

## CTCP TẬP ĐOÀN FPT (FPT – HSX)

### Tái cấu trúc vẫn là câu chuyện của tương lai

- **Viễn thông:** kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận nhờ hoàn tất quang hoá tại các khu vực trọng điểm
- **Công nghệ:** khẳng định vị thế trong KQKD chung của tập đoàn
- **Phân phối & Bán lẻ:** Hai diễn biến trái ngược
- **Quá trình tái cơ cấu:** thị trường không ngừng tìm kiếm tín hiệu mới

#### Quan điểm và Định giá:

**CTCP Tập đoàn FPT (FPT-HSX)** nằm trong danh sách cổ phiếu được quan tâm của RongViet Research bởi những điểm sáng trong hoạt động sản xuất-kinh doanh. FPT đã đạt được những vị thế ngành quan trọng trong hầu hết các lĩnh vực tham gia, bao gồm viễn thông, gia công phần mềm và phân phối- bán lẻ sản phẩm công nghệ, giúp FPT duy trì tăng trưởng chung cho cả tập đoàn. Về triển vọng của FPT, chúng tôi kỳ vọng mảng Phân phối & bán lẻ khó phục hồi mạnh trong ngắn hạn, trong khi Viễn thông và Công nghệ tiếp tục đóng góp phần lớn vào KQKD hợp nhất. Bên cạnh đó, FPT còn sở hữu sức khoẻ tài chính lành mạnh dựa trên dòng tiền dồi dào từ các hoạt động kinh doanh.

Diễn biến giá cổ phiếu FPT có thể đang chịu sức cản bởi giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài và phản ứng của thị trường về quá trình tái cơ cấu chưa hoàn tất. Với giả định các thương vụ mua bán để tái cơ cấu sẽ không xảy ra trong ngắn hạn và sử dụng phương pháp định giá FCFE và P/E, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của FPT ở mức **53.200đ/cp**, cao hơn **26,4%** so với giá đóng cửa ngày 26/05/2017. Giá mục tiêu này được điều chỉnh từ 50.400đ/cp trong báo cáo phát hành trong 09/2016 với nhận định về khả năng tăng trưởng đều đặn trong KQKD của FPT. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu FPT trong **DÀI HẠN** dựa trên triển vọng vững chắc của doanh nghiệp trong tương lai.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2015	FY2016	1Q-FY17	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	37.960	39.531	9.418	48.104	54.465
% tăng trưởng	16%	4%	11%	21,7%	13,2%
LNST của Cty mẹ	1.931	1.991	413	2.408	3.532
% tăng trưởng	17%	3,1%	19,4%	21,0%	46,7%
Tỷ suất LNST (%)	5,1%	5,0%	4,4%	5,0%	6,5%
ROA (%)	7,4%	6,7%		7,1%	8,9%
ROE (%)	22,5%	20,9%		20,2%	22,9%
EPS (VND)	4.203	4.333		4.532	6.473
Giá trị sổ sách (VND)	21.579	20.727		22.544	29.017
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000		2.000	2.000
P/E (x)	9,6	10,2		9,3	6,5
P/BV (x)	1,6	1,8		1,9	1,5

Nguồn: FPT, RongViet Research

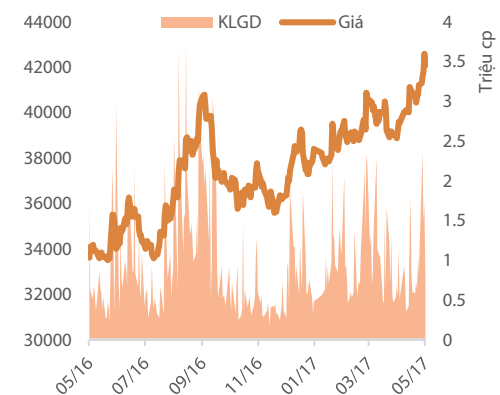
## MUA

Giá thị trường (VND)	42.100
Giá mục tiêu (VND)	53.200

Thời gian đầu tư	<b>Dài hạn</b>
------------------	----------------

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghệ
Vốn hóa ( tỷ đồng)	22.554
SLCPDLH	529
Beta	0,68
Free Float (%)	69
Giá cao nhất 52 tuần	42.696
Giá thấp nhất 52 tuần	33.825
KLGD bình quân 20 phiên ('000)	855



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
FPT	8	23	60
Technology	6	21	30
VN30 Index	8	18	17
VN Index	5	22	33

#### Cổ đông lớn (%)

Trương Gia Bình	7,08
SCIC	5,96
Red River Holding	4,56
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	0

#### Nguyễn Hà Trinh

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1331

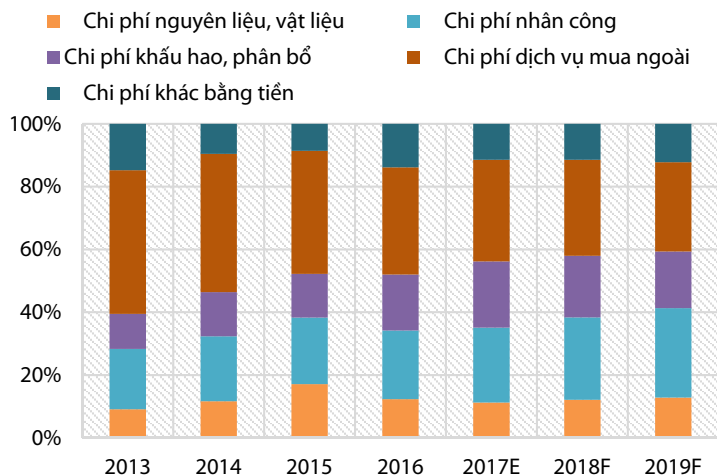
Trinh.nh@vdsc.com.vn

### Viễn thông: kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận nhờ hoàn tất quang hoá tại các khu vực trọng điểm

Mảng viễn thông được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2017 bởi FOX đã hoàn tất quang hoá tại hai thành phố trọng điểm và đã phân bổ xong phần lớn chi phí cho các thiết bị quang hoá trong năm 2016. Như vậy, nhu cầu Capex để mua sắm tài sản cố định sẽ giảm đáng kể trong tương lai, có lợi cho dòng tiền của FPT. Năm 2017, FPT dự kiến chi đầu tư tài sản hơn 1.537 tỷ đồng, thấp hơn 265 tỷ so với 2016 bởi phần lớn cơ sở hạ tầng cáp quang đã được hoàn thành.

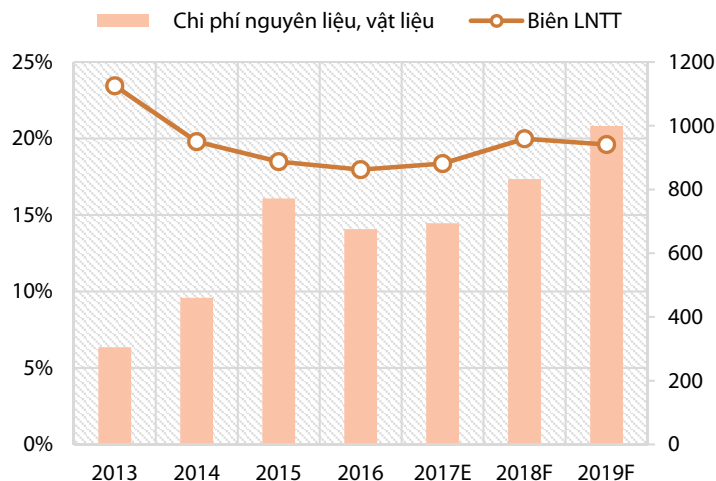
Bên cạnh đó, chế độ kế toán của FOX cho phép ghi nhận nhanh chi phí phân bổ cho các thiết bị đầu cuối như modem và dây cáp mạng trong vòng hai năm. Đây là lý do trong khoảng thời gian triển khai quang hoá 2014-2016 chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh và biên lợi nhuận trước thuế của FOX giảm đáng kể. Chúng tôi cho rằng, với việc hoàn tất ghi nhận phân bổ phần lớn loại chi phí này vào tháng 6/2016, biên lợi nhuận của FOX sẽ được cải thiện trong thời gian tới, khi quang hoá tại các tỉnh thành nhỏ và tăng trưởng doanh thu internet cao hơn tăng chi phí nguyên vật liệu.

**Hình 01: Cơ cấu chi phí của FOX**



Nguồn: FOX, RongViet Research

**Hình 02: Chi phí nguyên vật liệu và Biên LNTT của FOX**

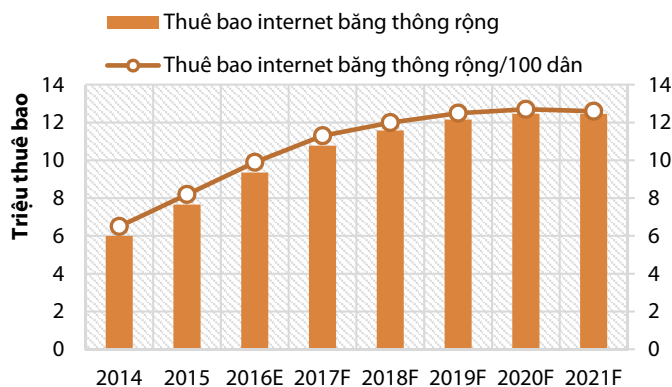


Nguồn: FOX, RongViet Research

Khi quá trình quang hoá đã hoàn tất phần lớn tiến độ, triển vọng của FOX sẽ phụ thuộc vào khả năng giữ thị phần cũng như mở rộng số lượng người dùng khi phải cạnh tranh với VNPT và Viettel, hai nhà cung cấp dịch vụ thuộc sở hữu nhà nước. FPT đã tương đối thành công khi tạo được thương hiệu dựa trên chất lượng dịch vụ được người dùng internet hộ gia đình đánh giá cao. Phản hồi của người dùng cho thấy, khi chất lượng internet của ba nhà cung cấp không chênh lệch nhiều trong một vùng địa lý nhất định, năng lực đáp ứng các yêu cầu hỗ trợ kỹ thuật thường là yếu tố quyết định để lựa chọn nhà cung cấp. Theo đó, FPT được đánh giá có quy trình ký hợp đồng và lắp đặt đơn giản cũng như việc hỗ trợ kỹ thuật kịp thời, xử lý phản hồi của khách hàng một cách hiệu quả và thân thiện. Như vậy, tập trung vào khai thác trải nghiệm của khách hàng được cho là chiến lược phù hợp trong một thị trường cung cấp các sản phẩm tương đồng nhau.

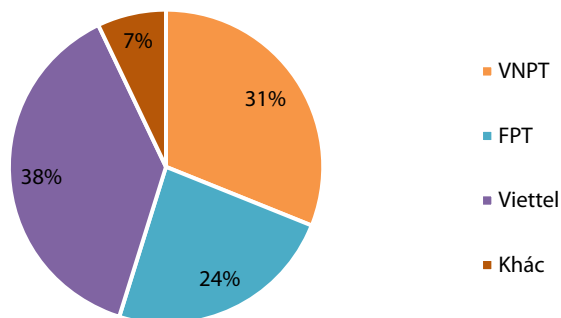
Điều này cũng giải thích mức tăng thị phần của FPT từ 6% năm 2014 lên hơn 20% chỉ trong vòng một năm. Là nhà cung cấp đầu tiên đưa ra thị trường sản phẩm internet cáp quang, FPT đã thành công trong việc thuyết phục khách hàng cũ chuyển từ internet cáp đồng sang cáp quang và đặc biệt là một lượng không nhỏ khách hàng mới có nhu cầu sử dụng loại internet tốc độ cao này.

**Hình 03: Tỷ lệ người dùng internet ở Việt nam**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Hình 04: Thị phần internet băng thông rộng ở Việt Nam**

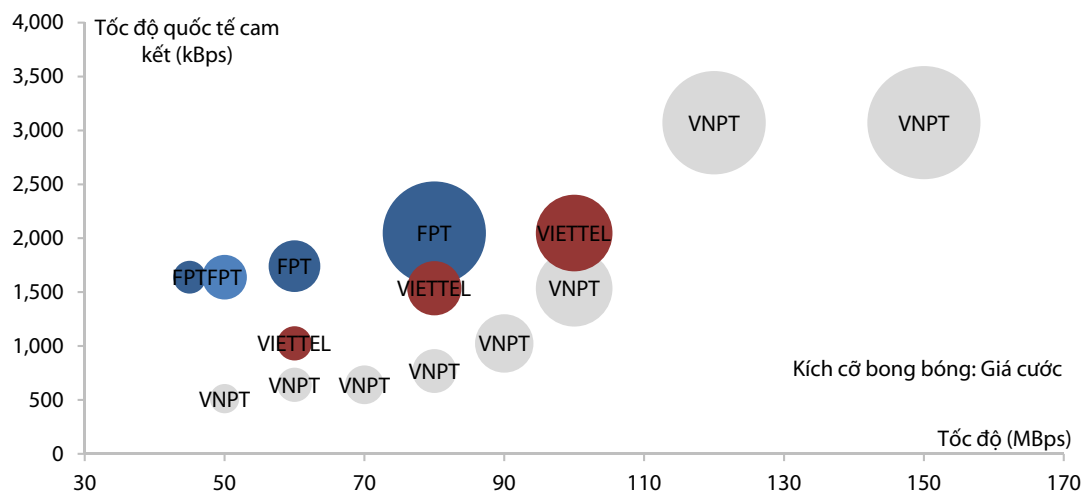


Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng lượng thuê bao internet của FPT sẽ tăng trưởng vượt trung bình thị trường ở mức 25% trong năm 2017. Theo đó, doanh thu của FOX có thể tăng trưởng kép hơn 20% trong giai đoạn 2014-2019, sau đó duy trì ở mức 5% bởi tỷ lệ người dùng internet tại các thành phố lớn được dự báo sẽ đạt điểm bão hòa trong vòng 3-4 năm tới. Về lợi nhuận, mảng Viễn thông sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng mạnh trong năm 2017 và tỷ suất lợi nhuận sau thuế sẽ cải thiện dần về mức 20%.

Trong dài hạn hơn, chúng tôi kỳ vọng FOX tiếp tục là nhân tố đóng góp phần lớn vào tăng trưởng lợi nhuận của FPT nhờ tiềm năng của thị trường viễn thông cũng như các tỷ suất lợi nhuận nổi bật của FOX. Hiện tại, với kế hoạch tiếp tục đầu tư 800 tỷ đồng vào hệ thống cáp quang tại các khu vực khác, số lượng thuê bao FPT sẽ tăng trưởng khả quan trong 3-5 năm tới, tiếp tục cải thiện lợi nhuận trong dài hạn cho FOX.

**Hình 05: Giá cước internet của một số nhà cung cấp dịch vụ**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

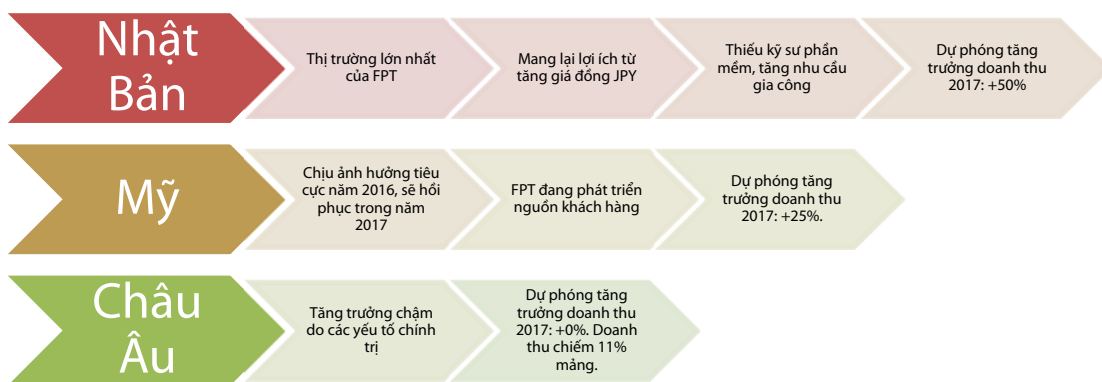
Viễn thông ghi nhận 1.746 tỷ đồng doanh thu và 295 tỷ đồng LNTT trong Q1 2017, tăng lần lượt 13% và 18% so với cùng kỳ và thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi (lần lượt 22% và 25%). Tuy nhiên, thị trường viễn thông thường sôi động hơn vào giữa năm, vì vậy chúng tôi cho rằng FOX sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong những quý tiếp theo và đạt được tỷ lệ tăng trưởng mà RongViet Research kỳ vọng. Điểm đáng chú ý trong KQKD Q1 là tốc độ tăng trưởng LNTT đã vượt tốc độ tăng trưởng doanh thu, cho thấy FOX đang cải thiện theo hướng mà chúng tôi đã dự đoán.

### Công nghệ: khẳng định vị thế trong KQKD chung của tập đoàn

Công nghệ là một mảng hoạt động quan trọng của FPT, không chỉ bởi mảng này có đóng góp lớn thứ hai về cả doanh thu và lợi nhuận cho FPT mà còn bởi tầm hoạt động không bị giới hạn ở thị trường nội địa. Bên cạnh mảng Viễn thông, Công nghệ được chúng tôi kỳ vọng là hai trụ cột tăng trưởng của FPT trong dài hạn.

*Gia công phần mềm: Thị trường thế giới ủng hộ các nhà thầu Việt Nam*

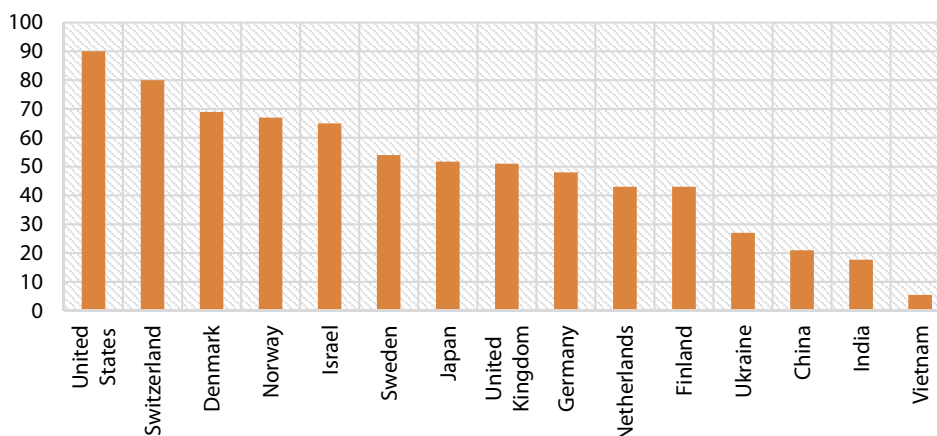
Nhu cầu thuê ngoài về gia công phần mềm hằng năm ước tính lên tới gần 90 tỷ USD mang lại cơ hội gần như không giới hạn cho các công ty phần mềm của Việt Nam, vốn có lợi thế nổi bật về nguồn nhân lực giá rẻ dồi dào. Nhờ lợi thế này mà trong những năm gần đây, Trung Quốc và Ấn Độ đang giành phần lớn các hợp đồng từ các nước phát triển như Mỹ và Nhật Bản- nơi có nhu cầu gia công phần mềm rất lớn và chi phí nhân công đắt đỏ hàng đầu. Việt Nam thậm chí có chi phí nhân công thấp hơn cả Trung Quốc và Ấn Độ, có khả năng đưa ra giá thầu hấp dẫn hơn mà vẫn giữ lại một mức biên lợi nhuận đáng kể. FPT hiện là doanh nghiệp gia công phần mềm lớn nhất Việt Nam, hiện đang sử dụng hơn 10% lượng nhân lực của ngành, tương đương với khoảng 10.000 kỹ sư phần mềm. Do đó, FPT được kỳ vọng hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng quốc tế này, bởi tất cả các thị trường chính của FPT đều đang thể hiện những chuyển biến tích cực.



*Dịch vụ công nghệ, đóng góp một nửa doanh thu và khoảng ¼ LNTT mảng Công nghệ cũng có nhiều cơ hội từ thị trường nội địa.*

Chính sách mới của Chính phủ cho phép các cơ quan nhà nước thuê ngoài các dịch vụ CNTT và xu hướng chính phủ điện tử đã tạo ra nguồn công ăn việc làm dồi dào cho các doanh nghiệp công nghệ. Các khu công nghệ cao cũng đang được nhà nước khuyến khích đầu tư và đã thu hút cả hai khối doanh nghiệp trong nước và FDI. FPT cũng đã cam kết hàng trăm tỷ đồng đầu tư vào xây dựng và sử dụng các khu công nghệ cao tại Hà Nội, TpHCM và Đà Nẵng. Thêm vào đó, các doanh nghiệp tư nhân cũng là một nhân tố trong tăng trưởng ngành bởi điều tra cho thấy 91% doanh nghiệp được hỏi cho biết có kế hoạch số hoá khoảng 30% tài sản dữ liệu trong tương lai gần. Nhu cầu từ khu vực này đóng góp phần lớn vào tăng trưởng giá trị ngành Công nghệ của Việt Nam, đạt tốc độ tăng trưởng kép khoảng 9,9% trong vòng 5 năm tới. Là doanh nghiệp công nghệ lớn nhất và người đi đầu của ngành, FPT có khả năng trúng những gói thầu lớn và phức tạp, qua đó thúc đẩy mảng hoạt động này để trở thành một trong hai trụ cột tăng trưởng của FPT.

**Hình 06: Lương kỹ sư phần mềm trung bình (USD/năm)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

RongViet Research dự phóng mảng Công nghệ sẽ ghi nhận 12.000 tỷ đồng doanh thu và 1.427 tỷ LNTT trong năm 2017, đạt tỷ lệ tăng trưởng lần lượt 20,8% và 29,5% so với cùng kỳ. Q1/2017 vừa rồi, tăng trưởng cùng kỳ doanh thu và LNTT là 19% và 38%, tương đối tốt so với dự phóng của chúng tôi.

#### **Phân phối & Bán lẻ: Hai diễn biến trái ngược**

Mảng Phân phối đã chịu tác động từ các sự kiện không mấy thuận lợi trong năm 2016. Việc Microsoft ngừng kinh doanh điện thoại Lumia và Apple ngưng độc quyền phân phối của FPT tại Việt Nam đã gây sụt giảm KQKD của mảng này trong năm vừa rồi. Doanh thu giảm gần 30%, LNTT giảm 25% kéo theo tăng trưởng của cả tập đoàn. Trong đó, doanh thu phân phối các sản phẩm Apple giảm 62% và doanh thu sản phẩm Nokia gần như “biến mất”. Ngoài ra, các sản phẩm điện thoại còn lại chỉ ghi nhận tăng nhẹ và các sản phẩm IT chỉ tăng 4% so với cùng kỳ.

Ngược lại, FPTRetail tiếp tục có một năm tăng trưởng ấn tượng khi doanh thu tăng 35%, số lượng cửa hàng FPTShop đạt gần gấp rưỡi so với cùng kỳ và biên LNTT tăng 15 điểm phần trăm lên 2,45%. So sánh với Thegioididong của MWG, FPT đang tăng trưởng chậm hơn về tốc độ mở mới cửa hàng, có giá bán cao hơn và doanh thu trung bình/cửa hàng thấp hơn. Trong khi Thegioididong tăng trưởng rất mạnh mẽ nhờ khai thác sản phẩm phân khúc giá phù hợp với người thu nhập thấp-trung bình, FPT được dự đoán sẽ có mức tăng trưởng khiêm tốn hơn với chiến lược bán lẻ hiện tại. Một cách tương đối, giả sử chuỗi FPTShop được định giá theo hai chỉ số P/E và P/S tương đương 80% MWG, FPTShop sẽ có giá trị khoảng 4.000 tỷ đồng.

**Bảng 1: So sánh FPTShop với doanh nghiệp cùng ngành**

Chỉ tiêu	FPTShop	Thegioididong
Số lượng cửa hàng hiện tại	419	1,359
Số lượng cửa hàng mới	111	403
Doanh thu 2016 (tỷ đồng)	10,585	45,613
Doanh thu trung bình cửa hàng 2016 (tỷ đồng)	27	37
LNTT 2016 (tỷ đồng)	259	2,006
Thị phần (%)	18	40
P/E Trailing	-	16.9
P/S Trailing	-	0.6

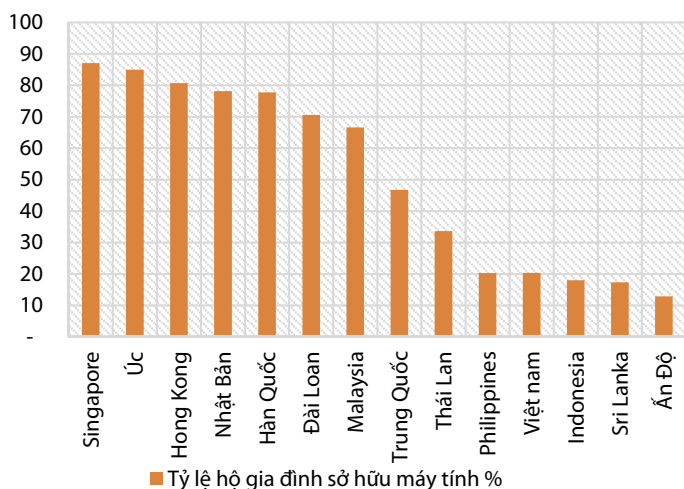
Nguồn: RongViet Research tổng hợp và ước tính

Q1/2017, Phân phối & Bán lẻ ghi nhận sụt giảm lợi nhuận bởi riêng mảng Phân phối giảm LNTT tới 40%. Tuy nhiên, mức tăng mạnh của LNTT mảng Bán lẻ đã bù lại được một phần lớn sụt giảm và tình trạng này

có khả năng sẽ tiếp diễn trong năm 2017. Kế hoạch của FPT cho năm 2017 cho mảng này khá tham vọng- LNTT tăng 36% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nhìn vào KQKD Q1/2017, chúng tôi cho rằng Phân phối chưa hoàn toàn vượt qua giai đoạn khó khăn và tăng trưởng KQKD cả mảng có thể sẽ khiêm tốn hơn.

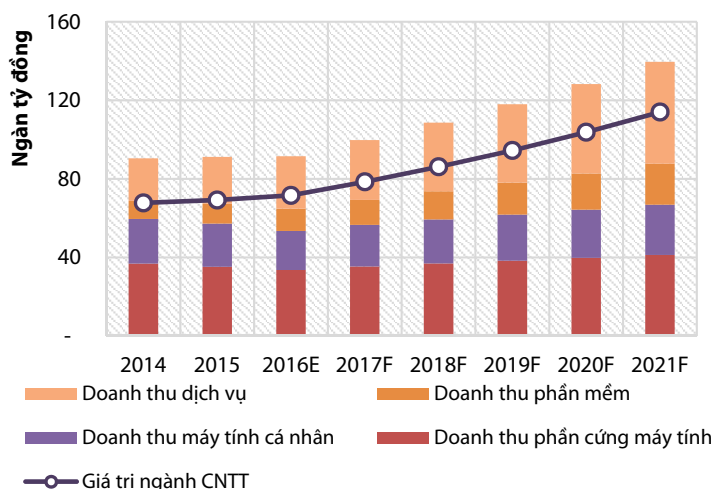
Trong dài hạn, FPTRetail được dự đoán sẽ có mức tăng trưởng ổn định dựa trên cấu trúc dân số trẻ và sẵn sàng chi tiêu cho đồ dùng công nghệ tại thị trường nội địa. FPT đã phát triển được hệ thống bán lẻ và dịch vụ hậu mãi được người tiêu dùng công nhận, vì vậy chiến lược hợp lý về quảng cáo, hậu cần và dịch vụ khách hàng sẽ giúp FPT duy trì tăng trưởng doanh thu. Trong khi đó, cải thiện biên lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào cách vận hành chuỗi nhập khẩu-phân phối- bán lẻ một cách hiệu quả. Ngược lại, Phân phối nhiều khả năng sẽ tiếp tục gặp cản trở bởi với xu hướng hiện tại của thị trường phân phối, các khách hàng của FPTTrading sẽ hoặc phát triển lên quy mô đủ lớn để đàm phán trực tiếp với đối tác nước ngoài, hoặc thu hẹp dần dần và ngưng hoạt động bởi các chuỗi bán lẻ đồ sộ như Thegioididong hoặc chính FPTShop.

**Hình 07: Tỷ lệ hộ gia đình sở hữu máy tính (%)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Hình 08: Thị trường công nghệ Việt Nam**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Các mảng nhỏ khác của Phân phối & Bán lẻ bao gồm phần cứng và phần mềm đang phát triển tương đối ổn định và được dự đoán sẽ duy trì trong dài hạn. Thị trường máy tính cá nhân dự báo có mức tăng trưởng kép 3,9% bởi nhiều dự đoán cho rằng kỷ nguyên máy tính sẽ kết thúc, nhường chỗ cho các thiết bị di động hiện được ưa dùng hơn bởi tính tiện lợi. Tuy nhiên, việc kinh doanh cả hai loại thiết bị sẽ giúp FPT tránh được ảnh hưởng tiêu cực từ xu hướng tiêu dùng mới. Hơn nữa, tại thị trường nội địa, các gia đình, doanh nghiệp cũng như cơ quan nhà nước vẫn sẽ là nguồn nhu cầu dồi dào cho máy tính để bàn và laptop- công cụ làm việc cơ bản khó thay thế. FPT cũng có thể tận dụng tỷ lệ sở hữu máy tính/hộ gia đình thấp để phát huy lợi thế của chuỗi bán lẻ rộng toàn quốc của mình. Về kinh doanh phần mềm, thị trường này được dự báo tăng trưởng kép khoảng 13% trong giai đoạn 2017-2021 nhờ cải thiện nhận thức của các chủ doanh nghiệp, sự linh động của giải pháp đám mây và xu hướng số hóa dữ liệu ở cả hai khối công và tư. Tóm lại, FPT với vị thế đầu ngành trong thị trường đang gặp thuận lợi sẽ có nhiều cơ hội để tăng trưởng mạnh mẽ.

### Quá trình tái cơ cấu: thị trường không ngừng tìm kiếm tín hiệu mới

Việc FPT đang trong quá trình tìm đối tác chuyển nhượng mảng Phân phối và bán lẻ và dự định nâng mức sở hữu tại FOX là điều không mới. Trong báo cáo trước đây, chúng tôi đã tính toán KQKD của FPT dựa trên những kịch bản khác nhau của hai thương vụ này. Tuy nhiên, so với thời điểm đó, mảng Viễn thông (FOX) đã niêm yết trên sàn UpCom và đang giao dịch ở mức giá cao hơn rất nhiều, có nghĩa là việc nâng tỷ lệ nắm giữ tại FOX lên mức mong muốn 100% sẽ khiến FPT phải bỏ ra nhiều hơn để mua lại cổ phần từ SCIC. Thông tin mới nhất từ cổ đông nhà nước này cho thấy kế hoạch của FPT sẽ khó có khả năng



hoàn tất trong năm nay. Tính toán trước đây của chúng tôi cho thấy nếu thoái vốn 100% tại FPTTrading và FPTRetail, FPT sẽ thu về 4.488 tỷ đồng. Tuy nhiên với thị giá hiện tại của FOX, FPT sẽ cần hơn 6.000 tỷ đồng để sở hữu toàn bộ số vốn mà SCIC đang nắm giữ, cao hơn rất nhiều so với số tiền thu được từ thoái vốn. Hiện tại, FPT vẫn đang tìm và thương lượng với các đối tác và quá trình tái cấu trúc gần như chắc chắn sẽ không hoàn thành trong năm 2017. Câu chuyện này vì thế vẫn là điểm thu hút chú ý và nhận được nhiều mong đợi từ thị trường đối với tiềm năng dài hạn của FPT, bởi FOX ngày càng hoạt động hiệu quả và có khả năng thúc đẩy KQKD toàn tập đoàn.

#### KQKD Q1/2017 và dự phóng KQKD cả năm 2017

FPT ghi nhận doanh thu 9.768 tỷ đồng và LNST 540 tỷ đồng, tăng trưởng so với cùng kỳ lần lượt đạt 14% và 21%. FPT đang theo sát kế hoạch từng quý và đã vượt 6% và 4% kế hoạch 3 tháng đầu năm. Mảng Công nghệ nổi bật với tăng trưởng doanh thu và LNTT 19% và 38% nhờ các gói thầu mới giành được tại khu vực châu Á. Mảng đóng góp lớn thứ 2 là Viễn thông với tăng trưởng tương đối vững ở mức 13% và 18% cho doanh thu và LNTT. FPT cho biết ghi nhận chi phí quang hoá đã phần lớn kết thúc trong năm 2016 và KQKD mảng này đã khởi sắc từ giữa năm. Do đó, có thể dễ dàng quan sát thấy LNTT đang tăng mạnh hơn doanh thu. Thực tế, KQKD 4 tháng cho thấy doanh thu mảng Viễn thông vẫn duy trì mức tăng 13% nhưng LNTT đã tăng 20% so với cùng kỳ, là dấu hiệu để kỳ vọng kết quả khả quan cho cả năm 2017. Ngược lại, mảng Phân phối và Bán lẻ tiếp tục cho thấy tiêu cực về mặt lợi nhuận với tăng trưởng âm 14% so với cùng kỳ. Tăng trưởng doanh thu chỉ 7% được cho là bởi ảnh hưởng của giai đoạn tết và KQKD mảng này vẫn tương đồng với kế hoạch quý. Nhìn chung, FPT đang tăng trưởng tương đồng với kỳ vọng của chúng tôi. Hầu hết các chỉ tiêu đều tăng trưởng, trừ LNTT của khối Phân phối & Bán lẻ. Các chỉ tiêu hoàn thành thấp hơn 25% kế hoạch năm đều có tăng trưởng so với cùng kỳ và là các mảng thường có doanh số quý đầu năm thấp.

**Bảng 2: KQKD Q1/2017**

	Doanh thu	YoY	%KH2017	%Dự phóng
<b>Công nghệ</b>	1,929	18.7%	16.3%	16.1%
<b>Viễn thông</b>	1,749	13.4%	22.6%	21.0%
<b>Phân phối &amp; Bán lẻ</b>	5,864	12.2%	22.5%	21.5%
<b>Giáo dục</b>	255	48.3%	26.8%	24.4%
	LNTT	YoY	%KH2017	%Dự phóng
<b>Công nghệ</b>	183	38.6%	13.5%	12.8%
<b>Viễn thông</b>	295	18.0%	24.4%	18.7%
<b>Phân phối &amp; Bán lẻ</b>	117	-13.3%	15.8%	16.2%
<b>Giáo dục</b>	48	6.7%	49.0%	22.9%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

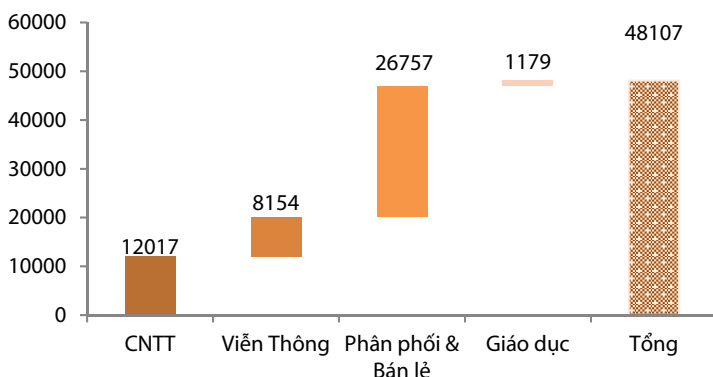
Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2017 của FPT là 48.107 tỷ đồng và 2.408 tỷ đồng, tăng lần lượt 21,7% và 21,0%. Tỷ suất lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của FPT sẽ đạt 21,5% và 5,0%, cho thấy sự cải thiện nhẹ so với năm 2016. Tài sản cố định hữu hình của FPT sẽ tiếp tục tăng mạnh khi hoạt động quang hoá diễn ra ở các khu vực khác và công ty tiếp tục đầu tư vào các tòa nhà văn phòng mới để tạo không gian làm việc cho khối Công nghệ. Hiệu quả trong hoạt động của Bán lẻ sẽ giữ cho hàng tồn kho của FPT ở mức vừa và ổn định so với giá vốn hàng bán. Do đó, tình hình dòng tiền của FPT được dự báo sẽ vẫn đủ cho hoạt động kinh doanh của công ty. FPT có thể ghi nhận mức EPS trên 4.500 đồng.

**Bảng 3: Dự phóng tăng trưởng KQKD 2017**

Tăng trưởng doanh thu (%)	2016A	2017E	2018E
Công nghệ	15.7	20.8	21.8
Viễn thông	21.6	22.3	21.7
Phân phối & Bán lẻ	-8.6	16.1	13.4
Giáo dục	26.8	32.5	17.3
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.4</b>	<b>21.7</b>	<b>17.0</b>
Tăng trưởng LNTT (%)			
Công nghệ	19.0	29.5	35.6
Viễn thông	15.1	25.0	32.4
Phân phối & Bán lẻ	-25.4	12.2	41.6
Giáo dục	9.7	38.7	29.0
<b>Tổng cộng</b>	<b>5.7</b>	<b>25.1</b>	<b>34.9</b>

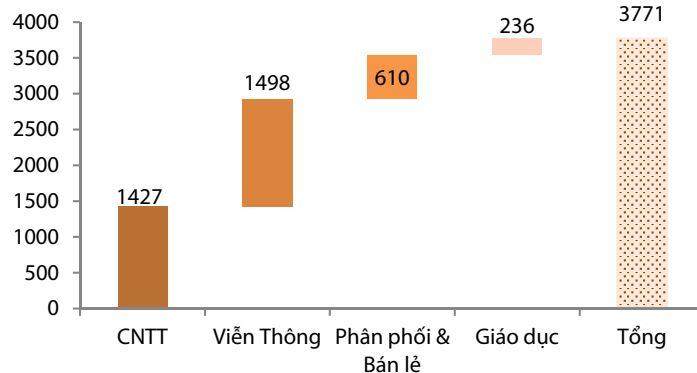
Nguồn: RongViet Research

**Hình 09: Dự phóng doanh thu 2017**



Nguồn: RongViet Research

**Hình 10: Dự phóng LNTT 2017**



Nguồn: RongViet Research

### Quan điểm và Định giá:

**CTCP Tập đoàn FPT (FPT-HSX)** nằm trong danh sách cổ phiếu được quan tâm của RongViet Research bởi những điểm sáng trong hoạt động sản xuất-kinh doanh. FPT đã đạt được những vị thế ngành quan trọng trong hầu hết các lĩnh vực tham gia, bao gồm viễn thông, gia công phần mềm và phân phối- bán lẻ sản phẩm công nghệ, giúp FPT duy trì tăng trưởng chung cho cả tập đoàn. Về triển vọng của FPT, chúng tôi kỳ vọng mảng Phân phối & bán lẻ khó phục hồi mạnh trong ngắn hạn, trong khi Viễn thông và Công nghệ tiếp tục đóng góp phần lớn vào KQKD hợp nhất. Bên cạnh đó, FPT còn sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh dựa trên dòng tiền dồi dào từ các hoạt động kinh doanh.

Diễn biến giá cổ phiếu FPT có thể đang chịu sức cản bởi giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài và phản ứng của thị trường về quá trình tái cơ cấu chưa hoàn tất. Với giả định các thương vụ mua bán để tái cơ cấu sẽ không xảy ra trong ngắn hạn và sử dụng phương pháp định giá FCFE và P/E, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của FPT ở mức **53.200đ/cp**, cao hơn **26,4%** so với giá đóng cửa ngày 26/05/2017. Giá mục tiêu này được điều chỉnh từ 50.400đ/cp trong báo cáo phát hành trong 09/2016 với nhận định về khả năng tăng trưởng đều đặn trong KQKD của FPT. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu FPT trong **DÀI HẠN** dựa trên triển vọng vững chắc của doanh nghiệp trong tương lai.



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2015	2016	2017E	2018F
Doanh thu thuần	37.960	39.531	48.107	56.293
Giá vốn	30.466	31.093	37.788	43.559
<b>Lãi gộp</b>	<b>7.494</b>	<b>8.438</b>	<b>10.320</b>	<b>12.734</b>
Chi phí bán hàng	2.227	2.638	3.127	3.659
Chi phí quản lý	2.332	2.751	3.271	3.828
Thu nhập từ HĐTC	453	575	151	159
Chi phí tài chính	620	694	386	403
Lợi nhuận khác	49	50	50	50
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.851</b>	<b>3.014</b>	<b>3.771</b>	<b>5.087</b>
Thuế TNDN	413	438	600	804
Lợi ích CĐTS	507	585	763	839
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.931</b>	<b>1.991</b>	<b>2.408</b>	<b>3.443</b>
EBIT	2.935	3.049	3.921	5.247
EBITDA	3.668	3.982	4.976	6.463

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2015	2016	2017E	2018F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	16,3%	4,1%	21,7%	17,0%
EBITDA	27,3%	8,6%	25,0%	29,9%
EBIT	25,7%	3,9%	28,6%	33,8%
Lợi nhuận sau thuế	18,3%	3,1%	21,0%	43,0%
Tổng tài sản	14,9%	14,5%	14,2%	17,0%
Vốn chủ sở hữu	8,5%	10,0%	25,2%	28,7%

<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	19,7%	21,3%	21,5%	22,6%
EBITDA/ Doanh thu	9,7%	10,1%	10,3%	11,5%
EBIT/ Doanh thu	7,7%	7,7%	8,2%	9,3%
LNST/ Doanh thu	5,1%	5,0%	5,0%	6,1%
ROA	7,4%	6,7%	7,1%	8,6%
ROCE	25,8%	24,0%	24,7%	26,0%
ROE	22,5%	20,9%	20,2%	22,4%

<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	6,9	6,0	6,8	6,8
Vòng quay hàng tồn kho	5,8	6,8	7,5	7,6
Vòng quay khoản phải trả	4,7	3,9	4,8	5,3

<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,3	1,3	1,4	1,6
Nhanh	0,9	1,0	1,1	1,3

<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	102,7%	104,4%	97,7%	88,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	95,5%	96,7%	85,7%	74,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	7,2%	7,7%	12,0%	13,9%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2015	2016	2017E	2018F
Tiền	3.585	6.013	7.856	11.078
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.617	3.472	3.819	3.819
Các khoản phải thu	5.534	6.640	7.091	8.297
Tồn kho	5.268	4.554	5.051	5.729
Tài sản ngắn hạn khác	1.955	1.229	1.475	1.770
Tài sản cố định hữu hình	4.652	5.141	5.926	6.255
Tài sản cố định vô hình	319	456	416	371
Đầu tư tài chính dài hạn	728	826	861	897
Tài sản dài hạn khác	1.374	1.487	1.562	1.640
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>26.032</b>	<b>29.819</b>	<b>34.057</b>	<b>39.856</b>
Tiền hàng phải trả & ứng trước	6.467	7.904	7.935	8.276
Vay và nợ ngắn hạn	8.191	9.207	10.217	11.363
Vay và nợ dài hạn	614	733	1.433	2.133
Khoản phải trả ngắn hạn khác	281	223	245	269
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	309	319	386	552
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>TỔNG NỢ</b>	<b>15.863</b>	<b>18.385</b>	<b>20.216</b>	<b>22.593</b>
Vốn đầu tư của CSH	4.025	4.644	5.572	6.687
Cổ phiếu quỹ	-1	-1	-1	-1
Lợi nhuận giữ lại	4.395	4.614	6.081	8.389
Khoản thu nhập khác	81	138	138	138
Quỹ đầu tư phát triển	79	127	127	127
<b>TỔNG VỐN</b>	<b>8.578</b>	<b>9.522</b>	<b>11.918</b>	<b>15.340</b>

<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>1.601</b>	<b>1.923</b>	<b>1.923</b>	<b>1.923</b>
---------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2015	2016	2017E	2018F
LNTT	2.851	3.014	3.771	5.087
Khấu hao	675	909	1.055	1.216
Các điều chỉnh	92	174	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(2.463)	215	(1.762)	(2.643)
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>1.156</b>	<b>4.312</b>	<b>3.064</b>	<b>3.660</b>
Thay đổi TSCĐ	(1.660)	(1.199)	(1.881)	(1.578)
Thay đổi các khoản đầu tư khác	(1.276)	(860)	35	35
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	34	35	-	-
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>(2.901)</b>	<b>(2.024)</b>	<b>(1.846)</b>	<b>(1.543)</b>
Nhận/trả lại vốn góp	536	619	-	-
Vay mới/trả nợ vay	1.941	1.134	310	446
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNG	(1.483)	(1.612)	309	660
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>993</b>	<b>141</b>	<b>619</b>	<b>1.105</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>4.336</b>	<b>3.585</b>	<b>6.019</b>	<b>7.856</b>
Tiền thuần trong kỳ	(752)	2.429	1.837	3.222
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>3.590</b>	<b>6.019</b>	<b>7.856</b>	<b>11.078</b>

## BÁO CÁO 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%	<-15%
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, Satra, 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](http://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

95-97-99 Võ Văn Tần – 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, 2017.**