesellschaft, London Branch	2,42
Amersham Industries Limited	2,04
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	49

Nguyễn Trung Kiên

(084) 08- 6299 2006 – Ext: 1320

Kien.nt@vdsc.com.vn

Cập nhật KQKD 6T2016

6 tháng đầu năm 2016 chứng kiến sự chững lại về tăng trưởng từ FPT khi nhận doanh thu hợp nhất đạt 17.818 tỷ đồng, giảm -7,8% yoy và tương đương 39% kế hoạch năm. Bên cạnh đó, LNST cũng có sự sụt giảm với 1.258 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng -7%.

Bảng 1: KQKD của FPT theo lĩnh vực (đơn vị: tỷ VNĐ)

Lĩnh vực	1H2015		1H2016		Tăng trưởng yoy	
	DT	LNTT	DT	LNTT	DT	LNTT
Mảng Công nghệ	3.460	395	3.944	346	14,0%	-12,4%
Mảng Viễn thông	2.521	543	3.178	533	26,1%	-1,8%
Mảng Phân phối và bán lẻ	12.995	371	10.349	280	-20,4%	-24,5%
Mảng Giáo dục và khác	352	42	347	88	-1,4%	+109,5%

Nguồn: FPT, RongViet Research

Như theo kế hoạch, mảng **Công nghệ** hiện là phân khúc kinh doanh được FPT kỳ vọng sẽ mang lại lợi nhuận cao nhất cho tập đoàn trong năm 2016. Cụ thể trong 6 tháng đầu năm, mảng này đã đóng góp 3.944 tỷ đồng (+14,0% yoy) vào tổng doanh thu. Theo đó, tăng trưởng phần lớn vẫn đến từ sự cải thiện tích cực của thị trường Nhật Bản. Bên cạnh đó, hoạt động xuất khẩu đến Slovakia nhờ vào thương vụ M&A với công ty RWE IT Slovakia tiếp tục đóng góp vào KQKD của FPT. Đây là một trong những nền tảng quan trọng để FPT có thể duy trì mức tăng trưởng tích cực từ thị trường Châu Âu trong thời điểm hiện tại lần triển vọng trong tương lai. Thương vụ này có thể sẽ mang về cho FPT hợp đồng với một số khách hàng khác trong lĩnh vực năng lượng tại thị trường này. Ngoài ra, doanh thu cũng được thúc đẩy nhờ vào hợp đồng cung cấp hệ thống ứng dụng quản lý thuế giá trị gia tăng mới được ký kết với cơ quan thuế Bangladesh với trị giá 33,6 triệu USD. Đồng thời, FPT đang là doanh nghiệp nước ngoài đầu tiên được cấp phép kinh doanh viễn thông (NFSI) tại thị trường Myanmar.

Doanh thu 1H2016 của mảng **Viễn thông** đạt mức tăng trưởng tích cực nhất với +26,1% yoy, tương ứng 3.178 tỷ đồng nhưng lợi nhuận thấp. Nguyên nhân chính đến từ kế hoạch cũng như lộ trình quang hóa tại thị trường Việt Nam trong thời điểm hiện tại. FPT đang có trên 1,5 triệu thuê bao, trong đó 2/3 là cáp quang và 1/3 là cáp đồng. Kế hoạch quang hoá sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của FPT Telecom do phân bổ chi phí quang hoá tại Hà Nội, TP.HCM và được chia thành 2 phần, một phần ghi nhận vào TSCĐ khấu hao từ 5-7 năm và một phần ghi nhận vào vật tư thuê bao sẽ phân bổ hết trong năm. Ngoài ra, FPT còn dự phòng tương ứng 1,5% doanh thu vào Quỹ Dịch vụ Viễn thông Công ích Việt Nam theo quy định mới. Do đó, mặc dù doanh thu có sự tăng trưởng mạnh, LNTT vẫn không có sự cải thiện đáng kể với 533 tỷ đồng (-1.8% yoy).

Mảng **Phân phối và bán lẻ** chứng kiến sự suy giảm mạnh so với cùng kỳ khi doanh thu giảm -20,4% và LNTT giảm -24,5%. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, nguyên nhân chính đến từ (1) MWG và FPT Retail bắt đầu nhập khẩu trực tiếp từ Apple kể từ tháng 09/2015, không còn thông qua FPT Trading và (2) doanh thu đến từ việc phân phối dòng sản phẩm Windows phone của Microsoft bị giảm mạnh, cụ thể -43,8% yoy và chỉ đạt 900 tỷ đồng đối với doanh thu.

Lĩnh vực **Giáo dục** duy trì mức tăng trưởng mạnh về LNTT 110% yoy nhờ số lượng sinh viên mới nhập học tăng 15% trong năm 2015, tương ứng với 87 tỷ đồng. Nếu xét về cơ cấu doanh thu và lợi nhuận, phân khúc này chưa có sự đóng góp đáng kể với vốn vẹn 347 tỷ đồng doanh thu (-1.4% yoy), chiếm 1,9% tổng doanh thu toàn tập đoàn. Mặc dù vậy, lợi nhuận đã có mức đóng góp tăng trưởng mạnh với 7,1% cùng với biên lợi nhuận trước thuế ~25,4%, cải thiện tích cực từ mức 11,9% cùng kì năm ngoái.

Dự phóng KQKD 2016

Đối với KQKD 2016 và 2017, chúng tôi thực hiện dự phóng dựa trên kịch bản FPT vẫn giữ nguyên tỷ trọng sở hữu tại FPTRetail, FPTTrading và cả FPTTelecom do lộ trình thoái vốn cũng như mua vào chưa thực sự rõ ràng về thời điểm và phương án chi tiết.

Bảng 2: Giả định cơ sở trong mô hình định giá

Tăng trưởng doanh thu (%)	2016E	2017F
CNTT	12,5	15,5
Viễn Thông	22,4	22,6
Phân phối và bán lẻ	-2,5	3,7
Giáo dục	10,0	10,0
Tổng	10,0	9,6
Biên LNTT (%)		
CNTT	12,4	13,1
Viễn Thông	18,3	18,3
Phân phối và bán lẻ	3,0	3,2
Giáo dục	20,0	20,0
Tổng	7,9	8,7

Nguồn: Rongviet Research

Dựa trên các giả định trên, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ của FPT trong năm 2016 vào khoảng 41.751 tỷ đồng và 2.154 tỷ đồng. Mức EPS tương ứng trong năm nay vào khoảng **4.220 đồng**. Sự sụt giảm mạnh của mảng Phân phối và bán lẻ càng củng cố thêm nhận định về việc FPT sẽ cố gắng hoàn thành sớm việc thoái vốn tại FPTRetail và FPTTrading. Nguyên nhân chính đến từ triển vọng không mấy sáng sủa của hoạt động bán lẻ khi MWG đã có thể cạnh tranh trực tiếp bằng việc nhập khẩu sản phẩm Apple và phân khúc điện thoại thông minh giá rẻ đã và đang là mục tiêu phát triển của DGW từ khá lâu. Do đó, FPT sẽ gặp cạnh tranh nếu tham gia phân phối dòng sản phẩm trên.

Câu chuyện giảm tỷ trọng sở hữu tại FPTRetail và FPTTrading

Bảng 3: Giá trị chuỗi bán lẻ FPTShop trên góc nhìn định giá tương quan về hệ thống cửa hàng FPTShop vs Thegioididong.com

Tiêu chí	FPTShop	Thegioididong	FPTShop:Thegioididong	Nhận định
Số lượng cửa hàng hiện tại	331	878	1:2,5	
Tốc độ tăng trưởng cửa hàng trong 3 năm gần đây	68 cửa hàng/năm	110 cửa hàng/năm	1:1,6	
Doanh thu trên mỗi cửa hàng	2.600 triệu	3.100 triệu	1:1,2	
Biên lợi nhuận trước thuế	2,3%	5,6%	1:2,4	
Lợi nhuận trước thuế/cửa hàng	60 triệu/tháng	173 triệu/tháng	1:2,8	
Thị phần	12%	35%	1:2,9	
Tổng lợi nhuận trước thuế trong 5 năm tiếp theo (2016-2020)	246	1.314		
Tỷ số P/E (giá trị chuỗi trên lợi nhuận dự phóng năm 2016)	8	10		Sử dụng suất chiết khấu 20% từ mức PE của chuỗi thegioididong để tìm mức PE hợp lý đối với chuỗi FPTShop do chúng tôi nhận thấy các chỉ số so sánh về quy mô và hiệu quả hoạt động của thegioididong đều vượt trội đối với FPTShop
Giá trị hợp lý của chuỗi kinh doanh trong năm 2016 theo mô hình PE	1.966 tỷ	11.700 tỷ		

Nguồn: RongViet Research

Nhằm đưa ra mức định giá hợp lý, chúng tôi so sánh với chuỗi bán lẻ **FPTShop** và **Thegioididong.com** do tính chất kinh doanh và sản phẩm phân phối có sự tương đồng nhất định. Bảng trên đưa ra sự so sánh tương quan của 2 hệ thống cửa hàng về số lượng, tốc độ tăng trưởng, doanh thu cũng như hiệu quả hoạt động. Có thể dễ dàng nhận thấy với số lượng cửa hàng hiện tại chỉ vỏn vẹn 331 đơn vị, Thegioididong có sự vượt trội hơn hẳn về độ bao phủ với gần 900 cửa hàng. Điều này dẫn tới thị phần của Thegioididong.com đạt mức 35%, cao hơn nhiều khi so sánh với 12% từ FPTShop. Ngoài ra với hiệu quả hoạt động cũng như tốc độ tăng trưởng và kết quả kinh doanh/cửa hàng đều có sự cách biệt lớn, các chỉ số so sánh đều cho thấy Thegioididong.com có giá trị tương đối vượt trội so với FPTShop trong thời điểm hiện tại.

Với tỷ số P/E cho Thegioididong.com dựa trên lợi nhuận dự phóng năm 2016 là 10x, tỷ số P/E cho FPTShop được chiết khấu 20% với mức tương ứng là 8x. Giá trị hợp lý của chuỗi kinh doanh trong năm 2016 theo mô hình PE đối với FPTShop là 1.966 tỷ đồng.

Bảng 4: Định giá FPTTrading trên góc nhìn định giá tương quan với PSD và DGW

	PSD	DGW	FPTTrading	FPTTrading vs PSD	FPTTrading vs DGW
Mô tả sơ lược doanh nghiệp	DN chuyên phân phối dòng sản phẩm điện thoại của Samsung và các sản phẩm máy tính xách tay, máy tính bảng	Doanh nghiệp phân phối các dòng máy tính xách tay, máy tính bảng và các dòng tiền thoại mức giá trung bình thấp (Obi, Wiko,...)	DN phân phối các sản phẩm điện thoại, laptop, máy tính bảng,...		
Doanh thu năm 2015 (tỷ đồng)	5.689	4.246	17.759	3:1	4:1
Tăng trưởng doanh thu trung bình 3 năm gần nhất	2%	30%	10%	10%:2%	10%:30%
Tăng trưởng năm 2015	-10%	-14%	1%	1%:(-10%)	1%:(-14%)
LNST năm 2015 (tỷ đồng)	67,5	103,5	409,7	6:1	4:1
Tăng trưởng LNST 3 năm gần nhất	-11%	37%	7%		
Tăng trưởng năm 2015	-25%	-19%	-5%		
Biên lợi nhuận trước thuế trung bình 3 năm	1,7%	3,0%	3,0%		
Giá trị doanh nghiệp/lợi nhuận sau thuế	6,6	7,4	8,0	Do FPTTrading có vị thế quy mô và các chỉ số tương quan tốt hơn PSD và DGW nên chúng tôi chấp nhận mức định giá cao hơn so với PSD và DGW	
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)			2.780		

Nguồn: RongViet Research

Đối với **FPTTrading**, chúng tôi đưa định giá dựa trên góc nhìn tương quan với PSD và DGW. Phương pháp và lập luận khá tương đồng với việc so sánh giữa FPTShop và Thegioididong.com. Có thể nhận thấy quy mô cũng như hiệu quả hoạt động và tăng trưởng của FPTTrading đều tốt hơn rất nhiều so với PSD và DGW. Lợi nhuận sau thuế của FPTTrading vào năm 2015 đạt 409,7 tỷ đồng, gấp 4 lần DGW và 6 lần PSD. Ngoài ra FPTTrading là doanh nghiệp duy nhất đạt mức tăng trưởng dương cho năm 2015 và biên lợi nhuận trước thuế tiếp tục được duy trì cao trong ngành (~3,0%). Do đó, chúng tôi sử dụng tỷ lệ giá trị doanh nghiệp/lợi nhuận sau thuế cao hơn khi so sánh với cả PSD và DGW.

Mặc dù vậy, vì FPTTrading có hiệu quả tốt hơn do các năm trước doanh nghiệp được độc quyền phân phối các sản phẩm của Apple, lợi thế trên sẽ khó được duy trì trong thời gian tới. Chính vì vậy tỷ lệ Giá trị doanh nghiệp/lợi nhuận sau thuế được sử dụng cho FPTTrading được nhận định ở mức ~8, cao hơn không nhiều khi so sánh với PSD và DGW với lần lượt 6,6 và 7,4.

Đánh đổi giữa thu nhập bất thường từ bán tài sản và sụt giảm lợi nhuận trong các năm tiếp theo

Hiện tại FPT đang ở hữu 85% tại FPTRetail và 100% tại FPTTrading. Đồng thời, theo ước tính của chúng tôi, mức đóng góp của hai công ty con này vào EPS của FPT trong năm nay vào khoảng 28,6%. Chúng tôi xây dựng các kịch bản về tỷ lệ sở hữu của FPT tại FPTShop và FPTTrading để đánh giá sự sụt giảm doanh thu và lợi nhuận hợp nhất đối với FPT trong các năm tiếp theo. Chi tiết như bảng bên dưới:

Bảng 5: Kịch bản tỷ lệ EPS 2017 của FPT bị sụt giảm so với giả định vẫn giữ nguyên sở hữu tại FPTShop và FPTTrading

		Tỷ lệ sở hữu tại FPTRetail					
Tỷ lệ sở hữu tại FPTTrading		49%	39%	29%	19%	0%	
	49%	-12%	-14%	-15%	-17%	-20%	
	39%	-14%	-7%	-8%	-10%	-13%	
	29%	-15%	-17%	-18%	-20%	-22%	
	19%	-17%	-18%	-20%	-21%	-24%	
	0%	-19%	-21%	-22%	-24%	-26%	

Nguồn: Rongviet Research

Bảng 6: Giá trị thu được nếu chuyển nhượng FPTRetail và FPTTrading (tỷ đồng)

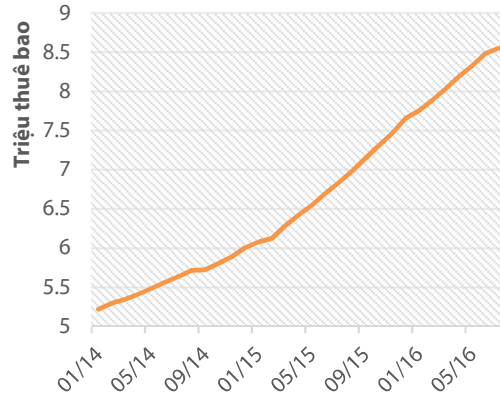
		Tỷ lệ sở hữu tại FPTRetail					
Tỷ lệ sở hữu tại FPTTrading		49%	39%	29%	19%	0%	
	49%	2.144	2.341	2.537	2.734	3.108	
	39%	2.426	2.623	2.819	3.016	3.389	
	29%	2.708	2.904	3.101	3.297	3.671	
	19%	2.989	3.186	3.383	3.579	3.953	
	0%	3.525	3.721	3.918	4.114	4.488	

Nguồn: Rongviet Research

Câu chuyện mua lại sở hữu tại FTel (FPTTelecom)

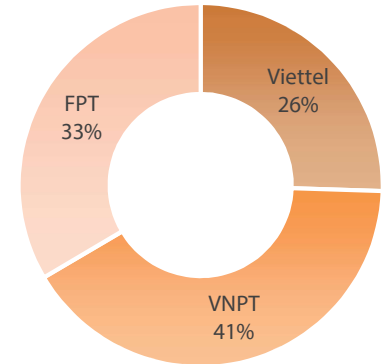
FPTTelecom là doanh nghiệp cung cấp dịch vụ viễn thông và Internet với các sản phẩm và dịch vụ chính bao gồm: Internet băng rộng (ADSL, VDSL, TriplePlay, FTTH), kênh thuê riêng, tên miền, email, lưu trữ web, trung tâm dữ liệu và các dịch vụ giá trị gia tăng trên Internet... Tỷ lệ sở hữu hiện tại của FPT tại FPTTelecom đang là 45,55%. Theo đánh giá của RongViet Research, tiềm năng tăng trưởng của FPTTelecom là điểm nhấn chính dẫn đến quyết định gia tăng tỷ trọng của FPT trong thời gian tới.

Hình 1: Tăng trưởng thuê bao internet băng rộng cố định



Nguồn: VNTA, RongViet Research

Hình 2: Thị phần thuê bao FTTH năm 2015

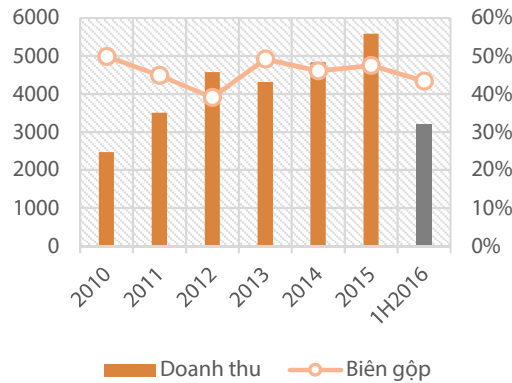


Nguồn: VNTA, RongViet Research

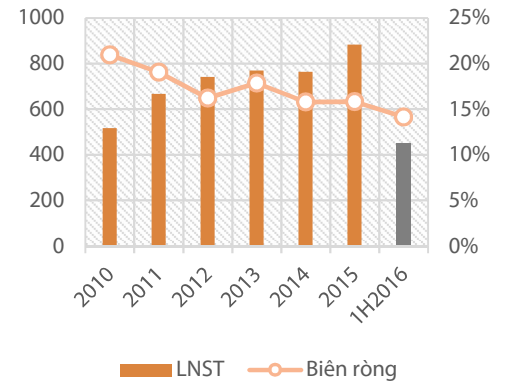
Theo thống kê từ Cục Viễn Thông thuộc Bộ Thông tin và Truyền thông, thị phần FTTH (cáp quang) của FPT đã có sự tăng trưởng mạnh từ 6% trong năm 2014 lên 25,4% trong năm 2015. Theo đánh giá, nguyên nhân chính cho sự cải thiện trên đến từ việc chuyển đổi hạ tầng hoàn toàn từ cáp đồng sang cáp quang tại các thành phố lớn. Bên cạnh đó, với việc các khu vực trên là nơi tập trung chủ yếu số lượng thuê bao từ FPT, FPT có thể đẩy mạnh thị phần cáp quang từ chính phân khúc cáp đồng trước đây của mình. Số lượng thuê bao Internet băng rộng cố định trong 1H2016 cũng có sự tăng trưởng tích cực với ~900.000 đơn vị, tăng +11,2% so với cuối năm 2016

1H2016, FPTTelecom doanh thu và LNST lần lượt đạt 3.191 tỷ đồng (22,3% yoy) và 451 tỷ đồng (-0,9% yoy). Mặc dù doanh thu có sự bứt phá tốt, LNST chỉ duy trì tương đương cùng kì. Nguyên nhân chính như đã nhận định ở trên đến từ khấu hao trong giai đoạn đầu của việc đầu tư mạnh vào quá trình quang hóa. Do đó biên lợi nhuận và biên ròng đều đang trong xu hướng suy giảm.

Hình 3: Kết quả kinh doanh của FPTTelecom



Nguồn: FPT, RongViet Research



Nguồn: FPT, RongViet Research

Với việc chi phí khấu hao sẽ sụt giảm khi quá trình quang hóa hoàn tất kéo theo tăng trưởng lợi nhuận, đây là thời điểm tương đối thích hợp đối với FPT nhằm gia tăng tỉ trọng tại đây khi quá trình quang hóa đã hoàn thành giai đoạn 1 tại 5 tỉnh thành là Đà Nẵng, Cần Thơ, Hải Phòng, Bình Dương, Đồng Nai. Ngoài ra, chi phí khấu hao cho hoạt động quang hóa tại Hà Nội và Tp. HCM dự kiến sẽ ghi nhận hết trong 6 tháng cuối năm 2016, từ đó tạo tiền đề cho sự cải thiện kết quả kinh doanh của FPTTelecom. Bên cạnh đó, so sánh giữa gói cước cáp quang và cáp đồng, cáp quang có giá thành cao hơn không nhiều tuy nhiên với tốc độ đường truyền vượt trội (3Mbps với 12Mbps ở các gói tương ứng), đây sẽ điểm thu hút thuê bao mới và là bệ đỡ tăng trưởng chính của FPTTelecom trong thời gian tới. Với giá cước cao hơn, lộ trình

quang hóa cũng sẽ đóng góp cho tốc độ tăng trưởng về doanh thu của FPTTelecom khi thị phần cáp quang của FPT tăng trưởng mạnh nhờ phân khúc cáp đồng chuyển sang với sự sụt giảm về số lượng thuê sau quá trình chuyển đổi gần như không có.

Gia tăng tỷ trọng tại FPTTelecom giúp bù đắp lại sự sụt giảm lợi nhuận do giảm sở hữu tại FPTRetail và FPTTrading

Bảng 7: Giá trị EPS của FPT tăng thêm trong năm 2017 nếu FPT gia tăng sở hữu tại FPTTelecom trong năm 2016:

Tỷ lệ sở hữu hiện tại của FPT tại Ftel	45,55%					
LNST 2017E của FPTTelecom (tỷ đồng)	1.366					
Tỷ lệ sở hữu kết thúc năm 2016 của FPT tại Ftel	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Giá trị LNST tăng thêm (tỷ đồng)	61	197	334	471	607	744
Tỷ lệ giá trị EPS tăng thêm trong năm 2017	2%	8%	14%	19%	25%	30%

Nguồn: Rongviet Research

Cùng với lộ trình giảm tỷ trọng tại FPTRetail và FPTTrading, FPT sẽ cần bù đắp cho khoản thiếu hụt lợi nhuận đóng góp từ 2 doanh nghiệp trên và FPTTelecom là phương án được đánh giá là thích hợp nhất.

Theo mô hình dự phóng từ RongViet Research, việc gia tăng tỉ lệ sở hữu của FPT tại FPTTel từ 45,55% lên 100% sẽ bù đắp hoàn toàn bù đắp được sự sụt giảm về lợi nhuận do thoái vốn hoàn toàn tại FPTRetail và FPTTrading. Sở hữu 100% tại FPTTelecom sẽ khiến giá trị EPS của FPT tăng thêm 30% đồng thời sẽ có sự sụt giảm ~26% EPS từ hoạt động thoái vốn. Mặc dù vậy, với nhận định FPTTelecom chưa thể hoàn toàn gia tăng tỉ lệ sở hữu lên 100% do phụ thuộc vào lộ trình của SCIC, chúng tôi đánh giá kịch bản khả thi nhất trong thời điểm hiện tại là sở hữu tại FPTTelecom có thể đạt ~80% tính đến cuối năm 2016. Do đó, FPT cần giảm tỉ lệ sở hữu tại FPTRetail và FPTTrading xuống còn ~19%. Với trường hợp trên, có khả năng FPT sẽ ghi nhận ~3.580 tỷ đồng từ việc thoái vốn. Trong thời điểm hiện tại, cổ phiếu FPTTelecom đang được giao dịch trên sàn OTC với mức giá bình quân 48.000 đồng/cổ phiếu. Với số lượng sở hữu là 54,45%, SCIC hiện đang nắm giữ ~679.000 cổ phiếu. Dựa trên kịch bản cơ sở FPT sẽ phải chấp nhận mức giá cao hơn 10% so với giá giao dịch hiện tại, tổng chi phí phải bỏ ra để thầu tóm toàn bộ số lượng cổ phiếu FPTTelecom là ~3.583 tỷ đồng. Do đó, có thể nhận thấy việc thoái vốn tại FPTRetail và FPTTrading hoàn toàn có thể được sử dụng là nguồn tài trợ vốn đầu tư trong tương lai của FPT.

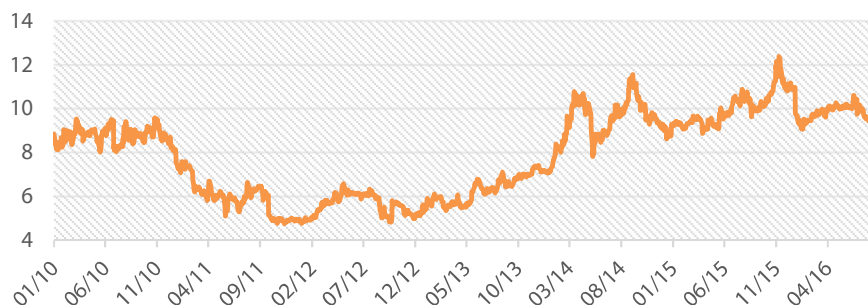
Quan điểm và định giá

FPT là một trong những tập đoàn công nghệ hàng đầu Việt Nam với 4 mảng hoạt động chính là Công nghệ, Viễn thông, Phân phối & bán lẻ và Giáo dục. Hiện tại, Doanh nghiệp đang trong quá trình tái cấu trúc các khoản đầu tư vào công ty con. Cụ thể, FPT đang trong lộ trình giảm tỷ trọng sở hữu tại mảng bán lẻ và bán sỉ thiết bị công nghệ (FPTRetail và FPTTrading) và đồng thời thể hiện thiện chí muốn nâng cao nhất có thể mức sở hữu tại mảng viễn thông (mua lại phần vốn bán ra của SCIC tại FPTTelecom). Nếu các dự định này hoàn thành trong năm nay thì FPT từ năm 2017 sẽ có sự biến chuyển lớn về hoạt động cũng như các số liệu trên báo cáo tài chính. Theo đánh giá của chúng tôi, những thay đổi này sẽ mang lại yếu tố tích cực đối với hoạt động trong dài hạn của FPT do mảng bán lẻ đang đối mặt với cạnh tranh mạnh trong ngành và phân khúc Viễn thông có tiềm năng trong dài hạn khi lộ trình quang hóa hoàn tất.

Doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2017-2020 được đánh giá sẽ đến chủ yếu từ mảng viễn thông và mảng công nghệ. Đây là hai mảng kinh doanh có tính bền vững về tăng trưởng tốt hơn so với mảng bán lẻ và phân phối thiết bị công nghệ. Vì thế, chúng tôi đánh giá mức PE của FPT cũng sẽ được nâng lên cao hơn hiện tại sau khi việc thoái vốn tại FPTRetail và FPTTrading hoàn tất. Trong vòng 3 năm trở lại đây, cổ phiếu FPT thường được giao dịch xoay quanh mức PE ~10x. Tuy vậy, triển vọng kinh doanh của FPT đang dần trở nên tích cực, đi cùng với nhu cầu ngày càng cao về ứng dụng công nghệ. Ngoài ra, khi so sánh

với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước cũng như khu vực (Phụ lục), đây là tỷ lệ tương đối thấp và hấp dẫn khi trung bình ngành ~19,6x sau khi loại trừ các số liệu đột biến. Do đó, sử dụng mức chiết khấu 30% đối với doanh nghiệp công nghệ đầu ngành của Việt Nam như FPT, chúng tôi xác định mức PE hợp lý vào khoảng **13,7x**.

Hình 4: Biến động P/E của FPT trong giai đoạn 2010 - nay



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Chúng tôi đánh giá FPT sẽ khó vượt được kế hoạch năm về doanh thu và lợi nhuận. Mức doanh thu và lợi nhuận dự phóng vào khoảng 41.751 tỷ đồng và 2.154 tỷ đồng tương ứng mức EPS vào khoảng **4.220 đồng**. Với P/E áp dụng cho FPT là **13,7x**, mức giá hợp lý đối với cổ phiếu FPT vào khoảng **58.000 đồng**. Chúng tôi đưa ra mức khuyến nghị **MUA** đối với FPT trong **DÀI HẠN**.

Phụ lục:

Bảng 8: Tương quan giữa FPT và các công ty trong ngành trong khu vực

Tên doanh nghiệp	Mã CK	VHTT (Triệu VND)	ROE (%)	ROA (%)	Biên gộp (%)	P/E	P/B
TRUNG BÌNH		282.195.678	(2,98)	5,63	32,67	19,61	2,17
FPT CORP	FPT VN	19.568.068	21,80	8,00	21,60	10,20	2,20
BCE INC	BCE CN	926.327.440	22,20	6,00	42,50	17,70	4,30
TELEKOM MALAYSIA BHD	T MK	142.458.038	11,70	3,80	-	28,90	3,40
PAKISTAN TELECOM CO LTD	PTC PA	18.195.231	2,80	1,00	27,20	46,70	0,90
MAHANAGAR TELEPHONE NIGAM	MTNL IN	4.302.319	(193,70)	(7,60)	-	-	-
TATA COMMUNICATIONS LTD	TCOM IN	49.902.617	-	(0,90)	-	-	-
TELEKOMUNIKASI INDONESIA PER	TLKM IJ	702.077.525	24,70	11,00	-	22,60	5,20
KT CORP	030200 KS	166.402.825	3,70	1,40	-	18,40	0,70
KAZAKHTELECOM	KZTK KZ	8.695.406	25,70	18,40	36,60	5,00	0,40
CHUNGHWA TELECOM CO LTD	2412 TT	626.761.771	12,60	9,50	37,30	20,30	2,60
SRI LANKA TELECOM PLC	SLTL SL	10.133.379	5,70	2,90	30,90	21,50	1,00
TIME DOTCOM BHD	TDC MK	25.485.912	20,10	16,10	-	10,30	2,30
CHINA TELECOM CORP LTD-H	728 HK	968.233.277	6,90	3,40	-	14,20	0,90

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	32.644,7	37.959,7	41.750,5	45.748,8
Giá vốn	26.371,2	30.465,9	33.400,4	36.370,3
Lãi gộp	6.273,5	7.493,8	8.350,1	9.378,5
Chi phí bán hàng	1.702,8	2.226,9	2.463,3	2.699,2
Chi phí quản lý	2.183,3	2.331,8	2.505,0	2.744,9
Thu nhập từ HĐTC	367,6	452,5	562,5	562,5
Chi phí tài chính	354,1	620,4	666,7	701,9
Lợi nhuận khác	70,1	49,4	49,4	49,4
Lợi nhuận trước thuế	2.459,2	2.851,1	3.361,4	3.944,2
Thuế TNDN	432,9	580,9	672,3	788,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	447,0	507,2	535,1	655,3
Lợi nhuận sau thuế	1.632,1	1.930,9	2.154,0	2.500,1
EBIT	2.625,4	3.113,7	3.643,5	4.241,2
EBITDA	3.172,7	3.846,5	4.540,7	5.227,4

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	20,8%	16,3%	10,0%	9,6%
Lợi nhuận HKKD	2,2%	22,9%	15,2%	16,3%
EBITDA	2,6%	21,2%	18,0%	15,1%
EBIT	-0,9%	18,6%	17,0%	16,4%
Lợi nhuận sau thuế	1,5%	18,3%	11,6%	16,1%
Tổng tài sản	30,8%	13,4%	15,8%	10,0%
Vốn chủ sở hữu	9,8%	8,4%	21,7%	22,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	12,5%	9,0%	13,0%	12,1%

Khả năng sinh lợi	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
LN gộp / Doanh thu	19,2%	19,7%	20,0%	20,5%
LN HKKD / Doanh thu	7,3%	7,7%	8,1%	8,6%
EBITDA/ Doanh thu	9,7%	10,1%	10,9%	11,4%
EBIT/ Doanh thu	8,0%	8,2%	8,7%	9,3%
LNST/ Doanh thu	5,0%	5,1%	5,2%	5,5%
ROA	8,1%	7,9%	7,7%	7,9%
ROIC or RONA	28,2%	29,4%	29,7%	29,1%
ROE	21,6%	23,4%	22,6%	21,6%

Hiệu quả hoạt động	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Vòng quay kh. phải thu	6,9	7,2	7,1	7,0
Vòng quay hàng tồn kho	6,7	6,2	6,0	6,0
Vòng quay khoản phải trả	4,8	4,7	4,7	4,6

Khả năng thanh toán	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Hiện hành	1,3	1,3	1,3	1,4
Nhanh	1,0	0,9	1,0	1,1

Cấu trúc tài chính	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tổng nợ/ Vốn CSH	166,7%	184,8%	171,6%	144,5%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	85,0%	95,5%	88,0%	71,7%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	1,8%	7,2%	8,5%	5,9%

BẢNG CĐKT	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền	4.336	3.585	4.897	6.445
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.441	2.617	3.000	3.000
Các khoản phải thu	5.034	5.534	6.263	6.862
Tồn kho	4.573	5.268	5.778	6.292
Tài sản ngắn hạn khác	1.580	1.955	2.150	2.150
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	16.964	18.959	22.088	24.750
Tài sản cố định hữu hình	2.998	3.971	4.620	4.545
Tài sản cố định vô hình	302	319	359	391
Xây dựng cơ bản dở dang	537	693	790	890
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	797	728	750	750
Tài sản dài hạn khác	1.045	1.376	1.551	1.851
Lợi thế thương mại	333	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	6.012	7.087	8.071	8.427

TỔNG TÀI SẢN	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền hàng phải trả và ứng trước	3.497	3.112	4.008	4.364
Khoản phải trả ngắn hạn khác	2.628	3.665	3.547	3.886
Vay và nợ ngắn hạn	6.722	8.191	9.185	9.150
Vay và nợ dài hạn	142	614	890	750
Khoản phải trả dài hạn khác	202	275	280	280
Tổng nợ	13.191	15.857	17.910	18.431
Vốn chủ sở hữu	7.911	8.578	10.439	12.755
Vốn đầu tư của CSH	3.440	3.975	4.594	5.513
Lợi nhuận giữ lại	4.268	4.395	5.630	7.028
Các quỹ	167	166	166	165
Nguồn kinh phí và quỹ khác	3	3	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	7.913	8.581	10.439	12.755
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.344	1.601	1.809	1.991
TỔNG NGUỒN VỐN	22.449	26.039	30.158	33.177

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
LNTT	2.459,2	2.851,1	3.361,4	3.944,2
Khấu hao	547,3	732,9	897,2	986,3
Các điều chỉnh	-171,0	34,5	0,0	0,0
Thay đổi vốn lưu động	-1.684,5	-2.462,7	-1.323,9	-1.206,3
Tiền thuần từ HKKD	1.151,0	1.155,9	2.934,7	3.724,1
Thay đổi TSCĐ	-1.417,4	-1.974,3	-1.683,2	-1.042,2
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	-241,4	-1.153,2	-196,9	-300,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	189,7	226,6	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-1.469,1	-2.900,9	-1.880,1	-1.342,2
Nhận/trả lại vốn góp	16,4	26,6	619,0	918,9
Vay mới/trả nợ vay	2.642,8	1.940,8	1.269,4	-175,4
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-755,8	-974,0	-1.637,7	-1.576,7
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	1.903,4	993,5	250,7	-833,2
Tiền thuần trong kỳ	1.585,3	-751,6	1.305,4	1.548,7
Tiền đầu năm	2.751,0	4.336,3	3.584,7	4.896,7
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	6,5	0,0
Tiền cuối kỳ	4.336,3	3.584,7	4.896,7	6.445,4

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán, VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP,Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP, Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này, Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**