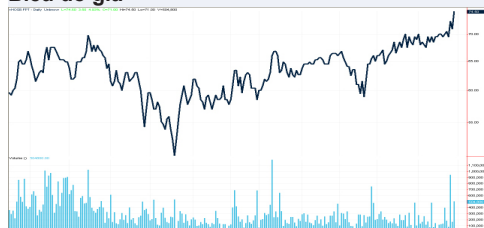


Biểu đồ giá



Nguồn: HSC

Thông tin cổ phiếu vào ngày 29/7/2010

Giá CP (đồng)	74,500
Số lượng niêm yết hiện tại	190,196,420
Số lượng CP đang lưu hành	191,379,190
Giá cao nhất trong 52 tuần	93,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	59,000
Thay đổi giá trong 3 tháng	12.7%
Thay đổi giá trong 6 tháng	27.1%
Thay đổi giá trong 12 tháng	32.2%
Khối lượng giao dịch (cp)	504,800
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	37,140
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	14,257,750
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	747.65
Số lượng được phép sở hữu	93,196,246
Số lượng còn được phép mua	15,624,750
% sở hữu nước ngoài	40.7%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%

Nguồn: HSC

Chỉ tiêu

Đơn vị tính: triệu đồng	2008	2009
Tổng tài sản	6,124,680	10,389,270
Nguồn vốn CSH	2,373,483	2,999,501
Doanh thu	16,429,737	18,422,051
Lợi nhuận trước thuế	1,280,044	1,697,522
Lợi nhuận sau thuế	1,051,000	1,405,874

Nguồn: FPT

Chỉ số	2008	2009
Khả năng thanh khoản		
Hệ số thanh toán hiện thời	1.4	1.6
Hệ số thanh toán nhanh	1.1	1.3
Khả năng sinh lời		
Lợi nhuận biên gộp	18.1%	20.0%
Lợi nhuận biên sau thuế	6.4%	7.6%
ROE	44.3%	46.9%
ROA	17.2%	13.5%
Hiệu quả hoạt động		
Vòng quay khoản phải thu	8.5	7.2
Vòng quay hàng tồn kho	13.4	12.9
Vòng quay tổng tài sản	2.7	1.8
Vòng quay vốn CSH	6.9	6.1

Nguồn: FPT

Chuyên viên phân tích

Trương Thu Mỹ
my.tt@hsc.com.vn

Mô hình dự báo lợi nhuận

Đơn vị tính: triệu đồng	2009	% y/y	2010	% y/y	2011	% y/y
Doanh thu	18,404,026	12.3%	23,221,595	26.2%	27,671,549	19.2%
Lợi nhuận trước thuế	1,697,522	32.6%	2,269,200	33.7%	2,767,596	22.0%
Lợi nhuận sau thuế	1,405,874	33.8%	1,820,764	29.5%	2,212,269	21.5%
Tỷ suất LN trước thuế	9.2%	18.0%	9.8%	5.9%	10.0%	2.4%
Tỷ suất LN sau thuế	7.6%	19.1%	7.8%	2.6%	8.0%	2.0%
EPS	7,498	192.4%	6,620	-11.7%	7,983	20.6%
BVPS	21,249	4.5%	30,992	45.9%	32,162	3.8%
ROA	13.5%	-21.2%	13.1%	-3.1%	13.5%	2.8%
P/E (theo giá mục tiêu)	11.8	-65.8%	13.3	13.3%	11.0	-17.1%
P/B (theo giá mục tiêu)	4.1	-4.3%	2.8	-31.4%	2.7	-3.6%

Đơn vị tính: triệu đồng	2012	% y/y	2013	% y/y	2014	% y/y
Doanh thu	32,800,778	18.5%	38,820,974	18.4%	46,189,443	19.0%
Lợi nhuận trước thuế	3,471,416	25.4%	4,296,211	23.8%	5,383,125	25.3%
Lợi nhuận sau thuế	2,795,696	26.4%	3,494,488	25.0%	4,381,797	25.4%
Tỷ suất LN trước thuế	10.6%	5.8%	11.1%	4.6%	11.7%	5.3%
Tỷ suất LN sau thuế	8.5%	6.6%	9.0%	5.6%	9.5%	5.4%
EPS	10,121	26.8%	11,765	16.2%	13,617	15.7%
BVPS	38,023	18.2%	42,993	13.1%	48,984	13.9%
ROA	14.4%	6.8%	16.4%	13.7%	17.0%	4.0%
P/E (theo giá mục tiêu)	8.7	-21.1%	7.5	-14.0%	6.5	-13.6%
P/B (theo giá mục tiêu)	2.3	-15.4%	2.1	-11.6%	1.8	-12.2%

Nguồn: HSC ước tính

Công ty Phát triển Đầu tư Công nghệ FPT (FPT - HoSE) – Đánh giá ban đầu – MUA

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với FPT dựa trên sức mạnh của các lĩnh vực kinh doanh then chốt và tiềm năng tăng trưởng mạnh của công ty. Trong những năm gần đây thì công ty FPT đã vượt xa giá trị thị trường của cổ phiếu FPT. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng khoảng cách giữa tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận và mức định giá thấp sẽ bắt đầu giảm dần.

- Chúng tôi dự đoán doanh thu của FPT sẽ tăng với tốc độ trung bình hàng năm vào khoảng 14.7% trong khi lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình hàng năm khoảng 19.3% trong giai đoạn 2010-2014.
- Trong thời gian tới, doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng chủ yếu nhờ mảng gia công phần mềm và viễn thông, trong khi nhân diện thoại di động F-mobile của FPT sẽ đem lại một cuộc sống mới cho mảng thương mại của FPT.
- Chúng tôi cũng dự đoán rằng tỷ suất lợi nhuận sẽ tăng trưởng vững chắc khi cơ cấu doanh thu được cải thiện nhờ mức tăng trưởng cao hơn trung bình toàn công ty của các lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận cao và nhờ việc phối hợp hoạt động giữa các bộ phận.
- Trong thời gian tới, FPT sẽ tập trung vào việc phát triển nội dung và dịch vụ mới để gia tăng giá trị cho các lĩnh vực kinh doanh của tập đoàn, và đây cũng là chìa khóa cho sự tăng trưởng trong dài hạn của FPT.
- FPT hiện đang tái cấu trúc theo hình thức công ty đầu tư với lĩnh vực then chốt là công nghệ và viễn thông.
- Cổ phiếu FPT đang được giao dịch với mức P/E 4 quý là 11.4x. Các công ty cùng ngành trong khu vực đang được giao dịch ở mức P/E 4 quý là 17.2x. Mức định giá hiện tại khá là hấp dẫn khi xét đến triển vọng tăng trưởng tuyệt vời của FPT.

Tổng quan

Chúng tôi đánh giá FPT ở mức Mua vào dựa trên tiềm năng tăng trưởng và sự cải thiện không ngừng của tỷ suất lợi nhuận. Công ty đang phát triển theo hướng trở thành một công ty đầu tư với trọng tâm là công nghệ và viễn thông. Chúng tôi tin rằng những thay đổi chiến lược này là quan trọng do công ty đã phát triển vượt ra khỏi cơ cấu hiện tại của nó.

Cho tới nay, 3 công ty con của FPT gồm FPT Telecom (Ftel), Cty tích hợp hệ thống FPT(FIS) và Cty phần mềm FPT (Fsoft) đã có sự hoạt động độc lập nhất định với FPT. Những công ty con này đang tự tài trợ cho sự tăng trưởng của mình từ nguồn vốn nội bộ và từ vay ngân hàng. Trên thực tế, các công ty con vẫn có sự thống nhất về kế hoạch kinh doanh đề ra với Tổng FPT nhưng việc thực hiện sẽ dựa trên quyền tự quyết của chính các công ty con. Trái lại, Cty phân phối FPT vẫn phụ thuộc chặt chẽ vào Tổng FPT.

Dựa trên thực tế là Ftel, FIS, và Fsoft đã tăng trưởng mạnh theo hệ thống kết hợp này, nên theo chúng tôi, FPT có thể phát triển thành một công ty đầu tư mà trong đó công ty nắm giữ cổ phần nhưng không điều hành các công ty con.

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của FPT sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 14.7%/năm, lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 19.3%/năm trong giai đoạn 2010-2014. Các mảng sẽ đóng góp chính vào sự tăng trưởng của doanh thu gồm gia công phần mềm và viễn thông. Giáo dục cũng có thể sẽ đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận quan trọng cho công ty.

Tăng trưởng doanh thu: Chúng tôi cho rằng ngành gia công phần mềm sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 25%/năm trong vài năm tới. Với lợi thế là người đi đầu trong các thị trường chính như Nhật Bản, Mỹ và EU, kinh nghiệm lâu năm trong ngành và có một đội ngũ nhân viên có kỹ năng, chúng tôi cho rằng doanh thu gia công phần mềm sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 30%/năm, cao hơn so với mức bình quân ngành và đạt tỷ suất lợi nhuận gộp là 90-95%.

Chúng tôi dự báo mảng viễn thông của FPT sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 22%/năm với tỷ suất lợi nhuận gộp là 60% trong vòng vài năm tới nhờ dịch vụ giá trị gia tăng và thị trường tiếp tục được mở rộng. Do sự tăng trưởng số lượng các thuê bao ADSL đã chuyển từ các thành phố lớn về các vùng nông thôn, chúng tôi cho rằng việc mở rộng thị trường vào các tỉnh thành mới sẽ hỗ trợ cho việc tăng trưởng doanh thu của mảng viễn thông trong những năm tới.

Về dài hạn, Ftel quan tâm đến thị trường mobile internet. Công ty này đang đàm phán với EVN Telecom, một công ty dịch vụ viễn thông với đầy đủ dịch vụ cung cấp và cơ sở hạ tầng viễn thông hoàn chỉnh nhưng có thị phần nhỏ. Bên cạnh đó, Ftel cũng là công ty viễn thông đầu tiên xin giấy phép thử nghiệm mạng 4G. Đây là lĩnh vực có tiềm năng phát triển lớn và sẽ tồn tại song song chứ không thay thế mạng băng thông rộng DSL.

Mảng giáo dục sẽ là nhân tố chủ chốt trong chiến lược hội tụ của FPT. Mảng này sẽ cung cấp nguồn nhân lực để đáp ứng cho các lĩnh vực kinh doanh khác đồng thời giúp công ty tăng trưởng trong tương lai. Chúng tôi dự báo doanh thu của Trường đại học FPT có thể tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 24.3%/năm và tỷ suất lợi nhuận thuần là 30% trong giai đoạn 2010-2014.

Tăng trưởng tỷ suất lợi nhuận: chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận của FPT sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ việc cải thiện cơ cấu doanh thu. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy đã có sự hợp tác thực sự giữa các bộ phận khác nhau nhằm tạo ra thêm giá trị gia tăng cho các sản phẩm dịch vụ của FPT.

F-mobile là một trường hợp ví dụ. Trong 6 tháng cuối năm 2009, FPT đã tung ra loại điện thoại thông minh, F-mobile F99. Phần mềm được sản xuất tại Trung Quốc nhưng phần mềm và các ứng dụng được cung cấp bởi FPT. Công ty đã cung cấp thêm dịch vụ mobile banking và mobile securities cho F-mobile cùng với một kho ứng dụng lớn F-store. Trong 6 tháng đầu năm 2010, F-mobile đã đem lại tỷ suất lợi nhuận trước thuế là 15.5%, cao hơn nhiều so với mức 2.4% của mảng phân phối công nghệ thông tin viễn thông, giúp tỷ suất lợi nhuận chung của mảng phân phối đạt 3.8%.

Chúng tôi cho rằng đây là một chiến lược xuất sắc do bên cạnh việc có một hệ thống phân phối tốt thì FPT còn có nhiều ứng dụng như các dịch vụ tài chính để cung cấp, và FPT cũng có tài nguyên phần mềm để thực hiện điều này. Công ty có thể bán tất cả những dịch vụ do tập đoàn cung cấp trên điện thoại di động F-mobile. Và mảng phân phối đã có một động lực phát triển mới.

Tỷ suất lợi nhuận của mảng tích hợp hệ thống dự kiến cũng sẽ được cải thiện. FPT hiện tại đang cung cấp thêm dịch vụ cho các sản phẩm tích hợp hệ thống, qua đó nâng tỷ suất lợi nhuận của mảng này. Trong 6 tháng đầu năm 2010, các dịch vụ phần mềm và công nghệ đã đóng góp 21% vào doanh thu của mảng tích hợp hệ thống và chúng tôi cho rằng tỷ lệ đóng góp này còn tăng lên trong tương lai.

Và tất nhiên, điểm quan trọng nhất giúp tỷ suất lợi nhuận cải thiện là cơ cấu doanh thu được cải thiện, trong đó các mảng có tỷ suất lợi nhuận cao đang tăng trưởng nhanh hơn các mảng còn lại.

Mức định giá hợp lý: HSC dự báo trong năm 2010 FPT sẽ đạt doanh thu 23.2 nghìn tỷ đồng (tăng 26.1%) và lợi nhuận thuần đạt 1,820 tỷ đồng (tăng 29.5%); EPS đạt 6,620đ (đã điều chỉnh theo yếu tố pha loãng của quyền mua cổ phiếu). Với mức EPS nói trên, P/E dự phóng của công ty đạt 11 lần. Các doanh nghiệp cùng ngành của FPT trong khu vực được lấy ra để so sánh có mức P/E dự phóng bình quân là 16.5 lần.

Mức định giá hiện tại là hấp dẫn do triển vọng tăng trưởng tốt của công ty. Chúng tôi nhận thấy rằng trong những năm gần đây giá cổ phiếu của FPT đã tăng không tương xứng với giá trị của công ty. Tuy nhiên, chênh lệch giữa giá cổ phiếu và giá trị thực của công ty có lẽ đang thu hẹp lại.

Định giá

Chúng tôi đánh giá cổ phiếu FPT là nên Mua vào với giá mục tiêu là 88,400đ/cp. Giá mục tiêu được tính toán dựa trên so sánh P/E và PEG của công ty với P/E và PEG bình quân có trọng số của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực là 17.2 và 0.62.

Do không tìm thấy những công ty có mô hình kinh doanh giống hệt như của FPT, nghĩa là những công ty đồng thời hoạt động trong các lĩnh vực tích hợp hệ thống, viễn thông, gia công phần mềm, phân phối ICT và giáo dục, chúng tôi đã chọn một số công ty trong từng lĩnh vực kể trên và lấy P/E, PEG để làm cơ sở định giá FPT.

Và sau đây là P/E và PEG cho 6 mảng bao gồm 18 công ty hoạt động trong các lĩnh vực tích hợp hệ thống, viễn thông, gia công phần mềm, phân phối công nghệ thông tin viễn thông và giáo dục, được niêm yết trên các thị

trường chứng khoán mới nổi trong khu vực châu Á Thái bình dương.

Chúng tôi cũng đã sử dụng phương pháp định giá theo PEG trong trường hợp của FPT do phương pháp này phản ánh tốt hơn yếu tố tăng trưởng và đặc biệt phù hợp với các công ty công nghệ. Trong khi đó, các phương pháp định giá dựa trên tài sản như P/B không phản ánh đúng giá trị hay tiềm năng của công ty. Chúng tôi cũng cung cấp thông tin về tỷ suất lợi nhuận hoạt động bình quân và ROE của những mảng kinh doanh nói trên nhằm giúp các nhà đầu tư có một cái nhìn thấu đáo hơn về lý do FPT hấp dẫn hơn các doanh nghiệp cùng ngành.

Chúng tôi cho rằng FPT bằng với mức định giá bình quân so của các doanh nghiệp cùng ngành sau khi bù trừ những yếu tố làm tăng cũng như làm giảm mức định giá của công ty.

So sánh FPT với các cty cùng lĩnh vực trong khu vực châu Á Thái bình dương

Mảng kinh doanh	Trailing P/E	PEG	Tỷ suất HKDK	ROE
Dịch vụ máy tính				
Infosys technologies	24.09	4.96	30.81	30.34
Tata consultancy	21.28	0.64	26.75	41.12
Satyam Computer services	3.62	0.20	19.82	25.98
Tích hợp hệ thống				
NEC Networks & system integration	9.70	0.78	5.59	8.16
Patni Computer system	11.31	0.27	16.65	18.36
NIIT Technologies	7.98	0.80	16.99	26.13
Phần mềm				
Tech Mahindra	13.28	0.11	23.22	29.01
HCL Technologies	18.70	0.74	16.58	28.93
Polaris Software	12.66	0.76	13.94	13.05
Dịch vụ viễn thông				
Tulip Telecom	9.24	0.90	19.84	44.31
China Telecom	18.51	0.01	8.56	6.63
Internet Initiative Japan	16.83	0.40	6.28	8.51
Phân phối ICT và lắp ráp máy tính				
Ace Hardware Indonesia	19.39	0.96	13.11	19.99
Allied Telesis Holding	30.99	0.83	10.54	3.45
Syscom computer engineering	49.86	0.87	0.60	2.37
Mảng giáo dục				
Aptech	14.37	0.11	16.82	21.69
Everonn Education	16.94	0.17	25.80	19.24
Al Khaleej Training & Education	14.02	0.77	13.30	19.78
Trung bình	17.38	0.79	15.84	20.39
FPT ở mức giá hiện tại	11.78	0.82	9.37	33.90

Nguồn: Bloomberg

Những yếu tố làm giảm định giá FPT bao gồm:

Chiến lược phát triển thành một công ty đầu tư với trọng tâm tập trung vào mảng công nghệ và viễn thông mang theo rủi ro công ty sẽ sử dụng quá nhiều nguồn lực cho hoạt động mua bán sáp nhập, đầu tư tài chính và bất động sản thay vì sử dụng cho ngành kinh doanh chính là công nghệ và viễn thông.

- *FPT có rủi ro pha loãng cao:* Khi niêm yết vào ngày 24/10/2006, FPT có số lượng cổ phiếu lưu hành là 60.8 triệu. Hiện giờ tổng số lượng cổ phiếu lưu hành là 191.7 triệu đơn vị, bằng 3.15 lần so với lượng cổ phiếu lưu hành ban đầu vào tháng 10/2006. Tổng lượng cổ phiếu lưu hành tăng chủ yếu do việc phát hành cổ phiếu thưởng và trả cổ tức bằng cổ phiếu. Và có khả năng FPT sẽ tiếp tục trả cổ tức bằng cổ phiếu trong những năm tới.
- Hơn nữa, theo những điều khoản phát hành quyền mua trái phiếu và quyền mua cổ phiếu vào cuối năm 2009, khoảng 2.08 triệu quyền mua (tương đương 20.8 triệu cổ phiếu mới) với giá mua điều chỉnh là 69,300đ/cp (thấp hơn 7% so với giá hiện tại) sẽ được phát hành trong giai đoạn 2010-2012.

Mặc dù chúng tôi không chắc chắn về việc tất cả những nhà đầu tư nắm giữ quyền mua có thực hiện quyền mua hay không, thì chúng tôi cho rằng để an toàn vẫn nên giả định là có.

Những yếu tố làm tăng định giá của FPT bao gồm:

- Tỷ suất lợi nhuận sẽ tiếp tục cải thiện nhờ việc tung ra các sản phẩm với nhãn hiệu của FPT, tạo ra sự kết hợp làm tăng giá trị giữa những mảng kinh doanh của công ty. Bên cạnh đó là sự cải thiện của cơ cấu doanh thu.
- FPT có mối liên hệ chặt chẽ với các cơ quan nhà nước giúp công ty có thể có được các giấy phép, hợp đồng từ các cơ quan nhà nước và có thể giành được một số đặc quyền nhất định. Ví dụ rõ ràng nhất về điều này là việc FPT được Bộ Giáo dục và Đào tạo cho phép Trường đại học FPT đưa ra giáo trình của chính mình.
- Với trường đại học FPT, FPT có thể đảm bảo việc tiếp cận với nguồn nhân lực IT được đào tạo tốt với kỹ năng và kiến thức phù hợp với yêu cầu của FPT. Việc thiếu lao động có tay nghề là hạn chế lớn nhất đối với bất kỳ 1 công ty IT nào tại Việt Nam, đặc biệt là các công ty hoạt động trong lĩnh vực gia công phần mềm. Với trường Đại học FPT, FPT có thể vượt qua được trở ngại này, và đây sẽ là lợi thế cạnh tranh lớn của FPT.

Tóm lại, HSC cho rằng những yếu tố tích cực và tiêu cực bù đắp và cân bằng lẫn nhau, do đó FPT có mức định giá ngang với mức định giá bình quân của các công ty cùng ngành. Trên thực tế, với lượng tiền mặt dồi dào, thì trong những thời kỳ khó khăn như hiện nay, đây là một yếu tố làm tăng một chút giá trị của công ty.

Phương pháp lập mô hình lợi nhuận

Các cty con của FPT

Công ty con	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	FPT nắm giữ
FTG	300	95.0%
Fsoft	366	67.5%
Ftel	588	41.6%
FIS	350	95.0%
Đại học FPT	15	100.0%
Cty FPT Visky	24	84.7%
FPT services	15	100.0%
FPT Hoa Lac	150	100.0%
FPT Land	30	100.0%
Cty chứng khoán FPT	110	25.0%
Ngân hàng Tiên Phong	1250	16.0%
Công ty quản lý quỹ FPT	110	33.0%
Cty truyền thông FPT		100.0%
FPT Promo		60.0%

Chúng tôi xây dựng mô hình lợi nhuận của FPT thông qua xây dựng mô hình của từng công ty con chủ chốt của FPT bao gồm FIS, Fsoft, Ftel, và FTG. Chúng tôi cũng dự báo lợi nhuận của những công ty con khác như Trường đại học FPT, Công ty Dịch vụ tin học, công ty FPT Visky. Sau đó, chúng tôi sẽ hợp nhất lợi nhuận của các công ty con vào lợi nhuận của FPT trên cơ sở cộng ngang từng yếu tố.

Trong mô hình của mình, chúng tôi còn dự báo lợi nhuận của FPT từ công ty quản lý quỹ FPT, công ty chứng khoán FPT, ngân hàng Tiên phong và ghi nhận lợi nhuận/lỗ của các công ty này dưới dạng lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết trong báo cáo tài chính của FPT.

Tuy nhiên, chúng tôi không hợp nhất lợi nhuận từ hai công ty bất động sản con của FPT (FPT Hoa Lac và FPT Land) vì 2 lí do sau:

1) Các công ty này vẫn trong giai đoạn đầu trong quá trình phát triển và sẽ chưa đem lại doanh thu lợi nhuận trong tương lai gần.

2) Chúng tôi không có đủ thông tin về các kế hoạch đối với các dự án bất động sản của FPT.

Chúng tôi cho rằng bằng việc không đưa các dự án bất động sản của FPT Land vào mô hình có thể bỏ qua một số khoản lợi nhuận tài chính, nợ dài hạn và các khoản gia tăng tài sản cố định có thể phát sinh khi FPT vay nợ để tài trợ cho những dự án này.

Do đó, xin hãy lưu ý mà mô hình lợi nhuận của chúng tôi chỉ mang tính chất tham khảo. Chúng tôi sẽ đưa những dự án bất động sản vào mô hình lợi nhuận của mình trong tương lai nếu chúng tôi có thêm thông tin về những dự án này.

1. Mô hình lợi nhuận của FIS

Giả định doanh thu

Mảng tích hợp hệ thống chiếm 16.1% trong doanh thu năm 2009 và đạt tỷ suất lợi nhuận gộp là 23.1%. Doanh thu từ mảng này tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 21% trong giai đoạn từ 2005-2009.

Tích hợp hệ thống bao gồm 2 mảng chính: phần cứng (cung cấp các thiết bị như máy tính, server và thiết lập các hệ thống phần cứng), và các dịch vụ giá trị gia tăng bao gồm các dịch vụ/giải pháp phần mềm, dịch vụ công nghệ thông tin, hoạch định nguồn lực doanh nghiệp (EPR) và gia công quy trình kinh doanh (BPO).

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi dự báo mảng tích hợp hệ thống sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 13.3%/năm trong giai đoạn 2010-2014, trong đó, doanh thu từ dịch vụ sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 40%/năm trong khi doanh thu từ phần cứng sẽ tăng trưởng với tốc độ 15% trong năm 2010, 10% trong năm 2011 (do những dự án bị trì hoãn trong

Doanh thu của FIS

Đơn vị tính: triệu đồng	Y2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tổng doanh thu	2,773,055	3,000,860	3,599,339	4,208,502	4,826,001	5,637,205	6,716,931
<i>Tăng trưởng</i>	46.6%	8.2%	19.9%	16.9%	14.7%	16.8%	19.2%
Phần cứng	2,287,257	2,407,457	2,768,576	3,045,433	3,197,705	3,357,590	3,525,469
<i>Tăng trưởng</i>	41.0%	5.3%	15%	10%	5%	5%	5%
Dịch vụ	485,797	593,403	830,764	1,163,069	1,628,296	2,279,615	3,191,461
<i>Tăng trưởng</i>	80.0%	22.2%	40%	40%	40%	40%	40%

Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của FIS

Đơn vị tính: triệu đồng	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tổng giá vốn hàng bán	2,192,975	2,302,194	2,738,232	3,195,096	3,599,096	4,120,993	4,805,762
% trong doanh thu	79.1%	76.7%	76.1%	75.9%	74.6%	73.1%	71.5%
Phần cứng	1,902,146	1,959,525	2,256,389	2,497,255	2,622,118	2,753,224	2,890,885
% trong doanh thu	83%	81%	82%	82%	82%	82%	82%
Dịch vụ	290,829	342,669	481,843	697,841	976,978	1,367,769	1,914,877
% trong doanh thu	60%	58%	58%	60%	60%	60%	60%

năm 2009 của Bộ kế hoạch và đầu tư sẽ được bổ sung vào cùng với các hợp đồng mới cũng như một số hợp đồng với các DNNN trong giai đoạn 2010/2011). Chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu phần cứng sẽ giảm xuống còn 5% trong giai đoạn 2012/2014.

Những khách hàng chủ yếu của FIS hiện tại là các NHQD và các cơ quan chính phủ, chiếm khoảng 60% doanh thu của FIS trong năm 2009. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng động lực chính thúc đẩy FIS tăng trưởng trong những năm tới sẽ là các khách hàng thuộc khối tư nhân, đặc biệt là các doanh nghiệp trong ngành ngân hàng, ngành hàng tiêu dùng có tốc độ phát triển nhanh và ngành bán lẻ, là những ngành mà trong đó các doanh nghiệp lớn và vừa hiện đang chịu áp lực hoàn thiện hệ thống quản lý và bán hàng nhằm đối phó với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của các doanh nghiệp cả trong nước và nước ngoài.

Và do công việc tích hợp hệ thống đối với các doanh nghiệp trong khối tư nhân thường đòi hỏi nhiều dịch vụ phần mềm và công nghệ thông tin hơn là phần cứng, nên có thể mảng này sẽ được tái cấu trúc trong đó mảng dịch vụ sẽ được đẩy mạnh hơn.

Giả định về tỷ suất lợi nhuận gộp

Như giải thích ở trên, tích hợp hệ thống có hai mảng nhỏ: 1) mua và thiết lập các hệ thống phần cứng và 2) cung cấp các dịch vụ phần mềm và dịch vụ khác nhằm giúp các hệ thống hoạt động trôi chảy. Giai đoạn thiết lập hệ thống chủ yếu là việc bán phần cứng có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp (khoảng 18%).

Trong khi đó, việc cung cấp dịch vụ đem lại nhiều giá trị gia tăng và có tỷ suất lợi nhuận gộp cao khoảng 40-45%. Do đó, khi tỷ trọng của mảng dịch vụ tăng, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận chung của công ty sẽ được cải thiện.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp từ bán phần mềm và dịch vụ giá trị gia tăng sẽ ổn định ở mức 18% và 40%; nghĩa là bằng với mức của năm 2009. Tuy nhiên, doanh thu từ mảng dịch vụ được dự báo sẽ tăng trưởng nhanh hơn so với

doanh thu từ bán phần cứng theo như những giả định nêu ở trên. Do đó, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận chung của FIS sẽ cải thiện từ mức 23.3% của năm 2009 lên 28.8% vào năm 2014 nhờ cơ cấu doanh thu được cải thiện.

Giả định về chi phí bán hàng và chi phí quản lý

Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu của FIS ổn định ở mức 8.5-8% trong giai đoạn 2006-2008, sau đó tăng nhẹ lên 9.2% trong năm 2009.

Do trong tương lai FIS sẽ tập trung vào các doanh nghiệp lớn và vừa trong khu vực kinh tế tư nhân, công ty sẽ phải cạnh tranh với các công ty tích hợp hệ thống khác như CMC, HTP hay Sao Bắc Đẩu. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ bỏ ra nhiều chi phí hơn cho hoạt động marketing và quảng cáo nhằm đạt được thị phần.

Do đó, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định từ năm 2010 tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu sẽ được giữ ở mức 9.5%, trong đó tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu là 4.5% và tỷ lệ chi phí quản lý trên doanh thu sẽ đạt 5%.

Doanh thu và chi phí từ hoạt động tài chính

FIS không có khoản đầu tư tài chính nào, công ty chỉ tập trung vào mảng kinh doanh chính. Và do FIS được thanh toán theo tiến độ của các dự án, nên công ty không cần phải vay thêm để mua hàng tồn kho. Trên thực tế, FIS phụ thuộc nhiều vào nguồn lực con người để có thể nâng cao doanh thu và lợi nhuận, công ty cũng không cần phải đầu tư nhiều vào tài sản cố định. Doanh thu và chi phí tài chính chủ yếu của FIS là từ lãi/lỗ tỷ giá do công ty phải nhập khẩu nhiều phần cứng và một số phần mềm.

Do FIS có thể chuyển hầu hết lỗ/lãi tỷ giá sang khách hàng, các khoản lỗ tỷ giá chỉ chiếm phần nhỏ so với doanh thu (bằng 0.5% doanh thu trong năm 2009). Trong mô hình của mình, chúng tôi giả định là lỗ tỷ giá/doanh thu sẽ tăng nhẹ lên mức 0.7% trong năm 2010 và 0.8% trong năm 2011 và sẽ duy trì ở mức 0.8% trong những năm còn lại trong thời kỳ dự báo.

Dự báo doanh thu cho Fsoft

Đơn vị tính: triệu đồng	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tổng doanh thu	748,244	1,054,650	1,532,329	2,144,767	3,004,072	4,079,306
<i>Tăng trưởng</i>	5.9%	41.0%	45.3%	40.0%	40.1%	35.8%
Nhật Bản	433,982	542,477	650,972	781,167	937,400	1,124,880
<i>Tăng trưởng</i>		25%	20%	20%	20%	20%
Mỹ	97,272	170,226	306,406	490,249	735,374	1,103,061
<i>Tăng trưởng</i>		75%	80%	60%	50%	50%
Châu Á - Thái bình dương	104,754	162,369	276,027	414,041	621,061	807,380
<i>Tăng trưởng</i>		55%	70%	50%	50%	30%
Châu Âu	74,824	130,943	235,697	377,115	603,384	905,076
<i>Tăng trưởng</i>		75%	80%	60%	60%	50%
Việt Nam (phần mềm đóng gói)	37,412	48,636	63,227	82,195	106,853	138,909
<i>Tăng trưởng</i>		30%	30%	30%	30%	30%

Thuế suất thu nhập doanh nghiệp

Chúng tôi dự báo thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của FIS là 15% trong thời kỳ dự báo do mảng dịch vụ phần mềm hưởng mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 10% và được miễn giảm thuế trong giai đoạn 2010-2013, được giảm 50% thuế trong giai đoạn 2014-2022 trong khi các mảng kinh doanh khác vẫn phải chịu thuế suất 25%.

2. Mô hình lợi nhuận của Fsoft**Giá định doanh thu**

Cty phần mềm FPT chiếm 4% tổng doanh thu từ bên ngoài của FPT trong năm 2009. Tỷ suất lợi nhuận của mảng này là 96% và có tốc độ tăng trưởng gộp bình quân là 29.3%/năm trong giai đoạn 2006-2009.

Mảng gia công phần mềm đem lại 95% doanh thu cho Fsoft và thị trường gia công chính vẫn là Nhật Bản, chiếm 58% tổng doanh thu của FPT trong năm 2009. Các thị trường khác bao gồm Châu Á Thái bình dương, Mỹ, EU chiếm 37% doanh thu năm 2009 và các thị trường này đang phát triển nhanh. Mảng phát triển phần mềm chỉ chiếm 5% tổng doanh thu của Fsoft, và các sản phẩm chính là phần mềm đóng gói cho PC và điện thoại di động.

Trong mô hình của mình, chúng tôi giả định doanh thu của Fsoft sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân gộp là 31.1% trong giai đoạn 2010-2014 nhờ sự tăng trưởng mạnh tại các thị trường mới như Châu Á Thái bình dương, Mỹ, EU.

Chúng tôi giả định doanh thu từ gia công phần mềm từ thị trường Nhật sẽ tăng 25% trong năm 2010 và 20% trong giai đoạn 2011-2014 khi nền kinh tế này cho thấy

dấu hiệu phục hồi về đầu tư cơ bản. Và chúng tôi giả định rằng tăng trưởng doanh thu từ các thị trường mới sẽ ở mức 55-75% trong thời kỳ dự báo. Nhu cầu từ các thị trường này sẽ tăng trưởng nhờ sự tăng trưởng của ngành gia công phần mềm toàn cầu cũng như từ nỗ lực marketing của chính FPT.

Chúng tôi cũng giả định mảng phần mềm đóng gói sẽ tăng trưởng với tốc độ khoảng 30%/năm trong giai đoạn 2010-2014 do Fsoft tăng cường phát triển phần mềm đóng gói cho điện thoại di động.

Giá định về tỷ suất lợi nhuận gộp

Giá vốn hàng bán bao gồm phí mà công ty phải trả để được sử dụng một số phần mềm, và phí này nhỏ, thường vào khoảng 3-4% trong tổng doanh thu. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định giá vốn hàng bán của mảng phần mềm sẽ ổn định ở mức 4.5% trên doanh thu trong giai đoạn 2010-2014, tăng nhẹ một chút so với mức hiện tại.

Giá định về chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

Chi phí quản lý doanh nghiệp của Fsoft không chỉ bao gồm chi phí của các bộ phận hỗ trợ mà còn chi phí nhân công dùng để gia công phần mềm, đây là chi phí chính trong ngành gia công phần mềm. Trong năm 2009, chi phí quản lý trên doanh thu đạt khoảng 38% trong khi chi phí bán hàng trên doanh thu đạt khoảng 28% do công ty phải chi trả cho các văn phòng đại diện và cho hoạt động marketing tại các thị trường chính.

Trong mô hình của mình, chúng tôi giả định chi phí quản lý trên doanh thu sẽ tăng từ 38% trong năm 2009 lên 39% vào giai đoạn 2011-2014 trong khi chi phí bán hàng trên doanh thu tăng từ 28% trong năm 2009 lên 29%

vào giai đoạn 2011-2014 do áp lực thuê nhân viên công nghệ thông tin có trình độ cao và do tăng cường hoạt động marketing tại các thị trường mới.

Chi phí tài chính và doanh thu tài chính

Fsoft không có đầu tư tài chính, công ty tập trung vào mảng kinh doanh chính. Do đó, sẽ không có doanh thu tài chính.

Tài sản quan trọng nhất của Fsoft là nguồn nhân lực. Công ty không cần đầu tư nhiều vào tài sản cố định để hỗ trợ cho việc tăng trưởng. Do đó, cũng không có chi phí lãi vay.

Chúng tôi nhận thấy Fsoft có thể có doanh thu/chi phí tài chính từ lãi/lỗ tỷ giá do công ty có khoảng 95% doanh thu bằng ngoại tệ.

Tuy nhiên, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi dự báo Fsoft sẽ không có chi phí hay doanh thu tài chính trong giai đoạn 2010-2014 với giả định là lãi tỷ giá sẽ bù trừ vào lỗ tỷ giá. Đây là giả định mang tính thận trọng do nhiều khả năng đồng VNĐ sẽ trượt giá so với USD, EUR và JPY, là những ngoại tệ mà Fsoft thu về.

Thuế suất thu nhập doanh nghiệp

Chúng tôi dự báo thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ là 10% trong thời kỳ 2010-2014 dựa trên quy định về thuế hiện hành áp dụng cho mảng dịch vụ phần mềm, là 10%.

Mô hình dự báo doanh thu cho Ftel

Đơn vị tính: triệu đồng	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Thuê bao ADSL của FPT	380,000	572,000	777,200	987,200	1,197,200	1,407,200
Tăng trưởng	40%	51%	36%	27%	21%	18%
Số tỉnh có mạng ADSL của FPT	22	40	45	50	50	50
Thuê bao mới/tỉnh/tháng (ròng)	400	400	380	350	350	350
Thuê bao mới (ròng)	105,600	192,000	205,200	210,000	210,000	210,000
Doanh thu bình quân cho một thuê bao (ARPU)	2.39	2.15	2.08	2.02	2.02	2.02
Tỷ lệ tăng trưởng ARPU của FPT	0%	-10%	-3%	-3%	0%	0%
Doanh thu ADSL của FPT	907,450	1,229,357	1,620,266	1,996,321	2,420,985	2,845,648
Tăng trưởng		35%	32%	23%	21%	18%
Thuê bao FTTH	18,000	23,400	28,080	33,696	40,435	48,522
Tăng trưởng		30.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Doanh thu bình quân trên một thuê bao (APRU)	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Tỷ lệ tăng trưởng APRU	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Doanh thu FTTH	342,000	444,600	533,520	640,224	768,269	921,923
Tăng trưởng		30%	20%	20%	20%	20%

ARPU: Doanh thu trung bình từ mỗi thuê bao

3. Mô hình lợi nhuận của Ftel

Giả định doanh thu

Mảng viễn thông chiếm 10% doanh thu của FPT năm 2009. Trong giai đoạn 2005-2009, Ftel đạt tỉ suất lợi nhuận gộp 62.5% và tốc độ tăng trưởng gộp trung bình hàng năm là 41.8%.

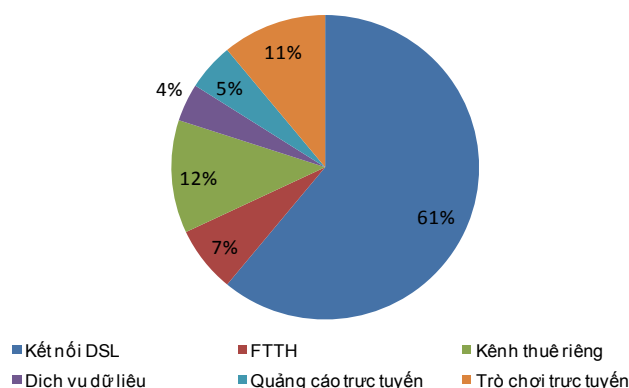
Ftel cung cấp rất nhiều dịch vụ viễn thông khác nhau, bao gồm mạng DSL (ADSL và VDSL), cáp quang (FTTx), kênh thuê riêng, dịch vụ về dữ liệu, quảng cáo trực tuyến, và các trò chơi trực tuyến. Trong đó dịch vụ kết nối internet băng thông rộng (DSL và FTTx) chiếm 67% doanh thu, kênh thuê riêng (12%), và trò chơi trực tuyến (11%). Còn lại là quảng cáo trực tuyến (5%), dịch vụ dữ liệu (4%), và các dịch vụ khác (1%).

Trong mô hình lợi nhuận, HSC dự báo mảng viễn thông sẽ giữ tốc độ tăng trưởng gộp hàng năm lên đến 21% trong giai đoạn 2010-2014; trong đó các dịch vụ kết nối trên nền tảng DSL sẽ đóng góp chủ yếu vào mức tăng trưởng doanh thu của Ftel.

Trong mô hình lợi nhuận của Ftel, chúng tôi chia doanh thu của Ftel theo từng mảng và giả định mức tăng trưởng hợp lý cho mỗi mảng dựa trên những thông tin tốt nhất mà chúng tôi có được.

Dịch vụ kết nối trên nền tảng DSL: Theo Ftel, đến cuối năm 2009, mạng ADSL của công ty đã trải rộng trên 22 tỉnh với 380,000 thuê bao. Công ty dự định trong

Doanh thu của Ftel trong năm 2009



năm 2010 sẽ mở rộng dịch vụ sang các tỉnh khác để tăng phạm vi bao phủ dịch vụ của mình lên 40 tỉnh vào cuối năm 2010 và 50 tỉnh vào năm 2014. Trong năm 2009, Ftel ghi nhận số thuê bao mới rộng tại mỗi tỉnh là khoảng 410 thuê bao/tháng. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ con số này sẽ giảm dần khi công ty mở rộng vào những tỉnh ít dân hơn.

Trong mô hình lợi nhuận chúng tôi dự đoán số thuê bao tăng rộng trong năm 2010 sẽ là 400 thuê bao/tỉnh/tháng, trong năm 2011 là 380 thuê bao/tỉnh/tháng, và giảm xuống còn 350 thuê bao/tỉnh/tháng trong giai đoạn 2010-2014. Theo đó, chúng tôi dự báo Ftel sẽ đạt 0.99 triệu thuê bao ADSL vào năm 2012, và đạt 1.4 triệu thuê bao vào năm 2014.

Về doanh thu bình quân trên một thuê bao (ARPU), Ftel đã đưa ra những gói cước ADSL 1.5-3 triệu đồng/năm. Theo Ftel, doanh thu bình quân trên một thuê bao ADSL ở những thành phố lớn như Hà Nội và Thành Phố Hồ Chí Minh là khoảng 2.5 triệu đồng/năm, trong khi ở các tỉnh khác, doanh thu bình quân trên một thuê bao chỉ khoảng 1.6-1.7 triệu đồng/năm. Năm ngoái, 80% thuê bao ADSL của Ftel tập trung ở các thành phố lớn nên

doanh thu bình quân trên một thuê bao của Ftel đạt khoảng 2.39 triệu đồng/năm. Tuy nhiên, do Ftel không có kế hoạch thay đổi các gói cước trong khoảng 2 năm tới, HSC cho rằng doanh thu bình quân trên một thuê bao của Ftel sẽ giảm dần khi công ty mở rộng ra những tỉnh khác.

Mặt khác, từ cuối năm 2009 Ftel đã giới thiệu gói cước Tripple Play 3 trong 1 (internet, VoIP và IP TV). Chúng tôi cho rằng những gói cước kết hợp nhiều dịch vụ kiểu này sẽ phát triển tại các thành phố lớn như Hà Nội và TPHCM và sẽ hỗ trợ doanh thu bình quân trên một thuê bao của Ftel.

Tuy vậy, sau khi trò chuyện với Ftel, chúng tôi nhận thấy rất khó nâng cao doanh thu bình quân trên một thuê bao internet ở Việt Nam, ngay cả ở những thành phố lớn, bởi vì hiện chúng ta hầu như không có nội dung số ngoài những trang tin/báo trực tuyến. Bởi vậy, về dài hạn Ftel sẽ tập trung phát triển nội dung trực tuyến để làm cơ sở cho việc nâng cao doanh thu bình quân trên một thuê bao. Và chúng tôi cho rằng điều này sẽ cần 2-3 năm. Vì thế, chúng tôi tin rằng từ nay cho tới 2011, tăng trưởng doanh thu của Ftel sẽ chủ yếu dựa trên việc gia tăng số thuê bao khi mở rộng ra các tỉnh.

Tóm lại, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng ARPU sẽ giảm khoảng 10% trong năm 2010 khi Ftel mở rộng mạng lưới ADSL thêm 12 tỉnh và sẽ tiếp tục giảm 3%/năm trong năm 2011-2012, khi Ftel mở rộng thêm 5 tỉnh mỗi năm. Chúng tôi cũng giả định rằng khi mạng lưới ADSL đã bao phủ 50 tỉnh vào năm 2012, công ty sẽ không mở rộng địa bàn hoạt động và như vậy, chúng tôi dự báo ARPU sẽ ổn định trong năm 2013-2014.

FTTH: FPT hiện đang có khoảng 20,000 thuê bao FTTH với doanh thu bình quân trên một thuê bao khoảng 19 triệu đồng/năm.

Chi phí quản lý doanh nghiệp của Ftel

Đơn vị tính: triệu đồng	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng	332,581	539,978	815,810	1,166,752	1,595,241	2,140,756	2,762,549
% trong doanh thu	25.6%	29.2%	30.3%	32.2%	33.7%	35.1%	35.6%
Nhân công	121,510	158,053	230,802	309,778	404,727	522,081	625,539
% trong doanh thu	9.3%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.0%
Khấu hao	113,277	211,369	313,477	492,529	719,125	1,010,604	1,386,364
% trong doanh thu	8.6%	11.3%	11.5%	13.5%	15.1%	16.5%	17.7%
Chi phí thuê ngoài	28,552	81,265	135,766	182,222	238,075	307,107	375,323
% trong doanh thu	2.2%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.8%
Chi phí khác	69,241	89,291	135,766	182,222	233,313	300,964	375,323
% trong doanh thu	5.3%	4.8%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%

(F): HSC dự báo

FTTH là một hình thức kết nối cáp quang đảm bảo chất lượng đường truyền ổn định với tốc độ cao hơn hẳn so với các hình thức kết nối trên nền tảng DSL. FTTH rất phù hợp cho các công ty lớn. Cho tới nay, ở Việt Nam chỉ có FPT và CMG cung cấp dịch vụ kết nối FTTH. Tuy nhiên, VNPT và Viettel đã bắt đầu đầu tư vào công nghệ này và sẽ sớm đưa ra các gói dịch vụ của mình. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ tạo áp lực cạnh tranh và làm giảm ARPU.

Tuy nhiên FTTH không chỉ là phần cứng. Điều chủ yếu đối với các thuê bao FTTH là khả năng sử dụng các dịch vụ giá trị gia tăng mà các công ty viễn thông cung cấp trên nền cáp quang như là hội thảo trực tuyến, hay dịch vụ thoại đa phương. Chúng tôi tin rằng Ftel sẽ đẩy mạnh những dịch vụ này để hỗ trợ doanh thu trên một thuê bao trước sức ép cạnh tranh gay gắt từ những nhà cung cấp dịch vụ khác.

Vì thế, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng ARPU cho dịch vụ FTTH của Ftel sẽ không thay đổi trong giai đoạn 2010-2014 do doanh thu từ những dịch vụ mới sẽ bù lại việc giảm doanh thu thuê bao hạ tầng và phần cứng hàng tháng. Chúng tôi cũng cho rằng số thuê bao FTTH sẽ tăng 20% mỗi năm trong thời gian dự báo khi FPT khuyến khích các khách hàng doanh nghiệp chuyển từ kết nối DSL sang kết nối FTTH. Như vậy, trong giai đoạn 2010-2014, HSC dự báo doanh thu FTTx sẽ tăng 20%.

Doanh thu từ dịch vụ kênh thuê riêng và dịch vụ dữ liệu đã có tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm là 25-30% trong 4 năm 2006-2009. Vì chúng tôi không có thông tin về số khách hàng của những dịch vụ trên, chúng tôi không thể ước tính doanh thu bình quân trên một thuê bao của hai mảng này. Tuy nhiên, theo thông tin từ Ftel, ARPU đã tăng khoảng 10-15% trong cùng giai đoạn 2006-2009.

Bởi vậy, chúng tôi cho rằng doanh thu bình quân trên một thuê bao của kênh thuê riêng và dịch vụ dữ liệu sẽ tiếp tục tăng nhất là khi Ftel giới thiệu những dịch vụ giá trị gia tăng mới cho 2 mảng này. Ngoài ra, chúng tôi tin

rằng cơ sở khách hàng của hai mảng này cũng sẽ tăng trưởng khi các giao dịch qua internet trở nên phổ biến và chúng tôi là một phương pháp giao tiếp hiệu quả, ngay cả đối với các doanh nghiệp nhỏ.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi cho rằng doanh thu cho kênh thuê riêng sẽ tăng trưởng khoảng 50% trong năm 2010, 30% trong 2011-2014 trong khi mảng dịch vụ dữ liệu sẽ tăng 50% trong năm 2010-2011 và 40% trong năm 2012-2014. Chúng tôi đưa ra mức dự báo lạc quan cho hai mảng này trong năm 2010 là dựa trên tình hình kinh doanh rất tốt của Ftel trong nửa đầu năm 2010.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định là doanh thu từ trò chơi trực tuyến sẽ tăng trưởng 90% trong 2010 và 50% trong 2011-2014 trong khi doanh thu quảng cáo trực tuyến sẽ tăng trưởng khoảng 50% trong 2010-2014.

Giả định về tỉ suất lợi nhuận gộp

Ftel cung cấp rất nhiều dịch vụ viễn thông như dịch vụ kết nối trên nền DSL, FTTH, kênh thuê riêng, quản lý dữ liệu, quảng cáo trực tuyến và trò chơi trực tuyến. Tuy nhiên, công ty không chia tách giá vốn hàng bán theo từng mảng dịch vụ hoặc nguồn chi phí. Do vậy, chúng tôi phải suy đoán rất nhiều khi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của Ftel trong những năm tới.

Ftel chỉ chia tách giá vốn hàng bán thành giá vốn hàng bán cho các thiết bị phần cứng đã bán và giá vốn hàng bán cho toàn bộ dịch vụ đã cung cấp. Trong đó, các thiết bị phần cứng mà Ftel bán bao gồm các thiết bị/vật tư phục vụ việc kết nối internet như modem hoặc dây mạng. Trong 2 năm qua, doanh thu từ bán phần cứng chỉ bằng khoảng 0,5-0,7% doanh thu dịch vụ với tỷ suất lợi nhuận gộp là 25%. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng tỷ suất lợi nhuận này sẽ giữ nguyên trong vài năm tới.

Vốn bán hàng của các dịch vụ mà Ftel cung cấp bao gồm chi phí duy trì hệ thống, chi phí thuê kênh truyền

Chi phí lãi vay dự báo của Ftel

Đơn vị tính: triệu đồng	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chi phí đầu tư	369,000	500,000	500,000	500,000	500,000	600,000
<i>Tài trợ bởi</i>						
Thu nhập được giữ lại	277,057	329,579	295,442	244,267	178,714	397,299
Khoản vay mới	91,943	170,421	204,558	255,733	321,286	202,701
<i>Giả định các khoản vay có thời hạn 3 năm</i>						
Tổng nợ gốc vào cuối năm	91,943	231,716	348,820	448,912	559,961	502,136
Mức lãi suất trung bình	4.8%	10.5%	12.5%	13.3%	13.5%	15.0%
Lãi vay	4,424	24,274	43,540	59,830	75,665	79,657

tải qua VNPT hay VNIX và các công ty nước ngoài khác như China Telecom, NTT, Hutchinson, PCCW, Asia Netcom, Telecom Malaysia, Korea Telecom, MCI, CITIC, T-system, Singtel and Teleglobe.

FTel cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp cho mảng dịch vụ sẽ dần được cải thiện vì 2 lý do: 1) chi phí truyền tải 1 MGb qua các công ty viễn thông quốc tế đang trên đà giảm và 2) Ftel hi vọng có thể tiếp tục giảm chi phí truyền tải dữ liệu trong tương lai khi hệ thống mạng đường trục trong nước và quốc tế của công ty được hoàn tất và đưa vào sử dụng.

Tuy nhiên, do chúng tôi không có thông tin chi tiết về giá vốn dịch vụ của Ftel theo nguồn chi phí nên chúng tôi giả định rằng tỷ suất lợi nhuận gộp cho các dịch vụ của Ftel sẽ giữ nguyên mức 63% như năm 2009 trong suốt giai đoạn 2010-2014.

Giả định về chi phí bán hàng và chi phí quản lý

Chi phí bán hàng: tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu đã giảm từ 5,7% trong năm 2008 xuống 5,2% trong năm 2009. Tuy nhiên, khi công ty mở rộng thị trường ra các tỉnh, chúng tôi cho rằng tỉ lệ này sẽ tăng nhẹ lên 5,3% trong giai đoạn 2010-2014.

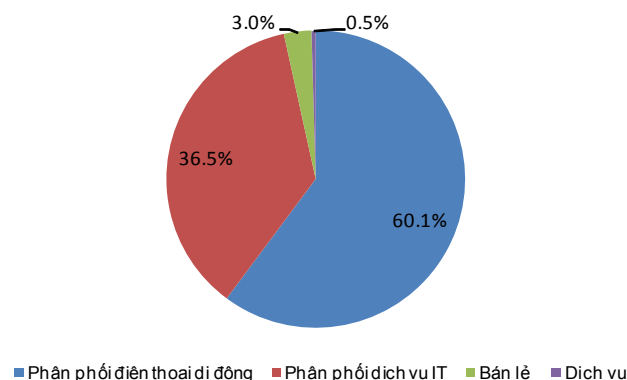
Chi phí quản lý doanh nghiệp: Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định chi phí này sẽ tăng dần từ 29,2% năm 2009 lên 36% trong năm 2014 dựa trên những lập luận sau:

Chi phí quản lý doanh nghiệp của Ftel bao gồm: tiền lương, chi phí khấu hao, chi phí các dịch vụ thuê ngoài và các phí khác. Tỷ lệ khấu hao trên doanh thu của Ftel đã tăng từ 8,6% năm 2008 đến 11,3% năm 2009 vì công ty đã đầu tư rất nhiều cho cơ sở hạ tầng để mở rộng mạng lưới ADSL trong năm 2008-2009. Chúng tôi tin rằng tỉ lệ này sẽ tiếp tục tăng trong tương lai vì công ty đang xây dựng mạng đường trục Bắc – Nam và quốc tế cũng như đang đầu tư mở rộng địa bàn cung cấp ADSL.

Các chi phí thuê ngoài của Ftel tăng từ 2,2% trong 2008 lên 4,4% trong năm 2009 vì 2 lý do 1) chi phí thuê cột điện của EVN để treo dây ADSL đã tăng lên và 2) Ftel đã tăng cường thuê ngoài thêm để giảm chi phí lương lao động. Vì thế, tỉ số chi phí lương trên doanh thu giảm từ 9,3% năm 2008 xuống 8,5% năm 2009 và chi phí khác trên doanh thu giảm từ 5,3% năm 2009 xuống 4,8% năm 2009.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định chi phí lương sẽ ổn định quanh mức 8,5% trong giai đoạn 2010-2014 trong khi chi phí thuê ngoài và chi phí khác sẽ được giữ ở mức 5% trong những năm tới.

Cơ cấu doanh thu của FTG trong năm 2009



Thu nhập và chi phí tài chính

Ftel không có hoạt động đầu tư nào; công ty chỉ tập trung vào mảng viễn thông. Doanh thu hoạt động tài chính của công ty trong những năm qua chủ yếu là lãi từ các khoản gửi tiền nhàn rỗi ngắn hạn. Tuy nhiên, trong mô hình lợi nhuận của chúng tôi, chúng tôi giả định rằng Ftel sẽ không có doanh thu tài chính trong giai đoạn 2010-2014 do công ty sẽ sử dụng toàn bộ tiền nhàn rỗi cho các dự án đầu tư.

Hiện tại Ftel chỉ có hạ tầng internet ở Hà Nội, TPHCM, và một số thành phố khác. Do đó, Ftel phải thuê kênh truyền dẫn trên mạng đường trục Bắc – Nam và mạng đường trục nối ra cổng quốc tế của VNPT. Năm 2009, công ty đã đầu tư 10 triệu đô để tham gia vào liên minh cáp quang AAG (Asia-America Gateway).

Trong những năm sắp tới, công ty dự định sẽ đầu tư lớn vào các mạng đường trục; xây dựng một mạng đường trục Bắc – Nam và một mạng đường trục Hà Nội – Lạng Sơn nối ra cổng quốc tế đi Hồng Kông và Thượng Hải; một đường trục khác nối TPHCM và Vũng Tàu để nối với cổng quốc tế của AAG. Ftel cũng dự định tham gia vào một liên minh cáp biển quốc tế khác ngoài AAG để tăng lưu lượng truyền dẫn quốc tế của mình.

Ước tính chi phí đầu tư mạng đường trục Nam-Bắc và 2 đường trục quốc tế khoảng 25-30 triệu USD trong 2 năm 2010 và 2011. Và việc đầu tư vào liên minh cáp biển thứ hai ước tính là 10 triệu USD. Kết nối các mạng lưới ở các tỉnh cũng sẽ cần thêm khoảng 10 triệu USD trong giai đoạn 2012-2014. Những dự án trên cộng những đầu tư tài sản cố định và việc tăng cường mở rộng mạng ADSL cho các tỉnh, chúng tôi ước tính Ftel sẽ cần khoảng 500 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2010-2012 và 600 tỷ/năm 2013-2014 cho đầu tư cơ bản.

Theo mô hình lợi nhuận của chúng tôi, lợi nhuận chưa phân phối của Ftel cũng chỉ trang trải được một phần của nhu cầu đầu tư và công ty sẽ phải vay tiền để tài

trợ cho những dự án đầu tư cơ bản nói trên. Chúng tôi tin rằng chi phí lãi từ các khoản vay này sẽ là chi phí tài chính chủ yếu của Ftel trong các năm tới.

Ftel còn có thể có nguồn thu nhập/chi phí tài chính khác là lãi/lỗ tỷ giá vì công ty nhập thiết bị để phục vụ khách hàng. Tuy nhiên doanh thu bán thiết bị chỉ chiếm dưới 1% doanh thu tổng công ty và công ty cũng có thể chuyển những chi phí này cho khách hàng. Vì vậy, chúng tôi giả định rằng các khoản lãi tỷ giá sẽ bù trừ hết cho các khoản lỗ tỷ giá.

Thuế suất thu nhập doanh nghiệp

Mức thuế thu nhập doanh nghiệp của Ftel là 25% trong giai đoạn dự báo theo như các quy định thuế hiện tại.

4. Mô hình lợi nhuận FTG

Giả định về doanh thu

Hoạt động thương mại mang về 68.7% tổng doanh thu của FPT trong năm 2009 với lợi nhuận biên gộp chỉ đạt 7.9%. Bộ phận này đã đạt mức tăng trưởng bình quân 16.1% trong giai đoạn 2006-2009.

Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi dự báo rằng bộ phận này sẽ còn tiếp tục tăng trưởng với mức tăng trưởng bình quân gộp là 11.2% trong giai đoạn từ 2010 đến 2014.

FTG thực hiện việc phân phối và bán các sản phẩm công nghệ thông tin, điện thoại di động, và các sản phẩm mang thương hiệu FPT bao gồm máy tính cá

nhân và điện thoại di động. Bên cạnh, FTG đó còn cung cấp các dịch vụ sửa chữa và bảo trì cho các sản phẩm công nghệ thông tin.

Phân phối: hoạt động phân phối điện thoại di động (bao gồm các sản phẩm của Nokia và các mặt hàng mang nhãn hiệu FPT) chiếm 60% tổng doanh thu của bộ phận trong khi đó doanh thu từ phân phối các mặt hàng IT chỉ chiếm 36.5%. Tuy nhiên, hai thị trường này đang ngày càng mang tính cạnh tranh rất cao khi các tập đoàn đa quốc gia tìm cách giảm thiểu rủi ro của việc phụ thuộc hoàn toàn vào một nhà phân phối lớn bằng cách trao quyền phân phối sản phẩm cho một nhóm các công ty. Hiện tượng này đã làm giảm sút mức lợi nhuận biên của công ty trong vài năm gần đây.

Trong khi đó, FTG hiện tại đang phân phối các sản phẩm ICT từ hơn 60 nhà sản xuất. Do việc tăng trưởng doanh thu phân phối các sản phẩm IT hiện nay phụ thuộc chủ yếu bằng việc mở rộng danh mục sản phẩm/nhãn hiệu nên một danh mục sản phẩm lớn như vậy hàm ý rằng khả năng tăng trưởng doanh thu của FTG sẽ bị hạn chế. Trong khi đó, thị phần tiêu thụ cho các sản phẩm điện thoại cầm tay của Nokia vẫn khá ổn định với hai nhà phân phối chính là PET (55% thị phần) và FTG (45% phần) và mọi nỗ lực tăng trưởng doanh thu bằng cách mở rộng thị phần tiêu thụ đều có thể làm giảm mức tỉ suất lợi nhuận.

Chính vì vậy, mô hình lợi nhuận của chúng tôi, chúng tôi giả định thị phần tiêu thụ Nokia của FTG sẽ giữ nguyên ở mức 45% trong giai đoạn dự báo. Tuy nhiên, dựa trên sự hiệu quả hiện tại của mạng lưới phân phối sản phẩm của FTG và theo như dự báo như cầu về điện thoại di

Mô hình dự báo doanh thu từ hoạt động thương mại của FTG

Đơn vị tính: triệu đồng	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tổng doanh thu	12,730,588	15,496,097	17,585,756	20,119,733	22,971,146	26,365,594
Tăng trưởng	10.1%	21.7%	13.5%	14.4%	14.2%	14.8%
Doanh thu bán hàng	12,672,719	15,426,655	17,507,981	20,031,847	22,871,396	26,252,378
Tăng trưởng	10.5%	21.7%	13.5%	14.4%	14.2%	14.8%
Trong đó:						
Phân phối sản phẩm IT	4,641,425	6,033,853	7,240,623	8,688,748	10,426,498	12,511,797
Tăng trưởng	12.3%	30%	20%	20%	20%	20%
Phân phối điện thoại di động	7,653,642	8,826,324	9,417,640	10,068,522	10,787,948	11,586,546
Tăng trưởng	11.9%	15.3%	6.7%	6.9%	7.1%	7.4%
Trong đó:						
Điện thoại Nokia	7,453,642	7,826,324	8,217,640	8,628,522	9,059,948	9,512,946
Tăng trưởng	9.0%	5%	5%	5%	5%	5%
Điện thoại F-mobile	200,000	1,000,000	1,200,000	1,440,000	1,728,000	2,073,600
Tăng trưởng		400%	20%	20%	20%	20%
Bán lẻ	377,652	566,479	849,718	1,274,577	1,656,950	2,154,035
Tăng trưởng	69.0%	50%	50%	50%	30%	30%

động, chúng tôi giả định rằng doanh thu từ việc phân phối điện thoại Nokia sẽ tăng trưởng 5%/năm trong khi doanh thu từ phân phối các sản phẩm IT sẽ tăng khoảng 20% mỗi năm.

Kinh doanh điện thoại F-mobile: Trong nửa cuối năm 2009, doanh thu từ sản phẩm F-mobile chỉ đạt khoảng 200 tỷ đồng, nhưng đã tăng vọt và đạt 415 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2010. Dựa trên xu hướng này, chúng tôi dự kiến trong cả năm 2010, doanh thu của điện thoại di động F-mobile sẽ đạt khoảng 1 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi hiểu rõ vòng đời của một sản phẩm điện thoại di động giá rẻ với các tính năng đa dạng như F99 là khá ngắn ngủi. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng chiến lược cung cấp tất cả các dịch vụ trên một chiếc điện thoại mang thương hiệu FPT là rất khôn ngoan và sẽ tiếp tục thành công trong tương lai xa. Hơn thế, do FPT không trực tiếp sản xuất các thiết bị phần cứng mà thay vào đó đặt hàng từ Trung Quốc, chúng tôi tin tưởng công ty sẽ không gặp nhiều trở ngại khi giới thiệu các mẫu mã mới để thay thế mặt hàng cũ.

Yếu tố chính quyết định sự thành công của điện thoại thông minh mang thương hiệu FPT, theo chúng tôi chính là F-store – kho ứng dụng miễn phí, và đây chính là chìa khóa quan trọng cho sự tăng trưởng lâu dài. Thực tế, chúng tôi tin rằng FTG sẽ hưởng lợi từ vòng đời ngắn của các sản phẩm điện thoại mang thương hiệu FPT bởi vì điều đó sẽ hỗ trợ vòng quay doanh thu. Theo mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi tin rằng doanh thu từ F-mobile sẽ đạt 1 tỷ đồng trong năm 2010 và sau đó tiếp tục tăng trưởng ở mức 20%/năm trong suốt 2011 đến 2014.

Dịch vụ: Dịch vụ sửa chữa và bảo trì thường tăng trưởng cùng doanh thu. Do đó, chúng tôi dự đoán doanh thu cung cấp dịch vụ sẽ tăng cùng mức với doanh số bán sản phẩm phần cứng của FPT.

Giả định về tỷ suất lợi nhuận gộp

Trong nửa đầu 2010, FTG đã thấy một sự thay đổi đáng kể về doanh thu nhờ việc phân phối F-mobile và các mặt hàng IT, tổng doanh số 6 tháng của FTG đạt 6.8 nghìn tỷ đồng (+25.4% so với cùng kỳ 2009) và lợi nhuận trước thuế đạt 257 tỷ đồng (+97.7% so với cùng kỳ 2009). Tỷ suất lợi nhuận trước thuế của FTG trong 6 tháng đầu năm 2010 là 3.8%, vượt hơn hẳn so với mức 2.4% của nửa đầu 2009.

Doanh thu tăng mạnh nhờ hoạt động phân phối các sản phẩm IT đạt 2.4 nghìn tỷ đồng (+42.2% so với cùng kỳ 2009) nhờ vào việc mở rộng danh mục các sản phẩm mới. Doanh thu bán lẻ cũng tăng mạnh 86% so với cùng kỳ 2009 và đạt mức 2.53 tỷ đồng, vượt qua điểm hòa

vốn và bắt đầu tạo ra lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm 2010. Tỷ suất lợi nhuận được cải thiện đáng kể chủ yếu là nhờ điện thoại F-mobile, một nhãn hiệu điện thoại của FPT.

Doanh thu từ điện thoại di động F-mobile đạt 415 tỷ đồng, chỉ chiếm 10% trong tổng doanh thu phân phối điện thoại di động nhưng lại mang về đến 64 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, cho thấy một mức lợi nhuận biên trước thuế rất cao là 15.5%.

Trong mô hình lợi nhuận, chúng tôi giả định rằng lợi nhuận biên gộp của việc phân phối các sản phẩm ICT, phân phối điện thoại Nokia và bán lẻ trong tương lai sẽ giữ nguyên ở mức 8% như năm 2009 trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ sẽ là 50% trong giai đoạn dự báo. Chúng tôi cũng giả định lợi nhuận biên gộp của F-mobile sẽ giữ vững ở mức 25% dựa trên những kết quả ấn tượng cho tới nay.

Từ những giả thiết trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận biên gộp của FTG sẽ cải thiện từ 7.5% trong năm 2009 đến 8.8% trong năm 2010 và sẽ tiếp tục tăng dần đến mức 9.1% trong 2014 khi doanh thu từ các sản phẩm mang thương hiệu FPT tăng dần tỷ trọng trong tổng doanh thu của FTG.

Giả định về chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Tỷ suất chi phí bán hàng trên doanh thu của FTG đã giữ mức ổn định khoảng 1.8% trong thời gian 2008-2009 trong khi tỷ suất chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu cũng giữ nguyên ở mức 1.45% trong cùng thời kỳ.

Do FTG phải ra sức để tăng trưởng doanh thu trong thị trường ICT đầy cạnh tranh, chúng tôi có lý do để tin rằng công ty sẽ phải chi tiêu nhiều hơn cho công tác tiếp thị, quảng cáo và khuyến mãi.

Chính vì thế, trong mô hình lợi nhuận, chúng tôi giả định rằng tỷ suất chi phí bán hàng trên doanh thu sẽ tăng dần từ mức 1.8% trong 2009 đến 2% trong giai đoạn 2013-2014. Chúng tôi cũng giả thiết rằng chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu sẽ tăng nhẹ từ 1.45% trong năm 2009 đến 1.7% trong giai đoạn 2013-2014.

Doanh thu và chi phí tài chính

Là một công ty kinh doanh sản phẩm ICT, FTG nhập khẩu phần lớn hàng hóa từ các nhà sản xuất nước ngoài và bán lại trong thị trường nội địa. Mô hình kinh doanh này đòi hỏi một số lượng lớn vốn lưu động, chủ yếu dưới dạng hàng tồn kho và các khoản phải thu của khách hàng khi các đại lý thường lấy hàng trước trả tiền sau. Việc kinh doanh các sản phẩm ICT cũng mang tính

Dự báo chi phí tài chính của FTG

Đơn vị tính: triệu đồng	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nhu cầu vốn lưu động	2,825,435	2,428,021	2,755,442	3,152,480	3,599,257	4,131,120
Vay bổ sung vốn lưu động	2,110,164	1,546,511	1,755,058	2,007,949	2,292,520	2,631,286
Mức lãi suất trung bình	4%	5%	5%	5%	5%	5%
Chi phí lãi vay	79,490	77,326	87,753	100,397	114,626	131,564
Lỗ tỷ giá	174,712	212,666	241,344	276,120	315,252	361,837
Tổng chi phí tài chính	254,202	289,991	329,097	376,517	429,878	493,401

rủi ro tiền tệ đáng kể do giá vốn bán hàng được tính trên ngoại tệ (phần lớn là USD) trong khi doanh thu lại được tính bằng VNĐ. Do đó, đa phần các chi phí tài chính của FTG là từ lỗ tỷ giá và từ tiền trả lãi các khoản vay ngắn hạn để duy trì hàng tồn kho và mức vốn lưu động cần thiết.

FTG thông thường phải duy trì mức vốn lưu động vào khoảng 20-25% tổng doanh thu hàng năm và thu nhập tài chính chủ yếu đến từ lợi nhuận quy đổi tiền tệ và tiền lãi từ các khoản ký gửi ngắn hạn. Dựa trên dự báo về dòng tiền tự do của FTG, chúng tôi cho rằng FTG sẽ phải đi vay một nửa số vốn lưu động đó. Tiền lãi thanh toán cho các khoản vay mượn ngắn hạn này sẽ chiếm phần lớn chi phí tài chính của FTG.

Về lỗ tỷ giá, chúng tôi tin rằng FTG có khả năng chuyển một phần các khoản lỗ này tới khách hàng tuy nhiên công ty vẫn sẽ phải bù đắp cho phần còn lại. Vì lý do khó dự báo mức mất giá của VNĐ so với một nhóm các ngoại tệ khác, để thuận tiện, chúng tôi giả thiết rằng toàn bộ các hàng hóa nhập về của FTG đều được tính trên USD. Chúng tôi cũng sử dụng giả thiết riêng của HSC là USD sẽ tăng 5%/năm so với VNĐ. Như vậy, các

khoản lỗ tỷ giá của FTG sẽ tăng cùng mức với doanh thu của công ty.

Dựa trên những giả thiết này, chúng tôi dự đoán chi phí HĐ tài chính của FTG theo như bảng bên trên.

FTG hiện không có các khoản đầu tư tài chính. Trong năm 2009, FTG đã đạt được một số thu nhập tài chính từ trao đổi ngoại tệ và tiền lãi ký gửi ngân hàng. Tuy nhiên, những khoản thu về này là khá nhỏ so với chi tiêu tài chính của FTG. Chính vì vậy, trong mô hình thu nhập, chúng tôi giả định FTG sẽ không có thu nhập tài chính trong giai đoạn dự báo.

Thuế suất thu nhập doanh nghiệp

Mức thuế thu nhập doanh nghiệp của FTG là 25% trong giai đoạn dự báo theo như các quy định thuế hiện tại.

5. Giáo dục**Giả định về doanh thu**

Mặc dù giáo dục chỉ đóng góp 0.9% của tổng doanh thu của FPT trong năm 2009, chúng tôi tin rằng nó sẽ

Các khoản đầu tư của FPT vào các công ty liên doanh

Đơn vị tính: triệu đồng	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tổng	412,500	577,500	980,875	1,126,406	1,298,992	1,503,997
Cty chứng khoán FPT (25%)	100,000	110,000	137,500	171,875	214,844	268,555
Cty quản lý quỹ FPT (33%)	50,000	55,000	71,500	89,375	111,719	139,648
Ngân hàng Tiên Phong (15%)	262,500	262,500	621,875	715,156	822,430	945,794
VAS (25%)		150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Tỷ suất lợi tức						
Cty chứng khoán FPT (25%)	10%	25%	25%	25%	25%	25%
Cty quản lý quỹ FPT (33%)	10%	30%	25%	25%	25%	25%
Ngân hàng Tiên Phong (15%)	0%	15%	15%	15%	15%	15%
VAS (25%)		10%	15%	15%	15%	15%
Lãi/lỗ từ các cty liên doanh	15,000	98,375	168,031	195,086	227,505	266,420
Cty chứng khoán FPT (25%)	10,000	27,500	34,375	42,969	53,711	67,139
Cty quản lý quỹ FPT (33%)	5,000	16,500	17,875	22,344	27,930	34,912
Ngân hàng Tiên Phong (15%)	-	39,375	93,281	107,273	123,364	141,869
VAS (25%)		15,000	22,500	22,500	22,500	22,500

Lợi nhuận hợp nhất của FPT

Đơn vị tính: triệu đồng	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	18,422,051	23,221,595	27,671,549	32,800,778	38,820,974	46,189,443
Lợi nhuận trước thuế	1,697,522	2,269,200	2,767,596	3,471,416	4,296,211	5,367,922
Lợi nhuận sau thuế	1,405,874	1,820,764	2,212,269	2,795,696	3,494,488	4,370,395
LN thuộc về cổ đông FPT	1,063,349	1,384,060	1,668,968	2,115,994	2,644,150	3,269,130
EPS	7,498	6,620	7,983	10,121	11,765	13,598
Tăng trưởng doanh thu	12.1%	26.1%	19.2%	18.5%	18.4%	19.0%
Tăng trưởng LN trước thuế	32.6%	33.7%	22.0%	25.4%	23.8%	24.9%
Tăng trưởng LN sau thuế	33.8%	29.5%	21.5%	26.4%	25.0%	25.1%
Tăng trưởng EPS	192.4%	-11.7%	20.6%	26.8%	16.2%	15.6%

trở thành một nguồn thu nhập hết sức quan trọng trong tương lai. FPT đang tiến hành xây dựng cơ sở vật chất cho Đại học FPT ở công viên phần mềm Hòa Lạc với dự kiến sẽ chứa được khoảng 10,000 sinh viên. Chúng tôi dự báo doanh thu từ giáo dục sẽ tăng 80% trong năm 2010 khi trường đại học FPT mở rộng các chương trình giảng dạy hướng tới các ngành nghề ngoài lĩnh vực IT bao gồm tài chính ngân hàng và quản trị kinh doanh, và tăng 50% trong năm 2011 trước khi ổn định ở mức tăng trưởng 30% hàng năm trong giai đoạn 2012-2014.

Hơn thế, chúng tôi tin rằng các giáo dục nắm giữ chìa khóa quan trọng đối với sự phát triển lâu dài của FPT. Bằng cách tập trung vào việc đào tạo các sinh viên tốt nghiệp ngành công nghệ thông tin, FPT sẽ luôn tiếp nhận được một đội ngũ nhân viên IT có trình độ chuyên môn cao. Việc thiếu thốn lao động có tay nghề là một yếu tố lớn nhất cản trở sự tăng trưởng của FPT cho đến nay và bằng cách giải quyết vấn đề này, họ đã mở rộng con đường dẫn tới đà tăng trưởng cao hơn trước. Và điều này cũng mang lại cho FPT một lợi thế rất lớn so với các đối thủ cạnh tranh khác.

Giả định về tỷ suất lợi nhuận trước thuế

Vì chúng tôi không có các báo cáo tài chính của trường ĐH FPT, chúng tôi không thể xây dựng được một mô hình dự báo thu nhập hợp lý cho mảng giáo dục của công ty. Trong mô hình lợi nhuận cho cả tập đoàn FPT, chúng tôi giả định một cách thận trọng rằng giáo dục sẽ tiếp tục duy trì mức lợi nhuận biên trước thuế là 35% trong giai đoạn 2010-2014, giảm một chút so với mức 36% trong năm 2009.

Thuế suất thu nhập DN

Mức thuế thu nhập doanh nghiệp của trường ĐH FPT là 5% trong giai đoạn dự báo do đơn vị này được hưởng mức thuế ưu đãi trong 9 năm liên kể từ 2010.

Cổ đông của FPT

Tên	Chức danh	% nắm giữ trước niêm yết	% nắm giữ sau niêm yết
Trương Gia Bình	CT HĐQT, thành viên sáng lập	8.42%	8.15%
Lê Quang Tiến	PCT HĐQT, thành viên sáng lập	6.10%	1.3%
Bùi Quang Ngọc	PCT HĐQT, thành viên sáng lập	4.26%	4.2%
Hoàng Minh Châu	PCT HĐQT, thành viên sáng lập	3.35%	2.6%
Trương Thị Thanh Thanh	PCT HĐQT, thành viên sáng lập	2.06%	1.8%
Đỗ Cao Bảo	Thành viên ban giám đốc, sáng lập viên	3.19%	2.7%
Nguyễn Thành Nam	Thành viên ban giám đốc, sáng lập viên	2.10%	1.8%
Nguyễn Diệp Tùng	Thành viên ban giám đốc	1.88%	0.96%
Hoàng Nam Tiến	Thành viên ban giám đốc	1.86%	1.27%
Trương Đình Anh	Thành viên HĐQT, Phó Tổng giám đốc	2.03%	0.43%

6. Các dịch vụ khác (Công ty Dịch vụ FPT và công ty Visky)

Giả định về doanh thu

Công ty dịch vụ FPT cung cấp các dịch vụ bảo trì cho các thiết bị công nghệ thông tin và mạng máy tính trong khi công ty Visky cung cấp các dịch vụ trực tuyến bao gồm trang tin tức trực tuyến Vnexpress, trang nghe nhạc trực tuyến (nhacso.net), trang thương mại trực tuyến (vimua), thư viện trực tuyến và các bài thi, kiểm tra trực tuyến cho học sinh tiểu học và THCS. Mặc dù công ty Dịch vụ FPT chỉ đóng góp 0.26% và công ty Visky chỉ đóng góp 0.01% tổng doanh thu của FPT trong năm 2009, chúng tôi tin rằng tiềm năng phát triển của hai công ty này là rất lớn, đặc biệt là đối với Visky khi FPT đang muốn đầu tư phát triển các nội dung/tiện ích trực tuyến để cải thiện doanh thu bình quân trên một thuê bao băng thông rộng trong tương lai.

Trong mô hình thu nhập, chúng tôi giả định doanh thu của công ty dịch vụ FPT sẽ tăng 50% từ 2010-2012 và 30% trong giai đoạn 2013-2014 trong khi doanh thu của công ty Visky sẽ tăng 100% trong khoảng 2010-2012 và 50% từ 2013-2014.

7. Các dự án bất động sản

FPT hiện đang có một số các dự án đầu tư bất động sản bao gồm dự án công viên phần mềm Hòa Lạc, thành phố FPT Đà Nẵng và FPT Building ở số 89 đường Láng Hạ (Hà Nội) tuy nhiên vì các dự án này còn đang ở giai đoạn khởi đầu và sẽ chưa có khả năng sinh lời trong tương lai gần, chúng tôi quyết định không đưa các dự án này vào mô hình dự báo thu nhập tại thời điểm này.

8. Lợi nhuận hợp nhất của FPT

Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS), báo cáo tài chính của các công ty con phải được hợp nhất. Báo cáo tài chính của công ty mẹ và các công ty con phải được hợp nhất trên cơ sở cộng từng khoản mục trong bảng cân đối kế toán như tài sản, nợ, vốn chủ sở hữu, doanh thu và chi phí.

Do tại văn phòng tổng công ty của FPT không có hoạt động kinh doanh riêng nên trong bản báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất của FPT, các khoản mục như doanh thu, giá vốn hàng bán, lợi nhuận gộp chính là tổng doanh thu, tổng giá vốn hàng bán, tổng lợi nhuận gộp của các công ty con của FPT.

Tuy nhiên tại công ty mẹ cũng có thu nhập tài chính từ các khoản đầu tư vào các công ty liên kết và tiền gửi ngân hàng. Công ty mẹ cũng có chi phí tài chính từ khoản trái phiếu trị giá 1,800 tỷ đồng mà nó phát hành cuối năm 2009.

Thu nhập tài chính: Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của FPT chủ yếu là tiền gửi ngân hàng. Trong mô hình lợi nhuận của chúng tôi, chúng tôi dự đoán rằng mỗi năm FPT sẽ có một dòng tiền nhận rồi khoảng 2-3 nghìn tỷ. Chúng tôi giả định rằng FPT sẽ gửi khoản tiền này vào các tài khoản tiền gửi ngắn hạn với mức lãi suất trung bình khoảng 7%/năm. Lãi từ tiền gửi này là nguồn thu nhập tài chính chủ yếu của FPT.

Các khoản đầu tư tài chính dài hạn của FPT bao gồm các khoản đầu tư vào Công ty quản lý quỹ FPT, công ty CK FPT, Ngân hàng Tiên phong và trường Việt – Úc. Trong mô hình lợi nhuận, chúng tôi đã dự báo dòng thu nhập từ các khoản đầu tư này trong bảng trên đây.

Chi phí tài chính: Công ty mẹ chỉ có một khoản chi phí tài chính, đó là lãi coupon cho khoản trái phiếu 1,800 tỷ mà FPT phát hành hồi cuối năm 2009.

Hồi tháng 10/2009, FPT phát hành 1,800 tỷ trái phiếu kèm chứng quyền với mức coupon là 7%/năm và kỳ hạn 3 năm. Người giữ chứng quyền có thể thực hiện quyền mua cổ phiếu phổ thông trong tháng 10/2010, tháng 10/2011 hoặc tháng 10/2012 tại giá điều chỉnh theo số cổ phiếu hiện nay là 69,300 đồng/cp. Theo điều khoản của đợt phát hành trái phiếu, FPT thanh toán trái tức hàng năm, do đó trong giai đoạn 2010-2012, mỗi năm FPT sẽ có một khoản chi phí tài chính là 126 tỷ đồng.

Trong mô hình lợi nhuận của chúng tôi, chúng tôi giả định rằng ngoài khoản chi phí để trả trái tức này, FPT sẽ không có khoản chi phí tài chính nào khác trong giai đoạn dự báo.

Số CP hiện hành và EPS

FPT hiện có 191.68 triệu cổ phiếu niêm yết. Tuy nhiên, theo điều khoản phát hành trái phiếu kèm chứng quyền thì hiện có 2,08 triệu chứng quyền tương đương với quyền mua 20.8 triệu cổ phiếu (10.65% số cổ phiếu hiện hành) ở mức giá 69,300 đồng/cp trong giai đoạn 2010-2012. Mặc dù chúng tôi không đảm bảo rằng các nhà đầu tư giữ chứng quyền sẽ chuyển toàn bộ chứng quyền thành cổ phiếu, chúng tôi vẫn giả định như vậy trong mô hình lợi nhuận của chúng tôi.

Như vậy, trong mô hình lợi nhuận của chúng tôi, chúng tôi ước tính EPS của FPT trên cơ sở 211.7 triệu cổ phiếu, tức là ghi nhận toàn bộ mức pha loãng tiềm năng của các chứng quyền. Trong năm 2010, chúng tôi dự phóng mức EPS của FPT là 6,620 đồng.

Ban lãnh đạo

Ban lãnh đạo FPT chủ yếu vẫn là những thành viên sáng lập và một vài người tham gia FPT từ những ngày

đầu tiên, trong đó Chủ tịch HĐQT Trương Gia Bình vẫn là người có tiếng nói quyết định.

Ngoài những thành viên sáng lập và những người tham gia FPT từ những ngày đầu tiên, một nhân tố đáng chú ý là giám đốc tài chính Phan Đức Trung, một người có kinh nghiệm nhiều năm trong lĩnh vực tài chính và đã từng làm giám đốc Nguồn vốn của Techcombank trước khi tham gia FPT. Ông Trung là một người năng động và

dám làm, và chúng tôi tin rằng ông đóng một vai trò chủ chốt trong việc thay đổi quản trị của FPT, trong đó có việc chuyển đổi FPT theo cấu trúc của công ty đầu tư.

Tuy nhiên, do FPT mới bắt đầu quá trình thay đổi, chúng tôi sẽ phải đợi xem những thành viên cũ và những thành viên mới của ban lãnh đạo có thể làm việc ăn ý với nhau để đưa FPT vượt qua những thử thách của một cuộc thay đổi chiến lược như vậy hay không.

Môi trường kinh doanh

Tổng quan

Thị trường ICT Việt Nam đang phát triển mạnh về mặt doanh thu. Tổng doanh thu của ngành ước tính vào khoảng 6.5 tỷ USD trong năm 2009 với mức tăng trưởng 25%. Do Việt Nam hiện có mức phát triển hạ tầng và năng lực công nghệ thông tin thấp, đặc biệt là trong các ngành dịch vụ như ngân hàng và tài chính, vận tải, bán lẻ, y tế và dịch vụ công, nhu cầu về ICT của Việt Nam được kỳ vọng là sẽ tiếp tục tăng trong vài năm tới cùng với mức tăng trưởng của ngành dịch vụ và mức thu nhập khả dụng của người dân.

Việc gia nhập WTO hồi tháng 1/2007 cũng làm tăng mức cạnh tranh trong ngành do số lượng doanh nghiệp tham gia ngành này sẽ tăng lên. Và về dài hạn thì điều này sẽ gây áp lực giảm giá đối với dịch vụ công nghệ thông tin. Tuy nhiên, do mức thâm nhập dịch vụ tăng lên và mức tiêu dùng tăng lên, chúng tôi tin rằng tăng trưởng doanh thu của ngành này sẽ tiếp tục ở mức 2 con số trong vòng thập kỷ tới.

Tích hợp hệ thống

Cho đến nay, mức độ cạnh tranh trong lĩnh vực này không quá gay gắt nhưng trong các mảng khác của ngành ICT do các khách hàng chủ yếu đều là các cơ quan/doanh nghiệp nhà nước và ngân hàng quốc doanh. Các hợp đồng được giao không chỉ dựa trên năng lực và mức giá mà còn dựa trên quan hệ của công ty với khách hàng. Công việc chủ yếu là thiết lập hệ thống thông tin, hạ tầng và các giải pháp an ninh mạng, phục hồi dữ liệu sau sự cố hệ thống thanh toán điện tử và các giải pháp tin học cho hoạt động kinh doanh. Theo bộ Thông tin và truyền thông, tổng giá trị của thị trường là vào khoảng 550 triệu USD trong năm 2009 với 4 nhà cung cấp dịch vụ hàng đầu là FPT, CMC, HPT, và Sao Bắc Đẩu chiếm khoảng 60% thị phần.

Tuy nhiên, do phần lớn các cơ quan/doanh nghiệp nhà nước và các ngân hàng quốc doanh sẽ sớm hoàn tất các công việc chủ yếu về tích hợp hệ thống trong vòng

một vài năm tới, chúng tôi tin rằng trong tương lai, động lực tăng trưởng của lĩnh vực này sẽ đến từ khu vực tư nhân, bắt đầu từ những công ty lớn đang chịu sức ép cạnh tranh từ các đối thủ trong nước và nước ngoài và có nhu cầu cấp bách phải củng cố việc quản trị/quản lý hành chính và lập kế hoạch để tăng hiệu quả cũng như tiết kiệm chi phí. Tuy nhiên, chúng tôi cũng tin rằng mức độ cạnh tranh trong lĩnh vực này sẽ tăng mạnh trong thời gian tới khi các công ty cung cấp dịch vụ phải cạnh tranh để giành được hợp đồng trong khu vực kinh tế tư nhân.

Phân phối điện thoại di động

Thị trường di động Việt Nam đã phát triển rất mạnh trong vài năm qua. Cuối năm 2006, số lượng thuê bao di động của khoảng 18.9 triệu. Đến cuối năm 2009, con số này đã là 111.2 triệu, lớn hơn dân số Việt Nam (86 triệu) tới 29%, và thể hiện mức tăng trưởng bình quân tới 56%/năm trong giai đoạn 2006-2009. Nhờ số lượng thuê bao di động tăng mạnh, thị trường điện thoại di động cũng tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2006-2009 với số lượng máy điện thoại bán ra tăng khoảng 65%/năm. Tuy nhiên, về mặt giá trị, thị trường điện thoại di động chỉ tăng khoảng 30%/năm do người tiêu dùng có xu hướng chọn điện thoại rẻ hơn cho nhưng chiếc thứ 2 hay thứ 3. Và mức độ cạnh tranh trong lĩnh vực này càng ngày càng gay gắt.

Chúng tôi tin rằng trong tương lai hai phân khúc thị trường riêng là điện thoại giá rẻ và điện thoại thông minh sẽ dẫn dắt sự tăng trưởng của lĩnh vực này do thanh niên, khách hàng chủ yếu của thị trường điện thoại di động, thường tìm kiếm những điện thoại có ứng dụng mới nhất, chứ không phải điện thoại bền nhất, khi chọn mua điện thoại.

Phân phối và bán lẻ IT

Theo Bộ Thông tin và truyền thông, giá trị của thị trường phân phối sản phẩm IT vào khoảng 1.5 tỷ USD trong năm 2009, trong đó FPT chiếm khoảng 40% thị phần.

Phân phối và bán lẻ điện thoại cầm tay

	2006	2007	2008	2009
Thuê bao điện thoại	27,460,000	56,189,665	89,639,939	130,400,000
Trong đó				
Điện thoại cố định	8,567,520	11,165,617	14,767,629	19,197,918
<i>Tăng trưởng</i>		30.3%	32.3%	30.0%
Di động	18,892,480	45,024,048	74,872,310	111,202,082
<i>Tăng trưởng</i>		138.3%	66.3%	48.5%

Chúng tôi tin rằng thị trường này sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 15-20%/năm trong thời gian tới do nhu cầu từ các công ty nhỏ tăng lên. Các doanh nghiệp vừa và nhỏ thường không chú ý đầu tư vào công nghệ nhưng chúng tôi tin họ sẽ phải tăng đầu tư trong tương lai nếu họ muốn tồn tại trong tình trạng mức cạnh tranh ngày càng tăng lên.

Tuy nhiên, tình trạng cạnh tranh trong lĩnh vực phân phối sản phẩm IT cũng sẽ càng ngày càng gay gắt do rào cản gia nhập thị trường rất thấp, các doanh nghiệp mới tiếp tục tham gia vào thị trường còn những doanh nghiệp đang hoạt động thì tìm cách mở rộng mạng lưới phân phối/bán lẻ của mình.

Kết nối băng thông rộng

Con số người dùng internet ước tính là 6.35 triệu trong năm 2004, và đến cuối năm 2009 đã tăng lên tới 22.8 triệu. Tuy nhiên, số liệu của Bộ Thông tin và Truyền thông cho thấy tốc độ tăng trưởng số người dùng internet đang chậm dần, chỉ đạt 9.3% trong năm 2009 so với 17.6% trong 2008 và thấp hơn nhiều so với mức 68.8% trong năm 2005. Do số người dùng internet là cơ sở khách hàng của dịch vụ băng thông rộng, tốc độ tăng trưởng số thuê bao kết nối băng thông rộng cũng đang giảm dần.

Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, số thuê bao kết nối băng thông rộng tăng 44.8% trong năm 2009, và đạt 2.97 triệu vào cuối tháng 12/2009. Tốc độ này thấp hơn mức tăng 58.3% trong năm 2008. Trong 4 tháng đầu năm 2010, số thuê bao băng thông rộng chỉ tăng 9% khi số người dùng internet tăng 5%. Vào cuối tháng 4/2010, số liệu của VNNIC ước tính có 23.92 triệu người dùng internet (27.9% dân số) và 3.23 triệu thuê bao băng thông rộng ở Việt Nam, cho thấy mức xâm nhập băng thông rộng chỉ đạt 3.77%.

Chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng giảm dần cho thấy thực tế là tỷ lệ xâm nhập internet ở các thành phố lớn (nơi phần lớn những người dùng internet sinh sống) đã

gần mức bão hòa và như vậy, các khu vực xa hơn sẽ trở thành động lực chính cho sự tăng trưởng số người sử dụng internet. Điều này cũng có nghĩa là sự tăng trưởng của dịch vụ băng thông rộng trong tương lai sẽ phụ thuộc vào tốc độ phát triển hạ tầng internet ở các tỉnh ngoài các thành phố chính của Việt Nam.

Phản ứng cũng có tác động nhất định. Theo Tổng cục thống kê, trong năm 2006 chỉ khoảng 7.9% gia đình ở Việt Nam có máy tính. Nhưng tới năm 2008, tỷ lệ này là 11.4%. Số hộ gia đình có máy tính ở các vùng nông thôn tăng khá nhanh. Trong năm 2008, ở khu vực nông thôn có 4.7% số hộ gia đình có máy tính so với tỷ lệ 2.8% trong năm 2006. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ này còn tiếp tục tăng lên do càng ngày càng nhiều loại máy tính giá rẻ được đưa ra. Và bởi vì khả năng chi trả luôn là một lý do chủ chốt đằng sau tốc độ tăng trưởng chậm chạp của internet và dịch vụ băng thông rộng ở vùng nông thôn, chúng tôi tin rằng khi tỷ lệ hộ gia đình ở nông thôn có máy tính tăng lên sẽ hỗ trợ mức tăng trưởng số người dùng internet và số thuê bao băng thông rộng ở khu vực này.

Do mức độ xâm nhập internet khu vực nông thôn sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng số người dùng internet, chúng tôi dự đoán rằng tốc độ tăng trưởng người dùng internet sẽ tiếp tục giảm trong thời gian dự báo. Chúng tôi cũng dự báo rằng tốc độ tăng trưởng thuê bao băng thông rộng cũng giảm dần vì lý do tương tự. Chúng tôi tin rằng tăng trưởng thuê bao băng thông rộng sẽ tiếp tục dựa trên công nghệ kết nối DSL do các công nghệ thay thế như FTTx không thích hợp với cùng nông thôn còn Wimax vẫn đang trong giai đoạn thử nghiệm.

Tuy nhiên, do tỷ lệ xâm nhập của điện thoại cố định ở vùng nông thôn còn thấp, để đảm bảo tốc độ tăng trưởng thuê bao băng thông rộng ổn định sẽ đòi hỏi các công ty viễn thông phải đầu tư mạnh, đặc biệt là những công ty đang có mạng đường trục. Chúng tôi cũng tin rằng mức độ cạnh tranh cầu thị trường sẽ tăng lên do có nhiều nhà cung cấp dịch vụ mới tham gia thị trường.

	2002	2004	2006	2008
Số hộ gia đình có máy tính ở Việt Nam				
Cả nước	2.6	5.5	7.9	11.4
Thành phố	9.3	17.1	21.4	28.4
Nông thôn	0.4	1.6	2.8	4.7
Tỷ lệ hộ gia đình sử dụng internet				
Cả nước	19.1	23	21.4	43
Thành phố	20.6	26.4	24.9	53.2
Nông thôn	8.6	10.2	11.2	19.5

Nguồn: GSO

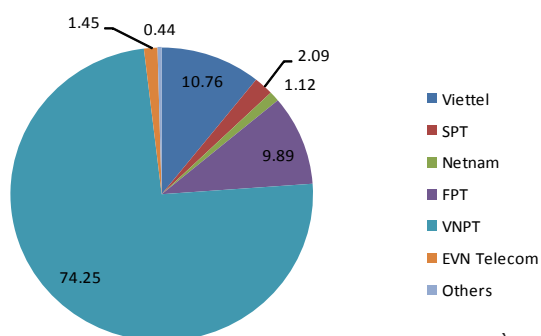
Thông tin về tăng trưởng của dịch vụ internet	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015
Người dùng internet	20,834,401	22,779,887	24,830,077	26,940,633	29,095,884	31,278,075	33,467,541	35,642,931
Tăng trưởng (%)	17.6%	9.3%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%
Tỷ lệ người dùng internet trong tổng dân số	24.40%	26.55%	26.89%	27.18%				
Tăng trưởng (%)								
Tổng băng thông kết nối quốc tế của Việt Nam	50,064	89,619	96,320	96,320	Mbps			
Tăng trưởng (%)	297.97%	79.01%						
Tổng băng thông kết nối trong nước	69,840	114,009	124,517	123,626	Mbps			
Tăng trưởng (%)								
Tổng số thuê bao kết nối băng thông rộng	2,048,953	2,967,309	4,005,867	5,307,774	6,900,106	8,832,136	11,040,170	13,579,409
Tăng trưởng (%)	58.3%	44.8%	35%	33%	30%	28%	25%	23%

Theo VNNIC, khoảng 90 công ty có giấy phép cung cấp dịch vụ internet, trong đó hiện có 30 công ty đang cung cấp dịch vụ ADSL (bao gồm 8 công ty mới tham gia thị trường trong vòng 1 năm qua). Mặc dù vậy thì thị trường băng thông rộng khá tập trung khi 3 nhà cung cấp dịch vụ lớn nhất (VNPT, Viettel và FPT) chiếm tới 94.9% thị phần ADSL. Và cả 5 nhà cung cấp dịch vụ internet đứng đầu (ISP) đều có hệ thống hạ tầng riêng để hỗ trợ chất lượng truyền tải.

Phần lớn các nhà cung cấp dịch vụ internet nhỏ hơn thì chỉ cung cấp kết nối ADSL tại Hà Nội và tp. HCM, điều đó khiến cho mức độ cạnh tranh tại hai thành phố này thực sự gay gắt. Và do tỷ lệ xâm nhập người dùng internet ở các thành phố lớn đang dần bão hòa, chỉ những ISP có thể tham gia vào thị trường nông thôn mới có thể tăng thị phần của mình. Và trong các nhà cung cấp dịch vụ có hạ tầng hiện nay, chỉ có VNPT và Viettel có mạng lưới hạ tầng ở tất cả các tỉnh và có đường trục Bắc – Nam cũng như cổng kết nối quốc tế, trong đó băng thông của Viettel thậm chí không đủ dùng.

Hệ thống hạ tầng của EVN bao phủ 37 tỉnh và có đường trục Bắc – Nam trong lúc hạ tầng của FPT chỉ bao phủ khoảng 20 tỉnh và không có đường trục Bắc - Nam. Do đó, khi các ISP này muốn phát triển địa bàn, họ sẽ phải thuê đường truyền của VNPT. Và đây là điểm bất lợi cho FPT khi phải cạnh tranh với các “ông lớn”.

Thị phần ADSL tính theo thuê bao



Nguồn: VNNIC

Nội dung số

Dịch vụ nội dung số vẫn còn khá mới mẻ ở Việt Nam. Sản phẩm phát triển mạnh nhất trong công nghiệp nội dung là trò chơi online hiện đã có hàng triệu người chơi say mê. Các dịch vụ giá trị gia tăng khác bao gồm SMS, tiếp thị di động, thanh toán qua mạng, mobile TV, nhạc chuông, các trò chơi trên điện thoại di động, vẫn còn đang ở giai đoạn khởi đầu. Tổng doanh thu của ngành công nghiệp nội dung mới chỉ đạt 440USD trong năm 2008, chiếm 8,4% tổng doanh thu của khu vực công nghệ thông tin.

Tiếp thị di động xuất hiện ở Việt Nam từ cuối năm 2006 nhưng vẫn chưa trở nên phổ biến. Và cho đến nay, người dùng chủ yếu chỉ giới hạn trong các công ty tài chính, chứng khoán và bảo hiểm. Các ngân hàng sử dụng SMS để thông báo cho khách hàng các biến động về lãi suất, chiến dịch quảng cáo, và các dịch vụ tài chính mới trong khi các nhà môi giới sử dụng SMS để thông báo kết quả giao dịch, thông tin tài khoản, và gợi ý mua bán cổ phiếu. Một vài ngân hàng Việt Nam đang thử nghiệm dịch vụ ngân hàng di động cho phép các chủ tài khoản quản lý tài khoản của họ và thậm chí thanh toán hóa đơn hay chuyển khoản thông qua tin nhắn.

Các nhà dịch vụ nội dung khác sử dụng dịch vụ SMS để cung cấp nhạc chuông điện thoại, trò chơi và các ứng dụng khác như kết quả xổ số, trò chơi thể thao, bình chọn hay thậm chí là tham gia vào các chương trình trò chơi trên truyền hình. Họ có các ứng dụng thường xuyên như tư vấn sức khỏe, dự báo thời tiết, lịch trình tàu xe, địa chỉ khách sạn, tỷ giá ngoại tệ, số taxi và các đại lý du lịch.

Tuy nhiên, với khoảng 111 triệu thuê bao dịch vụ di động, khoảng 24 triệu người dùng internet, và cơ sở hạ tầng internet đang được cải thiện nhanh chóng của Việt Nam, chúng tôi tin rằng công nghiệp nội dung số sẽ phát triển rất nhanh trong vài năm tới.

Cơ sở hạ tầng của các công ty viễn thông

Công ty	Mật độ phủ sóng	Loại hình	Băng thông quốc tế (Gbps)	Băng thông trong nước thông qua VNIX (Gbps)
VNPT	Tất cả các tỉnh thành	ADSL, kênh thuê riêng	72.62	13
Viettel	Tất cả các tỉnh thành	ADSL, kênh thuê riêng	9.30	6
EVN	37 tỉnh thành	ADSL, kênh thuê riêng, CATV, CDMA	1.80	4
FPT	Hà Nội, TPHCM, Đà Nẵng, Hải Phòng, Bình Dương	ADSL, FTTx	23.86	5
Saigon Postel	Hà Nội, TPHCM	ADSL, kênh thuê riêng	1.20	4
Hanoi telecom	Hà Nội	kênh thuê riêng	0.05	3
Netnam	Hà Nội, TPHCM	ADSL, kênh thuê riêng		1
NGT	Hà Nội, TPHCM	ADSL, CATV		2
CMC	Hà Nội, TPHCM	ADSL, FTTx		2

Nguồn: VNNIC

Gia công phần mềm

Gia công phần mềm đã trở thành chỗ dựa chính của nền kinh tế thế giới hiện nay. Các doanh nghiệp lớn thường xuyên ký hợp đồng thuê ngoài các phần việc lớn trong quy trình kinh doanh của họ để giảm thiểu chi phí hoạt động.

Theo công ty tư vấn quản lý toàn cầu AT Kearney trong Chỉ số địa giới dịch vụ toàn cầu 2009 (GSLI), 7 trong số 10 địa điểm nhận gia công phần mềm lớn nhất là các quốc gia châu Á, bao gồm Ấn Độ, Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan, Philippines và Việt Nam. Và ba địa điểm khác là Chile và hai cái tên mới nổi Ai Cập và Jordan. Đây là 10 quốc gia hàng đầu trong lĩnh vực gia công phần mềm.

Trong số 10 điểm nhận này, Ấn Độ chiếm khoảng 60-70% thị phần gia công phần mềm thế giới nhờ lực lượng chuyên gia có khả năng nói tiếng Anh và có trình độ tốt (khoảng 200.000 sinh viên IT tốt nghiệp mỗi năm), và một cơ sở hạ tầng phát triển mạnh mẽ. Ấn Độ chủ yếu được chọn để làm gia công chủ yếu trong lĩnh vực tổng hợp BPO và một vài công việc nghiên cứu và triển khai từ các tập đoàn lớn nhờ lực lượng lao động có đào tạo và có kỹ năng. Các quốc gia khác thường được chọn để thực hiện các quy trình hay nhiệm vụ đơn giản hơn như lắp ráp, coding, kiểm định, viết phần mềm gia công và các dịch vụ BPO đơn giản khác nhờ có sự kết hợp giữa môi trường kinh doanh tốt và chi phí thấp hơn so với Ấn Độ.

Mặc dù Việt nam đã nhanh chóng trở thành 1 trong những thị trường gia công phần mềm lớn nhất thế giới, Việt Nam đang phải đối mặt với một số trở ngại lớn có thể cản trở sự tăng trưởng của hoạt động nhận gia công phần mềm, đó là tình trạng nguồn nhân lực có tay nghề không nhiều, và cơ sở hạ tầng IT còn yếu. Theo VNNIC, tổng số nhân công trong lĩnh vực công nghệ thông tin hiện nay là khoảng 150,000 người với khoảng 25,000 sinh viên IT tốt nghiệp từ các trường đại học, cao đẳng và dạy nghề mỗi năm, con số này là quá thấp. Và cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin ở Việt nam vẫn còn lạc hậu so với các quốc gia khác trong khu vực như Malaysia hay Thái Lan.

Mặc dù vậy, với những trường đào tạo về công nghệ thông tin mới mở như Đại học FPT và tình trạng hạ tầng công nghệ thông tin được cải thiện dần, chúng tôi tin tưởng rằng ngành gia công phần mềm ở Việt nam tiếp tục tăng trưởng 2 con số trong vài năm tới.

Tuy vậy, với hơn 200 công ty tham gia gia công phần mềm với quy mô nhân công bình quân khoảng 150 – 200 người/công ty, chúng tôi nghĩ rằng lĩnh vực gia công phần mềm phải được tập trung hơn. Và chúng tôi cho rằng việc tập trung này sẽ diễn ra từ từ trong khoảng chục năm tới với FPT là công ty dẫn dắt thị trường.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh

Tổng thể

Danh tiếng tốt trong lĩnh vực công nghệ và viễn thông;

Lĩnh vực kinh doanh then chốt mạnh và sẽ tăng trưởng cùng cả ngành công nghệ và viễn thông Việt Nam;

Tình hình tài chính đủ mạnh để hỗ trợ mức tăng trưởng cao.

Tích hợp hệ thống

Quan hệ tốt với các cơ quan chính phủ

Gia công phần mềm

Có nguồn nhân lực tay nghề cao là các sinh viên tốt nghiệp Đại học FPT;

Đạt chứng chỉ CMMI-5, mức cao nhất về quản trị chất lượng dành cho các công ty gia công phần mềm. FPT là công ty Việt Nam đầu tiên đạt được chứng chỉ CMMI-5.

Viễn thông

Hạ tầng mạnh và các dự án đầu tư hạ tầng (đường trục Bắc - Nam, đường trục kết nối quốc tế).

Thương mại

Hệ thống phân phối trải rộng toàn quốc;

Danh tiếng tốt, hệ thống bảo hành mạnh, và có công ty phần mềm có thể đóng góp giá trị vào sản phẩm điện thoại thương hiệu FPT.

Điểm yếu

Mặc dù ban giám đốc và HĐQT đã được tách biệt, vai trò của ban kiểm soát vẫn chưa rõ ràng.

Cơ hội

Luật Công nghệ thông tin mới cho phép khu vực tư nhân được đầu tư và sở hữu hơn 50% hạ tầng viễn thông mở ra cơ hội cho FPT gia tăng tỷ lệ nắm giữ FPT Telecom hoặc thực hiện việc mua bán sáp nhập trong ngành viễn thông để tăng thị phần và mở rộng mạng lưới.

Thách thức

Thay đổi chiến lược cả trong cấu trúc công ty và trong lĩnh vực kinh doanh then chốt: FPT đang tự cấu trúc theo mô hình công ty đầu tư và theo đuổi một chiến lược tương tự như chiến lược của SBI và Rakuten (Nhật bản). Rủi ro ở đây là có thể FPT sẽ thấy việc tăng trưởng dựa trên mua bán, sáp nhập công ty hoặc đầu tư tài chính dễ dàng hơn là phát triển các lĩnh vực kinh doanh chính. Như vậy, nguồn lực của FPT có thể sẽ bị phân tán hoặc không đủ.

Tóm lược tình hình tài chính của FPT

Các số liệu tài chính tóm tắt	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu (triệu đồng)	18,422,051	23,221,595	27,671,549	32,800,778	38,820,974	46,189,443
Tăng trưởng doanh thu (%)	12.1%	26.1%	19.2%	18.5%	18.4%	19.0%
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	1,405,874	1,820,764	2,212,269	2,795,696	3,494,488	4,381,797
Tăng trưởng LN sau thuế (%)	33.8%	29.5%	21.5%	26.4%	25.0%	25.4%
EPS (đồng)	7,498	6,620	7,983	10,121	11,765	13,617
Tăng trưởng EPS (%)	192.4%	-11.7%	20.6%	26.8%	16.2%	15.7%
BVPS (đồng)	21,249	30,992	32,162	38,023	42,993	48,984
Tăng trưởng BVPS (%)	4.5%	45.9%	3.8%	18.2%	13.1%	13.9%
DOANH THU & TĂNG TRƯỞNG DOANH THU	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần (LHS)	18,404,026	23,221,595	27,671,549	32,800,778	38,820,974	46,189,443
Tăng trưởng doanh thu (RHS) (%)	12.3%	26.2%	19.2%	18.5%	18.4%	19.0%
Số cổ phiếu bình quân	141,162,074	168,163,086	198,638,099	205,586,099	224,739,606	240,419,113
Số cổ phiếu đang lưu hành	141,162,074	195,164,099	202,112,099	209,060,099	240,419,113	240,419,113
KẾT QUẢ KINH DOANH	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	18,404,026	23,221,595	27,671,549	32,800,778	38,820,974	46,189,443
EBITDA	2,017,127	2,629,365	3,274,150	4,201,303	5,336,748	6,856,169
Khấu hao	209,906	360,164	506,554	729,887	1,040,537	1,473,045
EBIT	1,807,221	2,269,200	2,767,596	3,471,416	4,296,211	5,383,125
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	187,941	268,580	205,914	243,600	225,591	262,680
Trả lãi vay	109,699	-	-	-	-	-
Lợi nhuận từ HĐKD	1,594,487	2,170,825	2,599,565	3,276,330	4,068,706	5,116,705
Lợi nhuận khác	33,368	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1,697,522	2,269,200	2,767,596	3,471,416	4,296,211	5,383,125
Thuế thu nhập doanh nghiệp	291,648	448,436	555,327	675,720	801,724	1,001,327
Thuế thu nhập DN hoãn lại	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	1,405,874	1,820,764	2,212,269	2,795,696	3,494,488	4,381,797
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tiền mặt	2,310,510	4,985,472	5,274,826	5,917,898	4,954,070	5,675,944
Đầu tư ngắn hạn	619,749	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	2,545,660	2,942,641	3,506,539	4,156,515	4,919,394	5,853,126
Tồn kho	1,426,043	2,322,160	2,767,155	3,280,078	3,882,097	4,618,944
Tài sản ngắn hạn khác	776,651	928,864	1,106,862	1,312,031	1,552,839	1,847,578
Tài sản cố định hữu hình	1,023,900	1,244,000	1,781,064	2,495,287	3,457,189	4,765,418
Tài sản cố định vô hình	231,520	244,550	271,992	305,426	345,852	395,004
Các khoản đầu tư dài hạn	909,809	777,500	1,220,875	1,414,406	1,644,592	1,918,717
Tài sản dài hạn khác	545,427	453,972	498,472	549,764	609,966	683,651
Tổng tài sản	10,389,270	13,899,158	16,427,784	19,431,404	21,365,999	25,758,382
Nợ/phải trả ngắn hạn	4,765,833	5,579,633	6,648,858	7,881,298	9,327,817	11,098,297
Nợ ngắn hạn có chịu lãi	2,234,117	2,580,177	3,074,617	3,644,531	4,313,442	5,132,160
Nợ/phải trả dài hạn	1,911,660	1,800,000	1,800,000	1,800,000	-	-
Nợ dài hạn có chịu lãi	1,892,099	1,800,000	1,800,000	1,800,000	-	-
Vốn chủ sở hữu	2,999,501	5,211,703	6,388,639	7,817,010	9,662,232	11,776,671
Các quỹ ngoài vốn chủ sở hữu	2,750	57,014	57,014	57,014	57,014	57,014
Tổng nguồn vốn	9,679,743	12,648,349	14,894,511	17,555,322	19,047,063	22,931,981

Các chỉ số cơ bản	2009	2010	2011	2012	2013	2014
P/E (theo giá mục tiêu)	11.76	13.32	11.04	8.71	7.49	6.47
P/B (theo giá mục tiêu)	4.15	2.84	2.74	2.32	2.05	1.80
Tăng trưởng EBITDA (%)	31.3%	30.4%	24.5%	28.3%	27.0%	28.5%
Tỷ suất EBITDA (%)	11.0%	11.3%	11.8%	12.8%	13.7%	14.8%
Tăng trưởng EBIT (%)	32.8%	25.6%	22.0%	25.4%	23.8%	25.3%
Tỷ suất EBIT (%)	9.8%	9.8%	10.0%	10.6%	11.1%	11.7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	33.8%	29.5%	21.5%	26.4%	25.0%	25.4%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)	7.6%	7.8%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
ROE (%)	46.9%	34.9%	34.6%	35.8%	36.2%	37.2%
ROA (%)	13.5%	13.1%	13.5%	14.4%	16.4%	17.0%

Tóm tắt kết quả hoạt động kinh doanh phân theo khu vực*Tích hợp hệ thống*

<i>Đơn vị tính: triệu đồng</i>	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Doanh thu thuần	2,994,634	3,592,140	4,200,085	4,816,349	5,625,931	6,703,497
Giá vốn	2,302,362	2,738,232	3,195,096	3,599,096	4,120,993	4,805,762
Lợi nhuận gộp	692,272	853,908	1,004,989	1,217,253	1,504,938	1,897,735
Doanh thu tài chính	25,474	23,078	23,476	26,921	31,446	37,469
Chi phí tài chính	41,869	44,692	52,255	59,923	69,995	83,401
Chi phí bán hàng	125,499	161,646	189,004	216,736	253,167	301,657
Chi phí quản lý	150,993	179,607	210,004	240,817	281,297	335,175
Lợi nhuận sau thuế từ HĐKD	399,385	491,042	577,202	726,699	931,926	1,214,971

Gia công phần mềm

<i>Đơn vị tính: triệu đồng</i>	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu thuần	1,051,486	1,527,732	2,138,332	2,995,060	4,067,068	5,575,460
Giá vốn	42,186	68,955	96,514	135,183	183,569	251,651
Lợi nhuận gộp	1,009,300	1,458,777	2,041,818	2,859,877	3,883,499	5,323,810
Doanh thu tài chính	-	-	-	-	-	-
Chi phí tài chính	-	-	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	299,674	443,042	620,116	868,567	1,179,450	1,616,883
Chi phí quản lý	410,080	595,815	833,950	1,168,073	1,586,156	2,174,430
Lợi nhuận sau thuế từ HĐKD	299,547	419,919	587,752	823,236	1,117,893	1,532,497

Viễn thông

<i>Đơn vị tính: triệu đồng</i>	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Doanh thu thuần	1,851,523	2,696,309	3,618,937	4,728,167	6,099,135	7,764,497
Giá vốn	693,992	1,009,506	1,362,158	1,789,097	2,320,023	2,953,502
Lợi nhuận gộp	1,157,531	1,686,803	2,256,779	2,939,070	3,779,113	4,810,995
Doanh thu tài chính	32,747	-	-	-	-	-
Chi phí tài chính	13,973	24,274	43,540	59,830	75,665	64,455
Chi phí bán hàng	96,893	142,904	191,804	250,593	323,254	388,225
Chi phí quản lý	537,695	815,810	1,166,752	1,595,241	2,140,756	2,762,549
Lợi nhuận sau thuế từ HĐKD	541,718	703,814	854,684	1,033,406	1,239,437	1,595,767

Hoạt động thương mại

<i>Đơn vị tính: triệu đồng</i>	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Doanh thu thuần	12,722,225	15,465,105	17,550,585	20,079,493	22,925,204	26,312,863
Giá vốn	11,736,816	14,140,118	16,039,910	18,330,782	20,906,389	23,971,345
Lợi nhuận gộp	985,409	1,324,987	1,510,675	1,748,712	2,018,814	2,341,518
Doanh thu tài chính	30,814	-	-	-	-	-
Chi phí tài chính	254,202	289,991	329,097	376,517	429,878	493,401
Chi phí bán hàng	227,249	293,837	351,012	421,669	504,354	605,196
Chi phí quản lý	187,877	228,884	280,809	341,351	412,654	499,944
Lợi nhuận sau thuế từ HĐKD	346,895	512,276	549,757	609,174	671,928	742,977

Danh sách các nhà dịch vụ cung cấp internet hiện nay (cập nhật vào ngày 30/5/2010)

STT	Tên công ty	Giấy phép kinh doanh	Loại hình được cấp phép	Ngày cấp phép	Ngày hết hạn	Tình trạng cung cấp dịch vụ	Dịch vụ VoIP	Chú thích
1	Viettel	1311/GP-BTTTT	IXP, ISP, OSP	21/09/2009	21/09/2019	✓	✓	Hạ tầng mạng
2	EVN-Telecom	563/GP-BTTTT	IXP, ISP, OSP	29/04/2009	31/03/2018	✓	✓	Hạ tầng mạng
3	Hanoi-Telecom	1267/GP-BTTTT	IXP, ISP, OSP	8/9/2009	8/9/2019	✓	×	Hạ tầng mạng
4	Saigon Postel (SPT)	106/GP-BTTTT	IXP, ISP, OSP	21/01/2009	21/01/2019	✓	✓	Hạ tầng mạng
5	FPT Telecom	1347/GP-BTTTT	IXP, ISP, OSP	28/09/2009	28/09/2019	✓	✓	Hạ tầng mạng
6	VNPT	1312/GP-BTTTT	IXP, ISP, OSP	21/09/2009	21/09/2019	✓	✓	Hạ tầng mạng
7	Vishipel	654/GP-BTTTT	ISP, OSP	19/05/2009	8/8/2015	✓	✓	Hạ tầng mạng
8	GTEL	1559/GP-BTTTT	IXP, ISP, OSP	22/10/2008	22/10/2018	Chưa cung cấp dịch vụ	×	Hạ tầng mạng
9	Indochina Telecom	1707/GP-BTTTT	IXP, ISP, OSP	12/11/2008	12/11/2018	Chưa cung cấp dịch vụ	✓	Hạ tầng mạng
10	CMC TI	448/GP-BTTTT	ISP	7/4/2009	7/4/2024	Chưa cung cấp dịch vụ		Giấy phép thiết lập hạ tầng mạng
11	SCTV	276/GP-BBCVT	ISP	20/03/2006	20/03/2021	✓	✓	Giấy phép thiết lập hạ tầng mạng
		139/GP-BTTTT	OSP	28/01/2010	28/10/2020	Chưa cung cấp dịch vụ		
12	Hanoi TV and radio (BTS)	362/GP-BBCVT	ISP	24/04/2007	24/04/2022	✓	×	Giấy phép thiết lập hạ tầng mạng
13	KASATI co.	839/GP-BTTTT	ISP, OSP	19/06/2009	5/6/2018	✓	✓	
14	Hop Thanh Co.	971/GP-BTTTT	ISP, OSP	15/07/2009	14/04/2015	✓	✓	
15	South Mekong Telecom (SMK)	693/GP-BTTTT	ISP, OSP	27/05/2009	6/7/2017	Chưa cung cấp dịch vụ	×	
16	Somonet Vietnam	715/GP-BTTTT	ISP, OSP	1/6/2009	1/6/2019	Chưa cung cấp dịch vụ	×	
17	New generation telecom (NGT)	760/GP-BTTTT	ISP, OSP	8/6/2009	2/8/2017	✓	✓	
18	VietLinks	446/GP-BTTTT	ISP, OSP	7/4/2009	7/4/2019	✓	✓	
19	ATI Vietnam	799/GP-BTTTT	ISP, OSP	12/6/2009	12/6/2019	✓	✓	Dịch vụ bắt đầu vào 25/9/2009
20	QTSC	1313/GP-BTTTT	ISP, OSP	21/09/2009	5/2/2017	✓	×	
21	Vietnam technology and telecom (VNTT)	1076/GP-BTTTT	ISP, OSP	5/8/2009	5/8/2019	✓	✓	Dịch vụ Internet bắt đầu vào ngày 7/9/2009, VoIP chưa thực hiện
22	QT Net	699/GP-BTTTT	ISP, OSP	28/05/2009	28/5/2019	✓	✓	
23	Vinh Hanh Co.	1561/GP-BTTTT	ISP, OSP	22/10/2008	22/10/2018	Chưa cung cấp dịch vụ	×	
24	SAVISY	794/GP-BTTTT	ISP, OSP	12/6/2009	12/6/2019	Chưa cung cấp dịch vụ	✓	
25	Viet Global Telecom	796/GP-BTTTT	ISP, OSP	12/6/2009	25/12/2018	Chưa cung cấp dịch vụ	✓	

STT	Tên công ty	Giấy phép kinh doanh	Loại hình được cấp phép	Ngày cấp phép	Ngày hết hạn	Tình trạng cung cấp dịch vụ	Dịch vụ VoIP	Chú thích
26	FTS	447/GP-BTTTT	ISP, OSP	7/4/2009	7/4/2019	Chưa đi vào hoạt động	√	
27	ADTEC	972/GP-BTTTT	ISP, OSP	15/07/2009	10/10/2018	√	√	Dịch vụ bắt đầu vào 4/5/2009
28	ODS	698/GP-BTTTT	ISP, OSP	28/5/2009	28/5/2019	√	√	Dịch vụ bắt đầu vào 20/11/2009
29	CMC-Telecom	629/GP-BTTTT	ISP, OSP	14/05/2009	21/01/2018	√	√	Dịch vụ bắt đầu vào 19/11/2009
30	Viettel-IDC	1346/GP-BTTTT	ISP, OSP	28/09/2009	28/09/2019	√	√	Dịch vụ bắt đầu vào 15/08/2009
31	Vietnam high-tech co.	619/GP-BTTTT	ISP	18/04/2008	18/04/2018	Chưa đi vào hoạt động	√	
		526/GP-BTTTT	OSP	23/04/2009	23/04/2019			
32	OCI	1939/GP-BTTTT	ISP	25/12/2008	25/12/2018	√	×	
33	VIT Telecom	1188/GP-BTTTT	ISP	24/08/2009	24/08/2019	Chưa đi vào hoạt động	×	
34	DTS	205/GP-BTTTT	ISP	17/02/2009	17/02/2019	Chưa đi vào hoạt động	√	
35	NetNam	700/GP-BTTTT	ISP	28/05/2009	14/12/2014	√	×	
36	GDS	500/GP-BTTTT	ISP	20/4/2009	20/4/2019	√	×	
37	Hanel telecom	451/GP-BTTTT	ISP	8/4/2009	27/10/2018	Chưa đi vào hoạt động	×	
38	Vina data services	502/GP-BTTTT	ISP	20/04/2009	14/02/2018	Chưa đi vào hoạt động	×	
39	PAMANET	1879/GP-BTTTT	ISP	16/12/2008	16/12/2018	Chưa đi vào hoạt động	×	
40	24h online Promo	630/GP-BTTTT	OSP	14/05/2009	19/09/2017	Chưa đi vào hoạt động	√	
41	P.A Vietnam	887/GP-BTTTT	OSP	30/06/2009	11/10/2017	Chưa đi vào hoạt động	×	
42	IT services Co. (G.O.L)	751/GP-BTTTT	OSP	3/6/2009	3/6/2019	Chưa đi vào hoạt động	√	
43	Vietnam star	1681/GP-BTTTT	OSP	10/11/2008	10/11/2018	Chưa đi vào hoạt động	×	
44	Vinagame	504/GP-BTTTT	OSP	20/04/2009	28/12/2017	√	√	
45	OSB	541/GP-BTTTT	OSP	27/04/2009	27/04/2019	Chưa đi vào hoạt động	√	
46	Tien Ve telecom	1017/GP-BTTTT	OSP	23/07/2009	1/3/2017	√	√	
47	HQBC	1572/GP-BTTTT	OSP	24/10/2008	24/10/2018	Chưa đi vào hoạt động	×	
48	Yeu The Thao Jsc.	820/GP-BTTTT	OSP	16/06/2009	16/6/2019	Chưa đi vào hoạt động	×	
49	Tien Thinh Global technology	795/GP-BTTTT	OSP	12/6/2009	25/06/2018	√	√	
50	Ich Phương telecom	105/GP-BTTTT	OSP	21/01/2009	21/01/2019	√	√	
51	Inet	1230/GP-BTTTT	OSP	31/08/2009	31/08/2019	Chưa đi vào hoạt động	???	
52	SMART MEDIA	128/GP-BTTTT	OSP	4/2/2009	4/2/2019	Chưa đi vào hoạt động	√	

STT	Tên công ty	Giấy phép kinh doanh	Loại hình được cấp phép	Ngày cấp phép	Ngày hết hạn	Tình trạng cung cấp dịch vụ	Dịch vụ VoIP	Chú thích
53	Lac Viet	110/GP-BTTTT	OSP	22/01/2009	22/01/2019	Chưa đi vào hoạt động	✓	
54	SNLINK	628/GP-BTTTT	OSP	14/05/2009	8/9/2018	Chưa đi vào hoạt động	✓	
55	VNWS	1539/GP-BTTTT	OSP	16/10/2008	16/10/2018	✓	×	
56	VDC-Net2E	1553/GP-BTTTT	OSP	21/10/2008	21/10/2018	✓	✓	Dịch vụ bắt đầu vào 10/10/2009
57	South Telecom	1345/GP-BTTTT	OSP	28/09/2009	12/9/2016	✓	✓	
58	SaigonTel	1362/GP-BTTTT	ISP, OSP	30/09/2009	19/09/2017	✓	×	
59	SEI	563/GP-BBCVT	OSP	19/06/2007	19/06/2017	Chưa đi vào hoạt động	×	
60	Mat Bao	1683/GP-BTTTT	OSP	1/12/2009	5/1/2017	✓	✓	
61	PI Media	568/GP-BBCVT	OSP	20/06/2007	20/06/2017	✓	×	
62	IP telecom	793/GP-BBCVT	OSP	2/8/2007	2/8/2017	✓	✓	
63	Thuan Thao	302/GP-BBCVT	ISP	31/06/2006	31/03/2016	Chưa đi vào hoạt động	✓	
		411/GP-BBCVT	OSP	3/5/2006	3/5/2016	✓		
64	Dat Thinh Co.	312/GP-BBCVT	OSP	6/4/2006	6/4/2016	✓	✓	
65	International telecom network Co.	1684/GP-BTTTT	OSP	1/12/2009	19/03/2018	✓	✓	
66	AVA	501/GP-BTTTT	OSP	31/03/2008	31/03/2018	Chưa đi vào hoạt động	✓	
67	VTC	484/GP-BBCVT	ISP	29/05/2006	29/05/2016	✓	✓	
		592/GP-BBCVT	IXP	29/06/2007	29/06/2017			
		524/GP-BBCVT	OSP	14/06/2006	14/06/2016			
68	Incomnet	04/GP-BBCVT	OSP	3/1/2007	3/1/2017	✓	✓	
69	Chau Phong IT Co.	10/GP-BBCVT	OSP	5/1/2007	5/1/2017	✓	✓	
70	ASAO Co.	696/GP-BTTTT	OSP	7/5/2008	7/5/2018	Chưa đi vào hoạt động	✓	
71	Telecom 388 Co.	298/GP-BTTTT	OSP	22/10/2007	22/10/2017	Chưa đi vào hoạt động	✓	
72	Duong Quoc Co.	1348/GP-BTTTT	OSP	8/9/2008	8/9/2018	Chưa đi vào hoạt động	×	
73	GNET	990/GP-BTTTT	OSP	7/7/2008	7/7/2018	Chưa đi vào hoạt động	×	
74	NEO	1200/GP-BBCVT	OSP	18/11/2005	18/11/2015	✓	×	
75	V-SOFT	991/GP-BTTTT	OSP	7/7/2008	7/7/2018	Chưa đi vào hoạt động	✓	
76	Global Information solutions	1410/BTTTT-VT	OSP	7/10/2009	7/10/2019	✓	✓	Dịch vụ bắt đầu vào 20/11/2009

STT	Tên công ty	Giấy phép kinh doanh	Loại hình được cấp phép	Ngày cấp phép	Ngày hết hạn	Tình trạng cung cấp dịch vụ	Dịch vụ VoIP	Chú thích
77	HLTEL	138/GP-BTTTT	ISP, OSP	28/01/2010	6/10/2019	Chưa đi vào hoạt động	√	
78	IPCOMS JSC	1641/GP-BTTTT	ISP	23/11/2009	23/11/2019	Chưa đi vào hoạt động		
79	VIETNAMNET INCOM	1656/GP-BTTTT	ISP, OSP	26/11/2009	26/11/2019	√		Dịch vụ bắt đầu vào 1/5/2010
80	Vien Tin international telephone	1659/GP-BTTTT	OSP	26/11/2009	26/11/2019	√	√	Dịch vụ bắt đầu vào 20/5/2010
81	GTSC.,Corp	1845/GP-BTTTT	ISP, OSP	24/12/2009	24/12/2019	Chưa đi vào hoạt động		
82	CCV Co.,LTD	122/GP-BTTTT	ISP	23/01/2009	23/01/2019	Chưa đi vào hoạt động		
83	L.C.S	137/GP-BTTTT	ISP, OSP	28/01/2010	28/01/2020	Chưa đi vào hoạt động		
84	HungPhatInvestment & Development co.	432/GP-BTTTT	OSP	1/4/2010		√		Dịch vụ bắt đầu vào 7/5/2010
85	Mega data online Co.	262/GP-BTTTT	ISP	25/02/2010	25/02/2020	√		Dịch vụ bắt đầu vào 16/5/2010

Thị phần thuế bao bằng thống rộng

Thị phần thuế bao bằng thống rộng (tính theo số thuế bao) của các ISP

	1/2009	2/2009	3/2009	4/2009	5/2009	6/2009	7/2009	8/2009	9/2009	10/09	11/09	12/09	1/2010	2/2010	3/2010	4/2010
Hanoi-Telecom	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Viettel	10.26	10.60	10.92	11.40	11.49	12.76	12.31	12.33	11.87	11.87	11.79	11.64	11.64	11.60	10.62	10.76
OCI	0.27	0.01	0.20	0.16	0.16	0.07										
SPT	1.98	1.97	1.99	1.99	2.22	2.10	2.13	2.15	2.14	2.15	2.14	2.14	2.14	2.30	2.12	2.09
Netham	1.13	1.14	1.13	1.13	1.13	1.14	1.12	1.13	1.13	1.13	1.14	1.14	1.14	1.14	1.13	1.12
FPT	8.34	8.41	8.51	8.66	8.64	8.70	8.21	8.19	8.96	8.96	8.98	9.09	9.09	9.03	10.09	9.89
VNPT	76.62	76.46	75.81	75.19	74.84	73.65	72.59	72.57	74.22	74.21	74.23	74.25	74.25	74.26	74.26	74.25
NGT	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
EVN Telecom	1.29	1.31	1.32	1.34	1.35	1.39	3.39	3.37	1.39	1.40	1.42	1.42	1.42	1.34	1.43	1.45
QTSC	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
CMC Telecom	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04
VTC	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
SCTV					0.04	0.05	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	0.16	0.17	0.19	0.25
QTNET						0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
VISHIPEL			0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01			
ADTEC																0.03
Khác	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.04	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04	0.03

(Nguồn: VNNIC)

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: infor@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn