

# CÔNG TY CỔ PHẦN FPT (FPT)

Tháng 2 năm 2014

## BÁO CÁO CÔNG TY LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (20/2/2014)	(đồng)	57.000
Giá mục tiêu	(đồng)	63.000
Mã Bloomberg: <b>FPT VN</b>	Sàn niêm yết: HSX	
Ngành:	Công nghệ thông tin	
Bêta:		0,92
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần (đồng):		59.000/34.500
Số lượng cổ phiếu (triệu):		275
Vốn hóa (tỷ đồng):		15.687
Tỷ lệ free-float		68%
KLGDBQ 12 tháng:		292.663
Sở hữu nước ngoài (%)		49%

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS
2013	4,2%	5.858
2012	5,7%	5.665
2011	4,0%	6.276

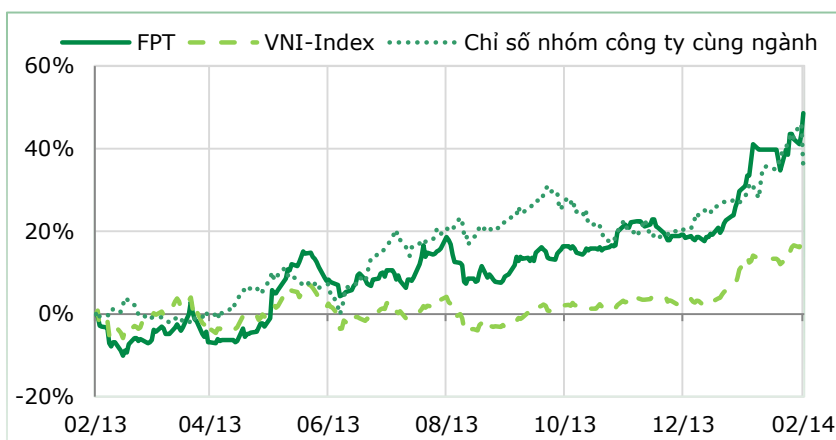
Chỉ số tài chính	FPT	Cùng ngành	VNI
2014 P/E	7,9x	20,2x	12,2x
2014 P/B	1,8x	2,7x	2,1x
Nợ / VCSH	58,6%	37,1%	113,3%
Biên lợi nhuận	5,7%	9,3%	9,5%
ROE	24,0%	10,8%	14,6%
ROA	13,0%	6,5%	3,3%

### Giới thiệu về công ty:

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

Các mảng kinh doanh chính bao gồm dịch vụ viễn thông (chiếm 11% trên tổng doanh thu vào năm 2013), nội dung số (3%), tích hợp hệ thống (10%), phát triển phần mềm (10%), dịch vụ CNTT (3%), giáo dục (2%), và phân phối và bán lẻ sản phẩm CNTT (61%).

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



Trong báo cáo lần đầu của CTCP FPT (FPT), chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** và kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận (gồm giá và lãi cổ tức) ở mức 14,0% dựa trên những luận điểm sau:

- ❖ Ngành Công nghệ Thông tin (CNTT) của Việt Nam có nhiều tiềm năng tăng trưởng tốt, đặc biệt là mảng viễn thông, nội dung số, phát triển phần mềm và bán lẻ. Dự kiến ngành sẽ đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm là 14,1% từ năm 2012 đến năm 2017.
- ❖ FPT hiện đang là công ty dẫn đầu trong ngành CNTT của Việt Nam, công ty duy nhất có danh mục kinh doanh trải rộng nhiều dịch vụ, và là đối tác gia công phần mềm và dịch vụ CNTT đáng tin cậy.
- ❖ Mô hình định giá DCF của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 63.000 đồng, với mức tăng giá dự kiến là 10,5% so với giá đóng cửa ngày 20 tháng 2 năm 2014 là 57.000 đồng. Chúng tôi cũng dự đoán lãi cổ tức trong năm 2014 sẽ đạt 3,5%.
- ❖ Từ đầu năm đến nay, giá cổ phiếu FPT đã tăng 21% và đang tiến sát tới giá mục tiêu mà chúng tôi đề ra. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu này.
- ❖ FPT đang giao dịch ở mức P/E năm 2014 là 7,9 lần và P/B năm 2014 là 1,8 lần, đây là mức khá rẻ so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

# NỘI DUNG

I. TỔNG QUAN NGÀNH .....	3
1. NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN VIỆT NAM.....	3
Dịch vụ Internet băng thông rộng .....	4
Nội dung số (quảng cáo, game và thương mại điện tử) .....	6
Quảng cáo trực tuyến .....	7
Game trực tuyến.....	9
Thương mại điện tử.....	10
Dịch vụ CNTT .....	12
Bán lẻ sản phẩm CNTT .....	14
2. KHUNG PHÁP LÝ.....	16
3. KẾT LUẬN.....	17
II. CÔNG TY .....	18
1. VỊ THẾ CÔNG TY .....	18
2. TỔ CHỨC VÀ QUẢN LÝ .....	20
3. CƠ CẤU CỔ ĐÔNG.....	23
4. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.....	24
5. PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH .....	26
Dịch vụ viễn thông (Viễn thông FPT) .....	26
Nội dung số.....	28
Tích hợp hệ thống (FPT IS) .....	30
Dịch vụ tin học (FPT SC) .....	32
Phát triển phần mềm (FSoft) .....	32
Phân phối (FTG).....	34
Bán lẻ.....	36
Giáo dục .....	37
III. XU HƯỚNG CHIẾN LƯỢC .....	38
ĐẦU TƯ VÀ MỞ RỘNG CHO TƯƠNG LAI.....	38
MỞ RỘNG THỊ TRƯỜNG QUỐC TẾ .....	38
IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH .....	39
TĂNG TRƯỞNG .....	39
KHẢ NĂNG SINH LỜI VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG.....	40
HỆ SỐ THANH TOÁN NỢ VÀ THANH KHOẢN.....	41
V. ĐỊNH GIÁ .....	42
1. CÁC GIẢ ĐỊNH DỰ BÁO .....	42
2. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DCF.....	44
3. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ SO SÁNH .....	45
4. PHÂN TÍCH KỸ THUẬT.....	47
VI. KẾT LUẬN.....	48

# I. TỔNG QUAN NGÀNH

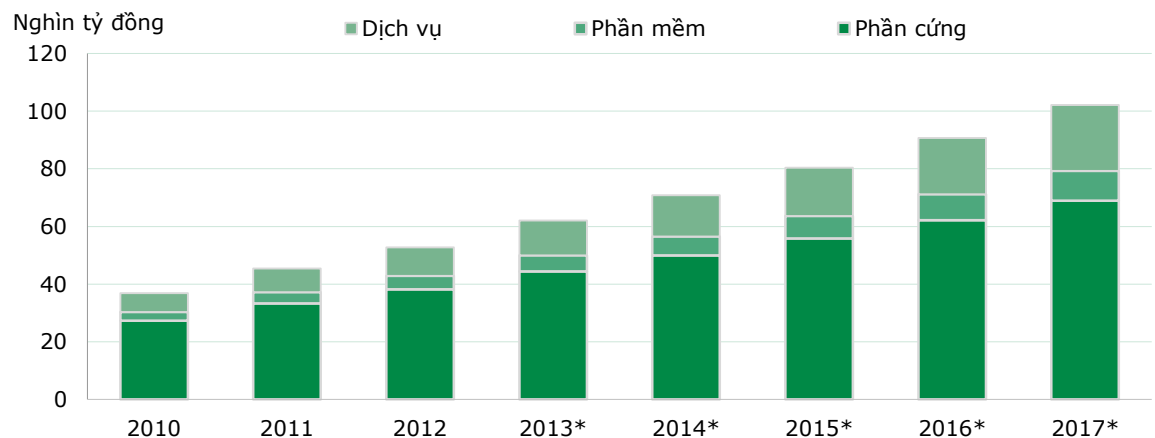
## 1. NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN VIỆT NAM

Việt Nam là một trong những thị trường CNTT phát triển nhanh nhất trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương, với tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 14,1% trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2017.

Ngành Công nghệ Thông tin (CNTT) của Việt Nam chứng kiến nhiều thay đổi trong những năm vừa qua. Mới năm 2003, Việt Nam chỉ ghi nhận năm trong số 100 hộ gia đình sở hữu máy tính; Internet tại thời điểm đó mới chỉ là một khái niệm mới đối với phần lớn dân số ở Việt Nam. Đến năm 2012, tỷ lệ thâm nhập máy tính của Việt Nam đã tăng lên đến 18,8% và số người sử dụng Internet trong nước đã lên tới 31 triệu, chiếm 35% dân số, dựa theo số liệu được cung cấp bởi Bộ Thông tin và Truyền thông (TTTT). Ngoài ra, tổ chức Business Monitor Intelligence (BMI) dự báo Việt Nam sẽ là một trong những thị trường CNTT phát triển nhanh nhất trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương (APAC) trong trung hạn. Mặc dù kinh tế Việt Nam gần đây đã trải qua suy thoái, BMI ước tính tổng doanh thu của thị trường CNTT Việt Nam sẽ đạt 62 nghìn tỷ đồng trong năm 2013, đạt tốc độ tăng trưởng 17,6% so với năm trước. Ngoài ra, BMI cũng dự báo tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 14,1% cho thị trường CNTT Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2017.

Doanh thu của thị trường CNTT Việt Nam

Tỷ đồng	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013*	Năm 2014*	Năm 2015*	Năm 2016*	Năm 2017*	2012-2017 CAGR
Phần cứng	27.305	33.372	38.261	44.389	49.939	55.877	62.161	68.935	12,5%
Phần mềm	3.051	3.868	4.630	5.610	6.593	7.708	8.961	10.378	17,5%
Dịch vụ	6.542	8.165	9.882	12.083	14.303	16.814	19.624	22.812	18,2%
Tổng	36.898	45.405	52.773	62.082	70.835	80.399	90.746	102.125	14,1%
% của GDP	1,9%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	



(\*) số liệu ước tính. Nguồn: BMI Báo cáo ngành CNTT Việt Nam Q4/2012

Các công ty CNTT tại Việt Nam ngày càng uy tín trên các thị trường quốc tế.

Về lĩnh vực dịch vụ CNTT, các công ty CNTT tại Việt Nam không chỉ có khả năng đáp ứng nhu cầu của khách hàng trong nước, đặc biệt là các cơ quan nhà nước và các tổ chức tài chính, mà còn là nhà thầu được ưa chuộng cho các dự án gia công phần mềm thuê ngoài của khách hàng quốc tế. Theo Sách trắng CNTT năm 2013 của Nhật Bản, Việt Nam là đối tác được ưa chuộng nhất của các doanh nghiệp CNTT Nhật Bản, với 31,5% số phiếu bầu, tiếp theo là Ấn Độ (20,6%) và Trung Quốc (16,7%).

Do tỷ lệ thâm nhập Internet và máy tính vẫn còn thấp, Việt Nam là một thị trường đầy tiềm năng trong việc tiêu thụ phần cứng máy tính và các thiết bị điện thoại thông minh trong cả trung và dài hạn.

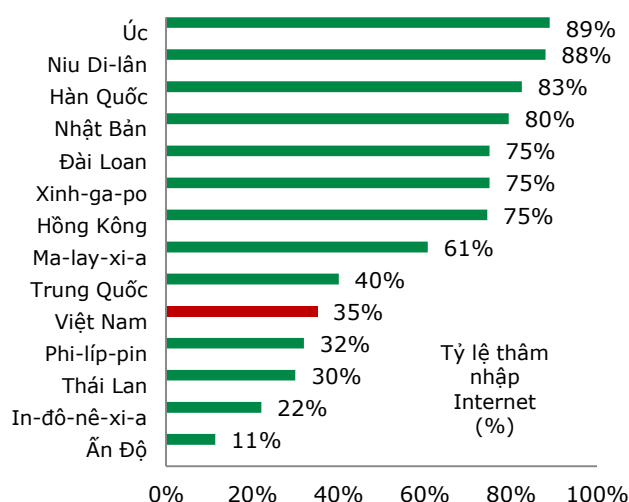
## Dịch vụ Internet băng thông rộng

Theo Thống kê Internet Quốc tế, vào tháng 6 năm 2012, Việt Nam vẫn là nước có tỷ lệ thâm nhập Internet thấp thứ năm trong khu vực Châu Á. Chúng tôi tin rằng chỉ số này phản ánh khả năng tăng trưởng tốt của ngành trong dài hạn.

### Tỷ lệ thâm nhập Internet của các nước Châu Á

Quốc gia	Số người dùng Internet (triệu)	Tỷ lệ thâm nhập (%)
Úc	20	89%
Niu Di-lân	4	88%
Hàn Quốc	40	83%
Nhật Bản	101	80%
Xinh-ga-po	4	75%
Đài Loan	18	75%
Hồng Kông	5.329	75%
Ma-lay-xi-a	18	61%
Trung Quốc	538	40%
Việt Nam	31	35%
Phi-líp-pin	34	32%
Thái Lan	20	30%
In-đô-nê-xi-a	55	22%
Ấn Độ	137	11%

Nguồn: Internet World Stats – 06/2012



Nguồn: Internet World Stats – 06/2012

*Tỷ lệ thâm nhập Internet tại Việt Nam đạt 35% vào cuối năm 2012, khu vực nông thôn vẫn là một thị trường tiềm năng đang chờ khai thác.*

Bộ TTTT ước tính tổng doanh thu của lĩnh vực dịch vụ Internet trong năm 2012 là 475 triệu USD, với CAGR là 10,0% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2012. Ngoài ra, theo số liệu được cung cấp bởi Trung tâm Internet Việt Nam (VNNIC), có khoảng 31,5 triệu người sử dụng Internet (chiếm 35,1% tổng dân số) tại Việt Nam vào cuối năm 2012, tăng 2,5%, so với mức tăng trưởng 14,1% trong năm 2011 và 17,6% trong năm 2010. Xu hướng tăng trưởng chậm lại này phần nào phản ánh sự bão hòa của quá trình thâm nhập Internet tại các thành phố và đô thị lớn. Khu vực nông thôn sẽ là nhân tố thúc đẩy sự tăng trưởng số lượng người dùng Internet tại Việt Nam.

Trong trung và dài hạn, chúng tôi tin rằng sự tăng trưởng của độ phủ băng thông rộng cố định của Việt Nam (cần đến thiết bị máy tính) sẽ phụ thuộc vào ba yếu tố vĩ mô chính:

- Số lượng các dự án cơ sở hạ tầng CNTT đề ra bởi Chính phủ Việt Nam và các công ty chủ chốt (Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam, Tập đoàn Viettel, Tập đoàn FPT) để cải thiện tình hình cơ sở hạ tầng CNTT tại Việt Nam;
- Sự tăng trưởng tổng sản phẩm nội địa (GDP) trên đầu người của Việt Nam sẽ kéo theo sự gia tăng về nhu cầu dịch vụ băng thông rộng cố định của các hộ gia đình trong nước cho mục đích phổ thông và giáo dục; và

- Khả năng chi trả cho máy tính (máy tính xách tay và máy tính để bàn) và các thiết bị giúp kết nối Wifi (modem, router, dây cáp) đang ngày một tăng trong khi gần đây giá bán lẻ của thiết bị CNTT toàn cầu có xu hướng giảm.

#### Thống kê các phân khúc người sử dụng Internet tại Việt Nam

Các phân khúc	% Người sử dụng		Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012
<b>Tuổi</b>					
15 - 24	95%	Hộ gia đình có máy tính (nghìn)	3.371	3.737	4.365
25 - 34	70%	% bình quân đầu người	14,8%	16,2%	18,8%
35 - 49	35%	Bảng thông quốc tế trên mỗi người sử dụng (Mbits/s)	4.849	10.685	11.726
5 - 64	18%	% tăng trưởng	17,6%	120,4%	9,7%
<b>Thiết bị</b>					
Máy tính để bàn	81%				
Máy tính xách tay	47%				
Điện thoại di động	56%				
Máy tính bảng	4%				
<b>Tần suất sử dụng</b>					
Mỗi ngày	66%				
Nhiều lần mỗi tuần	24%				
Một lần mỗi tuần	2%				
Vài lần mỗi tháng	3%				
Một lần mỗi tháng	1%				
Ít thường xuyên	4%				

Nguồn: Asia Digital Marketing Association (ADMA)

Nguồn: Bộ TTTT

FPT là một trong năm nhà cung cấp dịch vụ băng thông rộng cố định hàng đầu tại Việt Nam, với 26,8% thị phần trong năm 2013.

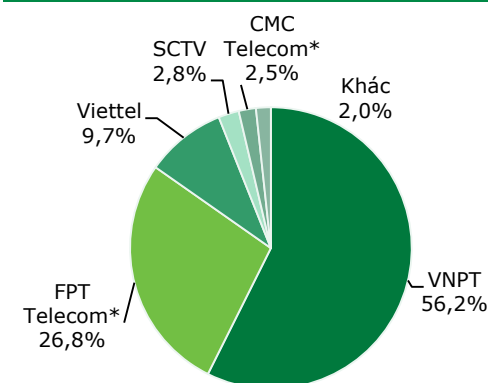
Thị trường của phân khúc Internet băng thông rộng cố định khá tập trung với năm doanh nghiệp đầu ngành (chiếm thị phần hơn 98% từ năm 2011 cho tới nay). Trong năm 2013, VNPT dẫn đầu thị trường với 56,2% thị phần, tiếp theo là FPT (26,8%) và Viettel (9,7%). Ở cấp độ doanh nghiệp, chúng tôi tin tốc độ tăng trưởng hai con số có thể đạt được thông qua việc phân chia lại thị phần giữa các công ty đầu ngành. Ví dụ, thị phần của Công ty Viễn thông FPT tăng từ 22,3% trong năm 2011 lên tới 26,8% trong năm 2013, trong khi VNPT giảm từ 63,2% xuống 56,2% trong cùng kỳ.

#### Các công ty cung cấp dịch vụ băng thông rộng cố định hàng đầu

Tên	Vùng phủ	Loại
VNPT	Tất cả các tỉnh thành	ADSL, FTTX, kênh thuê riêng
Công ty Viễn thông FPT	54 / 63 tỉnh thành	ADSL, FTTX, kênh thuê riêng
Viettel	Tất cả các tỉnh thành	ADSL, FTTX, kênh thuê riêng
SCTV	9 / 63 tỉnh thành	CATV, FTTX, kênh thuê riêng
Công ty Viễn thông CMC	Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Hải Phòng, Bình Dương	CATV, FTTX, kênh thuê riêng

(\*): công ty con của công ty niêm yết  
Nguồn: VPBS tổng hợp

#### Thị phần băng thông rộng của các doanh nghiệp hàng đầu (năm 2013)



(\*): công ty con của công ty niêm yết  
Nguồn: Cục Viễn Thông (VNTA)

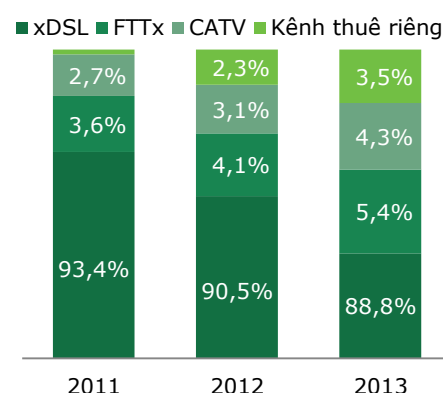
Các thuê bao của dịch vụ băng thông rộng cố định có thể được chia thành bốn nhóm:

- Kênh thuê bao số (xDSL): Internet băng thông rộng cơ bản dựa trên mạng điện thoại địa phương để truyền dữ liệu kỹ thuật số.
- Internet cáp quang (FTTx): Internet băng thông rộng sử dụng công nghệ cáp quang cho tốc độ tải lên và tải xuống nhanh hơn nhiều so với các dịch vụ xDSL truyền thống. Dịch vụ Internet cáp quang đắt hơn nhiều so với xDSL, với thuê bao rẻ nhất là 1.200.000 đồng mỗi tháng so với giá trung bình mỗi tháng của xDSL là 200.000 đồng.
- Cáp Internet (CATV): Internet băng thông rộng truyền dữ liệu kỹ thuật số trên cơ sở hạ tầng truyền hình cáp.
- Dịch vụ kênh thuê riêng: cổng kết nối Internet riêng biệt dành cho khách hàng có nhu cầu sử dụng khối lượng lớn Internet, đặc biệt ưa chuộng bởi các doanh nghiệp có yêu cầu băng thông cao.

#### Các loại thuê bao Internet băng thông rộng cố định

Số thuê bao (nghìn)	Năm 2011	Tăng trưởng (%)	Năm 2012	Tăng trưởng (%)	Năm 2013	Tăng trưởng (%)
xDSL	3.575	21,9%	4.321	20,9%	4.472	3,5%
FTTx	139	n/a	195	40,3%	280	43,6%
CATV	103	n/a	150	45,6%	222	48,0%
Kênh thuê riêng	12	n/a	109	808,3%	178	63,3%
Tổng	3.829	4.4%	4.775	24,7%	4.81	2,2%

Nguồn: Bộ TTTT, VNTA



Tại thời điểm này, xDSL vẫn là kênh kết nối Internet băng thông cố định phổ biến nhất do chi phí rẻ. Tuy nhiên, về lâu dài, FTTx và CATV sẽ được sử dụng rộng rãi hơn khi những cải thiện trong cơ sở hạ tầng mạng và chi phí đầu tư giảm sẽ làm gia tăng khả năng chi trả của người sử dụng.

## Nội dung số (quảng cáo, game và thương mại điện tử)

Bộ TTTT ước tính tổng doanh thu của phân khúc nội dung kỹ thuật số là 1,2 tỷ USD trong năm 2012, với tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 21,4% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2012. Ở Việt Nam, hình thức phổ biến nhất của nội dung số có thể được chia thành năm loại: (1) thu thập thông tin, (2) giải trí trực tuyến, (3) liên lạc trực tuyến, (4) viết blog và mạng xã hội, (5) kinh doanh trực tuyến.

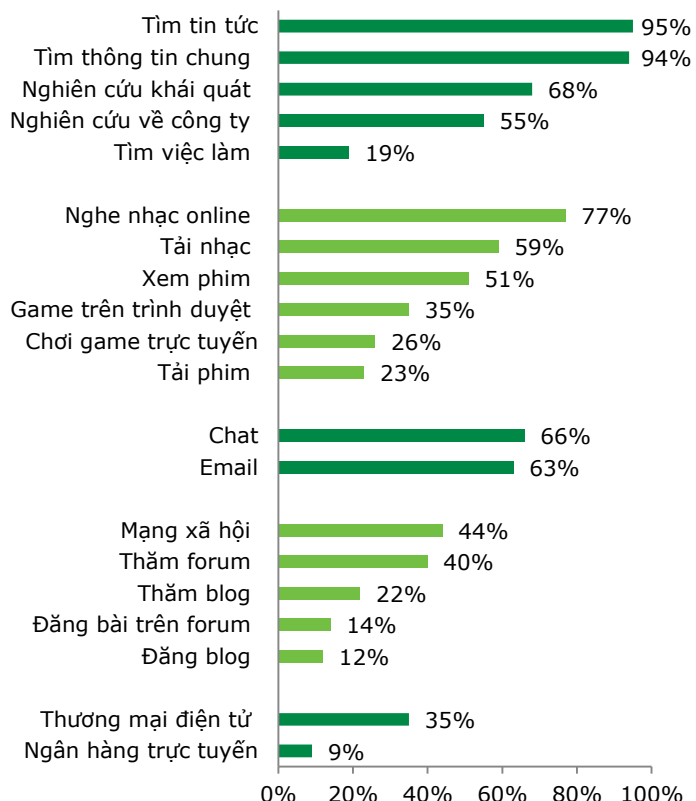
Theo nghiên cứu của chúng tôi, ba mảng tạo doanh thu chính của nội dung kỹ thuật số của Việt Nam là:

- Quảng cáo: dịch vụ quảng cáo thông qua nhiều kênh trực tuyến khác, chẳng hạn như tin tức trực tuyến, giải trí và cổng thông tin mạng xã hội (vnexpress.net, nhacso.net, me.zing.net).

- Các dịch vụ chơi game trực tuyến: game trực tuyến nhiều người chơi có tính phí (MMO), game trên trình duyệt (web game) và các game phổ thông.
- Thương mại điện tử: bán hàng hóa thông qua cổng thông tin trực tuyến, chẳng hạn như các cửa hàng trực tuyến (fpt.shop.com.vn của FPT) hoặc các trang web mua theo nhóm (muachung.com).

### Các hoạt động online phổ biến tại Việt Nam (năm 2012)

Hoạt động	Thu thập thông tin
Tìm tin tức	95%
Tìm thông tin chung	94%
Nghiên cứu khái quát	68%
Nghiên cứu về công ty	55%
Tìm việc làm	19%
Hoạt động	Giải trí trực tuyến
Nghe nhạc online	77%
Tải nhạc	59%
Xem phim	51%
Game trên trình duyệt	35%
Chơi game trực tuyến	26%
Tải phim	23%
Hoạt động	Liên lạc
Chat	66%
Email	63%
Hoạt động	Blog và mạng xã hội
Mạng xã hội	44%
Thăm forum	40%
Thăm blog	22%
Đăng bài trên forum	14%
Đăng blog	12%
Hoạt động	Kinh doanh trực tuyến
Thương mại điện tử	35%
Ngân hàng trực tuyến	9%



Nguồn: Theo Báo cáo Vietnam Netcitizens của Cimigo năm 2012

## Quảng cáo trực tuyến

Trong khi quảng cáo qua kênh truyền hình vẫn giữ vai trò chính trong thị trường quảng cáo của Việt Nam (76% tổng doanh thu của ngành trong năm 2012), quảng cáo trực tuyến đã liên tục đạt mức tăng trưởng cao nhất trong số tất cả các kênh quảng cáo với tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 37,5% từ năm 2009 đến năm 2012, theo số liệu được cung cấp bởi Media Partners Asia. Đây là hình thức quảng cáo với hiệu quả kinh tế cao (tiếp cận được với nhiều khán giả trong khi chi phí tương đối rẻ hơn) và ngày càng được ưa chuộng tại Việt Nam, do 95% doanh nghiệp tại nước ta là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, dẫn đến việc phân bổ ngân sách khiêm tốn cho việc quảng cáo.

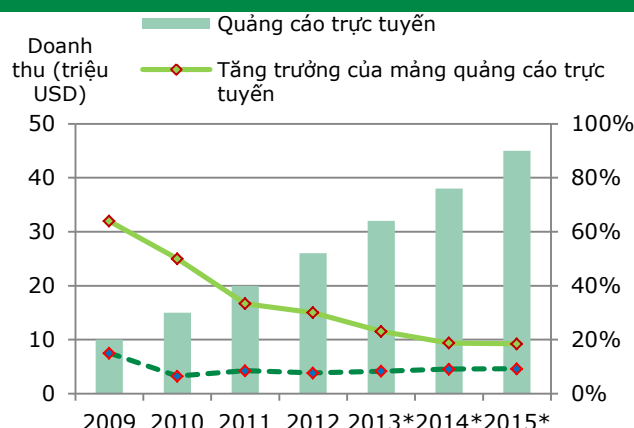


## Các phân khúc quảng cáo tại Việt Nam

Triệu USD	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013*	Năm 2014*	Năm 2015*
Ti-vi	468	499	544	586	636	695	761
Tạp chí và Báo	95	97	100	104	108	114	119
Trực tuyến	10	15	20	26	32	38	45
Ngoài trời	42	43	46	49	52	57	62
Radio	6	7	7	7	8	8	9
Tổng	621	661	717	772	836	912	996

(\*) số liệu ước tính

Nguồn: Media Partners Asia



Phân khúc quảng cáo trực tuyến đã tăng trưởng chậm lại từ năm 2009, chúng tôi cho rằng có hai nguyên nhân chính: (1) hiệu ứng lan tỏa trong những năm trước đó khi mảng quảng cáo trực tuyến của Việt Nam vẫn chưa phát triển, và (2) suy thoái kinh tế gần đây của Việt Nam đã dẫn đến việc cắt giảm chi tiêu cho quảng cáo của các doanh nghiệp trong nước.

Đối với danh mục tin tức và giải trí, hai trang web vnexpress.net và Ngoisao.net của FPT là những trang web được truy cập nhiều nhất tại Việt Nam vào năm 2012 với tổng cộng hơn 13,4 triệu lượt truy cập. Trong thể loại mạng xã hội, me.zing.vn (Zing Me) của Tập Đoàn VNG dẫn đầu với 8,4 triệu lượt truy cập, tiếp theo là facebook.com của Facebook Inc. với 5,3 triệu lượt truy cập.

### Trang tin tức/giải trí hàng đầu ở Việt Nam (2012)

Tin tức / Giải trí	Chủ website	Lượt truy cập (nghìn)	% Tỷ lệ tiếp cận
Vnexpress	Công ty Trực tuyến FPT	13.373	62,3%
Ngoisao.net			32,9%
24.com.vn	CTCP Quảng cáo trực tuyến 24H	11.284	80,3%
Youtube	Youtube, LLC	9.304	66,2%
Zing MP3	Tập đoàn VNG	8.735	62,2%
Dân trí	Study Promotion Association	6.502	46,3%
Vui.vn	CTCP Quảng cáo trực tuyến 24H	5.236	37,3%
Soha.vn	Tập đoàn VC	4.221	30,0%
Kenh14.vn	Tập đoàn VC	3.750	26,7%
OMG!	Yahoo! Inc.	3.443	24,5%

Nguồn: ADMA

### Trang mạng xã hội hàng đầu ở Việt Nam (2012)

Mạng Xã hội	Chủ website	Lượt truy cập (nghìn)	% Tỷ lệ tiếp cận
Zing Me	Tập đoàn VNG	8.420	59,9%
Facebook	Facebook Inc.	5.316	37,8%
Yahoo!	Yahoo Inc.	1.519	10,8%
Tamtay.vn	CTCP Tầm Tay	1.339	9,5%
DD Bạc Liêu	Nhóm cá thể	1.181	8,4%
Kênh SV	Nhóm cá thể	899	6,4%
Yeulaptop	Công ty Truyền thông trực tuyến Netlink	728	5,2%
Yo88.net	Nhóm cá thể	688	4,9%
Ketnoi	Tập đoàn Liketly	585	4,2%
Multiply	Nhiều nhóm	559	4,0%

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan với triển vọng tương lai của các mảng này khi nhu cầu quảng cáo và nền kinh tế Việt Nam đang trên đà phục hồi trong năm 2014.



## Game trực tuyến

*Mảng game trực tuyến phải đối mặt với thách thức lớn từ quy định chặt chẽ của Việt Nam và sự cạnh tranh từ phía nước ngoài.*

Hiện nay chưa có thống kê chính thức về doanh thu của phân khúc game trực tuyến tại Việt Nam. Trong tháng 7 năm 2013, tại một hội nghị về quy định game trực tuyến do Bộ TTTT tổ chức, doanh thu của mảng này trong năm 2012 được ước tính là 5.000 tỷ đồng (235 triệu USD), đến từ 13 triệu game thủ trực tuyến và 300 game trực tuyến đang được chơi. Nếu con số này là đúng, thì phần FPT và Tập đoàn VNG (VNG) lần lượt sẽ là 4,3% và 34,3% trong năm 2012, dựa trên số liệu báo cáo của hai công ty này.

Mảng game trực tuyến tại Việt Nam đang đối mặt với những thách thức từ cả hai phía: (1) quy định nghiêm ngặt từ phía Bộ TTTT, cơ quan quản lý của ngành, và (2) cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm có nguồn gốc nước ngoài, phần lớn trong số đó là không có giấy phép và hiện được phân phối bất hợp pháp tại Việt Nam. Bắt đầu từ tháng 10 năm 2010, đối mặt với áp lực xã hội, Bộ TTTT đã quyết định giảm số giấy phép cấp cho game trực tuyến mới. Theo đó, trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2011 đến tháng 8 năm 2012, chỉ có 21 game trực tuyến mới nhận được giấy phép từ Bộ TTTT, bao gồm hai game nhập vai trực tuyến nhiều người chơi (MMORPG), hai game phổ thông (CG), 15 Web game (game trên trình duyệt), và hai game trên mạng xã hội (SNG). Từ thời điểm đó cho đến nay, Bộ TTTT không cấp giấy phép cho game mới nào nữa.

Tình hình kinh doanh trở nên khó khăn thêm do công văn của Bộ TTTT ban hành vào cuối năm 2010 yêu cầu các nhà phân phối game trực tuyến trong nước và các chủ quán Internet ngừng cung cấp dịch vụ từ 22 giờ đến 8 giờ ngày kế tiếp, bắt đầu từ tháng 3 năm 2011. Đối mặt với điều này, các nhà phân phối game trong nước phản hồi rằng các game thủ vẫn có thể lách luật bằng cách chơi trên các máy chủ nước ngoài, do đó đã tước đi một phần thu nhập đáng kể của các doanh nghiệp phát hành game trong nước và cơ quan thuế của Việt Nam. Mặc dù vậy, quy định hạn chế này vẫn tồn tại và hiện nay vẫn chưa được điều chỉnh.

Những quy định nghiêm ngặt đã gây nên nhiều khó khăn cho các nhà phân phối game. Ví dụ, doanh thu của FPT từ phân khúc game trực tuyến giảm 32% trong năm 2012, phản ánh các thách thức về pháp lý và môi trường kinh doanh. Hơn nữa, trong khi các game trực tuyến cũ dần trở nên lỗi thời trong khi ít game được cấp giấy phép, nhu cầu cho sản phẩm mới của game thủ và thời gian chơi dài hơn đã hướng thị trường sang các game không giấy phép có nguồn gốc nước ngoài và được phân phối thông qua các máy chủ nước ngoài (đặc biệt từ Trung Quốc và Hàn Quốc). Vào tháng 9 năm 2013, Deutsche Welle, một công ty đa phương tiện quốc tế trụ sở tại Đức ước tính rằng khoảng 20% game trực tuyến tại Việt Nam trong năm 2012 được phát triển bởi Trung Quốc và chỉ 10% được phát triển trong nước.

Vào tháng 9 năm 2013, Nghị định số 72 của Chính phủ về quản lý, cung cấp, sử dụng dịch vụ Internet và nội dung thông tin trực tuyến đã được ban hành nhằm giải nguy cho phân khúc này. Đặc biệt, Nghị định cho phép Bộ TTTT tiếp tục chức năng chuyển nhượng giấy phép cho các game trực tuyến mới. Ngoài ra, Nghị định yêu cầu các công ty nước ngoài phân phối game trực tuyến tại Việt Nam đăng ký và thành lập các công ty con trong nước và tuân theo quy định của các cơ quan quản lý. Điều này sẽ phục vụ mục đích cân bằng sân chơi giữa

*Tuy nhiên, quy định mới được ban hành trong tháng 9 năm 2013 đã tạo bước đệm cho sự phục hồi của mảng này.*

các nhà phân phối game trong và ngoài nước. Tuy nhiên, các doanh nghiệp vẫn chưa biết rõ tác động của quy định mới này đến mảng game trực tuyến tại Việt Nam trong ngắn hạn vì cho đến nay Bộ TTTT chưa công bố bất kỳ thông tư hướng dẫn cụ thể nào cho nghị định này.

Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng tương lai của phân khúc này và cho rằng Nghị định 72 sẽ cung cấp một bàn đạp vững chắc cho sự phát triển lâu dài của phân khúc game trực tuyến của Việt Nam. Chúng tôi cũng dự đoán rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu hơn 10% của các công ty game trực tuyến trong nước sẽ trở lại vào năm 2015.

## Thương mại điện tử

*Mảng thương mại điện tử B2C đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 22,9% từ năm 2012 đến năm 2015.*

Theo một báo cáo về thương mại điện tử được xuất bản vào năm 2012 bởi Cục Thương mại Điện tử và CNTT (VECITA), doanh thu của thương mại điện tử từ doanh nghiệp đến người tiêu dùng (B2C e-commerce) trong năm 2012 được ước tính khoảng 0,7 tỷ USD (Hoa Kỳ: 224 tỷ USD; Trung Quốc: 107 tỷ USD) và doanh thu trung bình mỗi năm đạt 22 USD từ mỗi người sử dụng Internet. Báo cáo này cũng dự đoán rằng tổng giá trị giao dịch thương mại điện tử B2C của Việt Nam sẽ đạt 1,3 tỷ USD vào năm 2015, với tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 22,9% cho giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2015.

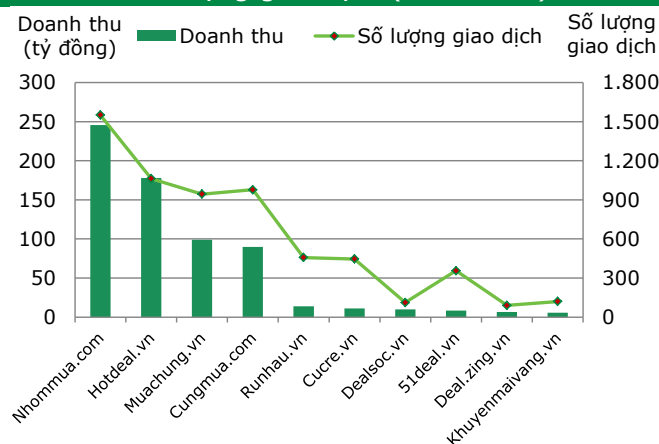
Theo Digital Marketing Yearbook năm 2012, ADMA trích dẫn một nghiên cứu của Nielsen rằng 58% người truy cập trực tuyến tại Việt Nam vào Internet nhằm nghiên cứu thông tin về sản phẩm hoặc vì quan tâm đến việc mua sắm trực tuyến. Dựa trên số liệu trong báo cáo này, trong năm 2012, vatgia.com là trang web được truy cập nhiều nhất trên mạng bán lẻ (6,4 triệu lượt người truy cập), tiếp theo là 5giay.vn (2,1 triệu lượt người truy cập) và 123mua.vn (1,7 triệu lượt người truy cập).

*Mô hình kinh doanh mua theo nhóm đã từng rất phổ biến trong mảng thương mại điện tử tại Việt Nam.*

Mô hình kinh doanh mua theo nhóm đã từng là một trong các loại hình thương mại điện tử phổ biến nhất ở Việt Nam. Từ khi trang web nhommua.com xuất hiện trực tuyến vào cuối năm 2010, số lượng trang web mua theo nhóm đã tăng theo cấp số nhân. Đến cuối năm 2011, đã có 97 trang web khuyến mãi mỗi ngày tại Việt Nam. Mặc dù với số lượng lớn trong mảng kinh doanh nhóm mua, chúng tôi nhận thấy rằng doanh thu chủ yếu tập trung vào 10 công ty dẫn đầu. Theo số liệu cung cấp bởi dealcuatui.com, một trang web nghiên cứu thương mại điện tử, nhommua.com dẫn đầu phân khúc này trong năm 2011 với tổng doanh thu đạt 246 tỷ đồng, xấp xỉ 44 lần khuyenmaivang.vn, doanh nghiệp lớn thứ 10 theo doanh thu.

## 10 trang nhóm mua hàng đầu theo doanh thu và khối lượng giao dịch (năm 2011)

Trang	Số lượng giao dịch	Doanh thu (triệu VND)
Nhommua.com	1.551	245.505
Hotdeal.vn	1.062	178.019
Muachung.vn	944	98.976
Cungmua.com	978	89.716
Runhau.vn	457	13.963
Cucre.vn	446	11.200
Dealsoc.vn	112	9.799
51deal.vn	356	8.320
Deal.zing.vn	90	6.650
Khuyenmaivang.vn	120	5.590
Tổng	6.116	667.738



Nguồn: dealcuatui.com

Nguồn: dealcuatui.com

Khó khăn trong việc duy trì mô hình nhóm mua đã bắt đầu xuất hiện vào đầu năm 2012, với việc đóng cửa của deal.zing.vn của VNG. Chi phí tổ chức và quảng cáo cho mô hình kinh doanh này đã làm lợi nhuận của phân khúc này thu hẹp đáng kể. Trong tháng 11 năm 2012, công ty sở hữu nhommua.com đóng cửa trang web do vấn đề tài chính và quản lý. Trong trung đến dài hạn, chúng tôi tin rằng sẽ có nhiều thương vụ sáp nhập trong phân khúc này với 10 công ty dẫn đầu mua lại các công ty thua lỗ, dẫn đến một thị trường tập trung hơn.

Mảng thương mại điện tử Việt Nam có nhiều tiềm năng tăng trưởng tốt do mảng vẫn còn khá mới mẻ. Tuy nhiên, sự phát triển trong tương lai sẽ phụ thuộc nhiều vào sự cải thiện công nghệ thanh toán trực tuyến từ phía ngành ngân hàng.

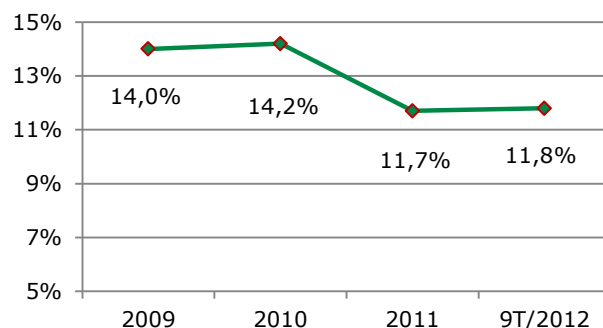
Chúng tôi tin rằng sự phát triển của ngành thương mại điện tử của Việt Nam trong tương lai sẽ phụ thuộc nhiều vào sự phát triển của công nghệ cổng thanh toán trực tuyến, đặc biệt là ngân hàng trực tuyến và việc phát hành thẻ tín dụng mới. Hiện nay, Việt Nam có tỷ lệ thẻ tín dụng trên đầu người thấp nhất trong số các nước láng giềng (năm 2012: 0,017 thẻ tín dụng mỗi người). Ngoài ra, trong khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thống kê tại thời điểm tháng 1 năm 2012 có tổng cộng 47 triệu thẻ ngân hàng (94% là thẻ debit) được phát hành, với tốc độ tăng trưởng lũy kế hằng năm là 39% từ tháng 1 năm 2009, tỷ lệ thanh toán bằng tiền mặt trên tổng phương thức thanh toán chỉ giảm 2,3% trong giai đoạn trên. Chúng tôi tin rằng sự chênh lệch này là do thói quen thanh toán bằng tiền mặt của người tiêu dùng Việt Nam và mối lo ngại về điều kiện an ninh mạng tại các ngân hàng.

### Thẻ tín dụng trên mỗi người của một số quốc gia (năm 2012)

Quốc gia	Dân số (triệu)	Thẻ tín dụng (triệu)	Thẻ tín dụng trên mỗi người
Hàn Quốc	49	100	2,041
Nhật Bản	128	320	2,500
Đài Loan	23	32	1,391
Trung Quốc	1.341	285	0,213
In-đô-nê-xi-a	230	5	0,065
Việt Nam	87	1	0,017

Nguồn: số liệu thu thập bởi VICETA

### Tỷ lệ thanh toán bằng tiền mặt trong các loại phương tiện thanh toán



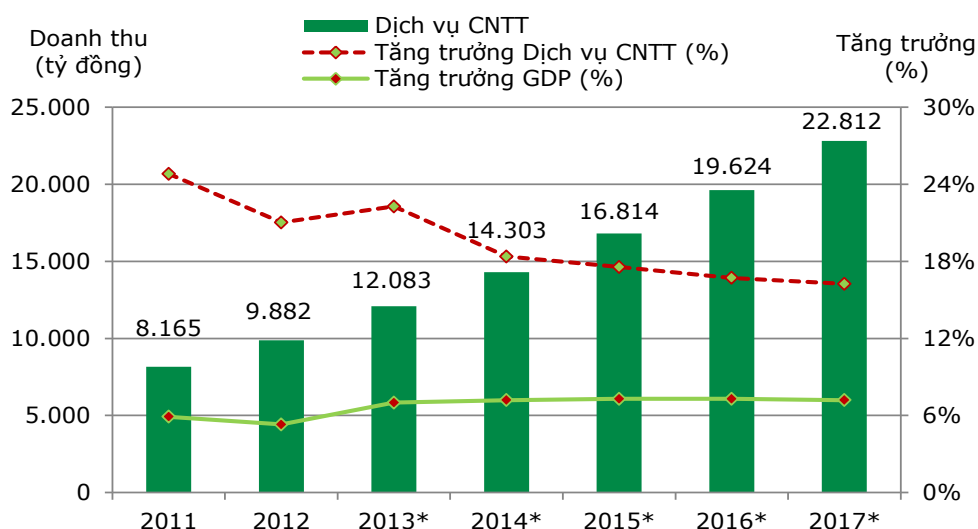
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tuy nhiên, do dân số trẻ và kĩ năng sử dụng Internet ngày một thành thạo tại Việt Nam, chúng tôi vẫn duy trì triển vọng khả quan cho phân khúc thương mại điện tử. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng tỷ lệ thâm nhập thấp của thẻ tín dụng sẽ là cơ hội tăng trưởng lớn cho cả phân khúc thương mại điện tử và ngân hàng trực tuyến trong ngắn hạn và dài hạn.

## Dịch vụ CNTT

Dịch vụ CNTT bao gồm gia công phần mềm, giải pháp phần mềm, tích hợp hệ thống và các dịch vụ tin học khác (như điện toán đám mây, dịch vụ lưu trữ). Phân khúc đã tăng trưởng mạnh mặc dù kinh tế của Việt Nam suy thoái gần đây là do nhờ vào nhu cầu cho các dự án cơ sở hạ tầng hệ thống kỹ thuật số ngày một tăng và uy tín của Việt Nam trong việc cung cấp dịch vụ gia công phần mềm. Theo thống kê của BMI, tăng trưởng doanh thu của phân khúc dịch vụ CNTT của Việt Nam đạt lần lượt 24,8%, 21,0% và 22,3% trong năm 2011, năm 2012 và năm 2013.

### Doanh thu và tăng trưởng của phân khúc dịch vụ CNTT của Việt Nam



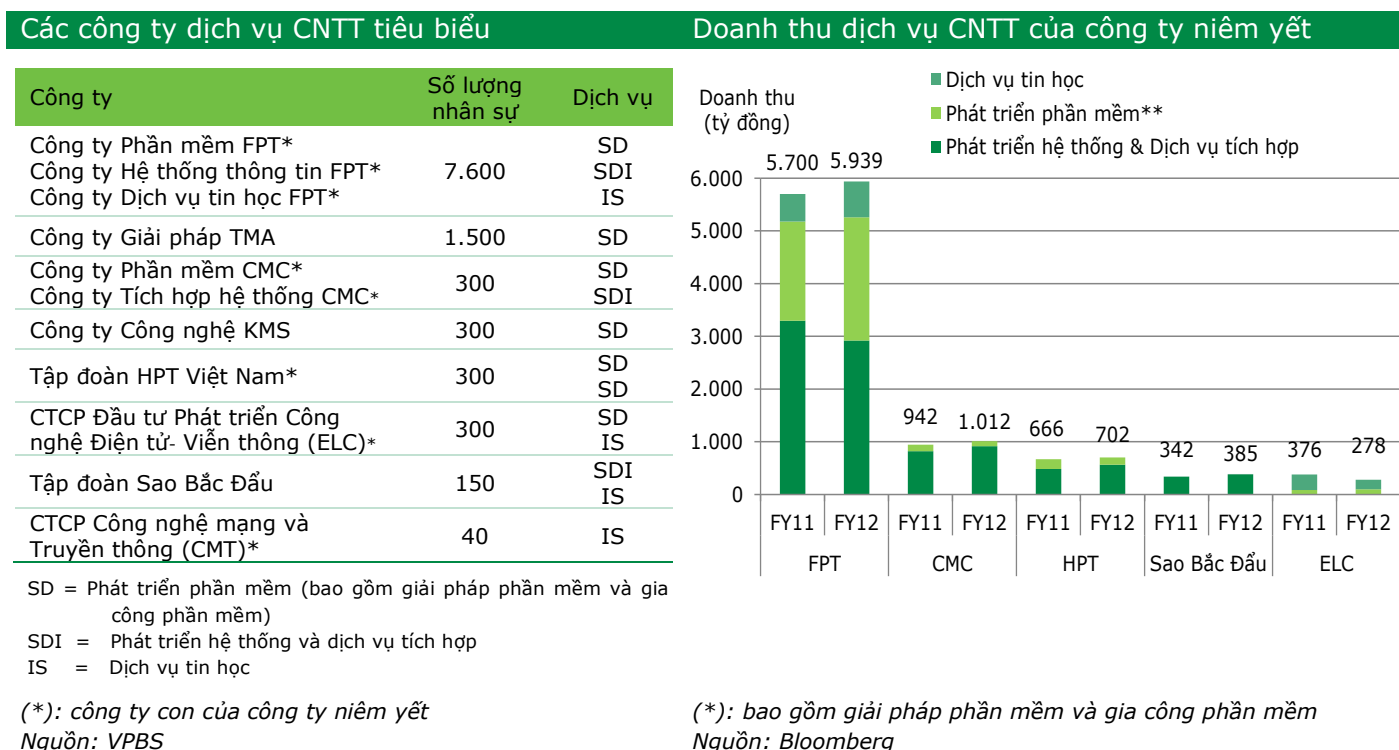
(\*): số liệu ước tính

Nguồn: Ngân hàng Phát triển Châu Á, Báo cáo ngành Viễn thông Q4/2013 của BMI

*Việt Nam đang trở thành đối tác gia công phần mềm ưa thích của nhiều nước do chi phí dịch vụ thấp hơn so với các nước láng giềng như Ấn Độ và Trung Quốc.*

Trong các công ty nước ngoài có sử dụng qua dịch vụ gia công phần mềm của Việt Nam, Nhật Bản vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất. Theo Hiệp hội Phần mềm và Dịch vụ CNTT Việt Nam (VINASA), tăng trưởng doanh thu gia công phần mềm từ thị trường Nhật Bản đạt 30% đến 35% mỗi năm. Công ty Phần mềm FPT, công ty hàng đầu của phân khúc gia công phần mềm của Việt Nam, đã báo cáo rằng thị trường Nhật Bản chiếm 55% và 53% doanh thu gia công phần mềm của công ty lần lượt trong năm 2012 và 9 tháng đầu năm 2013. Ngoài ra, Sách trắng CNTT Nhật Bản năm 2013 cũng trích dẫn một cuộc khảo sát rằng Việt Nam là nơi gia công phần mềm hấp dẫn nhất cho các doanh nghiệp Nhật Bản (31,5% phiếu), tiếp theo là Ấn Độ (20,6%), Trung Quốc (16,7%) và Thái Lan (9,7%). Báo cáo cũng cho thấy rằng các công ty phần mềm của Việt Nam tính phí dịch vụ thấp hơn 30% so với Ấn Độ và Trung Quốc. Tuy nhiên, 75% đến 80% tổng giá trị hợp đồng gia công phần mềm vẫn thuộc

về các công ty Trung Quốc, và chỉ 5% thuộc về các công ty phần mềm Việt Nam. Chúng tôi tin rằng việc phân bổ doanh thu khiêm tốn hiện nay thể hiện cho cơ hội phát triển lớn cho các công ty trong nước đang ngày càng có năng lực thực hiện các dự án CNTT lớn cho khách hàng nước ngoài.



Mặc dù là phân khúc lớn nhất của dịch vụ CNTT, phát triển hệ thống và tích hợp dịch vụ phải đối mặt với nhiều khó khăn trong năm 2012, chủ yếu đến từ việc cắt giảm chi tiêu từ phía khách hàng, như các tổ chức Chính phủ, tổ chức ngân hàng và các tập đoàn lớn trong nước. Điều này dẫn đến tăng trưởng thấp hoặc âm của các công ty hàng đầu trong phân khúc, cụ thể là FPT, CMC, HPT và Sao Bắc Đẩu.

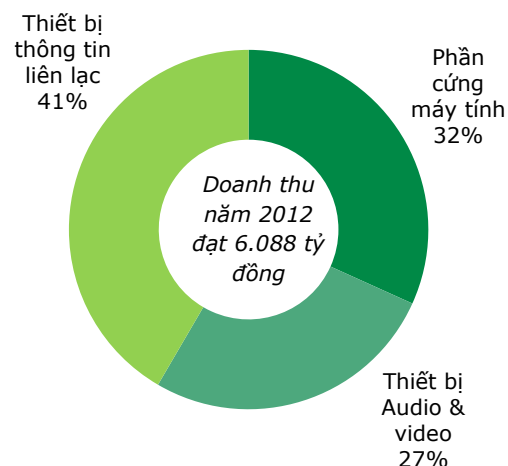
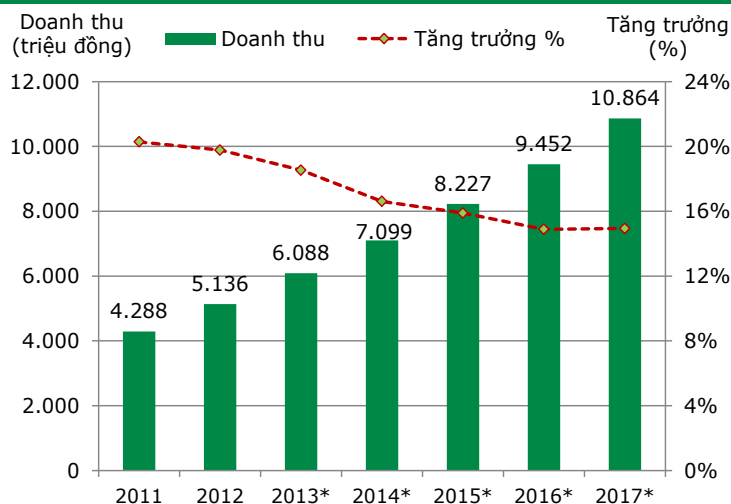
Mặc dù kinh tế của Việt Nam trải qua suy thoái gần đây, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với cơ hội phát triển hiện nay của phân khúc dịch vụ CNTT của Việt Nam. Chúng tôi tin rằng tăng trưởng trong tương lai của phân khúc này sẽ được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

- Khi các doanh nghiệp nhỏ và vừa hướng tới việc tăng trưởng tài chính, họ cũng chú trọng đến việc lập hệ thống quản trị doanh nghiệp và hệ thống quản lý quan hệ khách hàng. Điều này sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu cho mảng giải pháp phần mềm và phát triển tích hợp hệ thống.
- Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến cho các dịch vụ gia công phần mềm do chi phí thấp (ít nhất là 30%) so với Ấn Độ và Trung Quốc.

## Bán lẻ sản phẩm CNTT

Thị trường bán lẻ sản phẩm CNTT của Việt Nam bao gồm phần cứng (như máy tính để bàn, máy tính xách tay), video, các sản phẩm game (như Ti-vi) và các thiết bị liên lạc (như điện thoại di động). Theo ước tính của BMI, tổng doanh thu của phân khúc này tăng 18,5% trong năm 2013 và đạt 6,1 tỷ USD.

### Thị trường hàng điện tử tiêu dùng tại Việt Nam



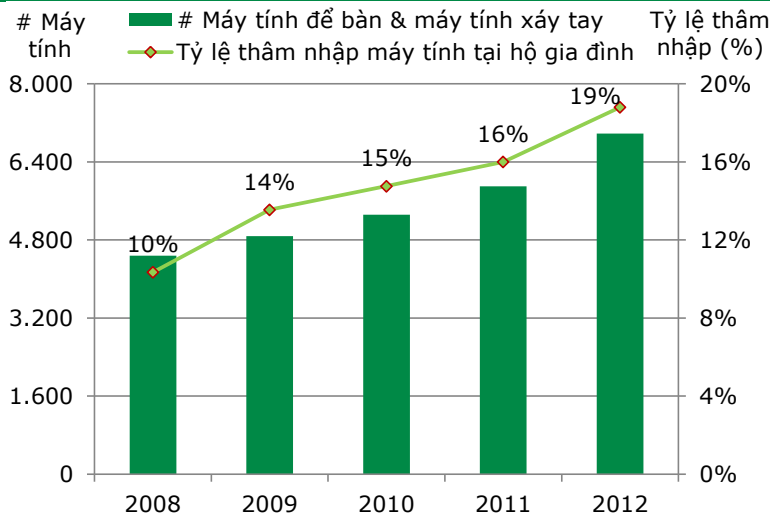
Nguồn: BMI Báo cáo hàng điện tử tiêu dùng Q4/2013

*Tỷ lệ thâm nhập máy tính thấp của Việt Nam vẫn là động lực chính đằng sau cho sự tăng trưởng của mảng bán lẻ sản phẩm CNTT.*

Chúng tôi tin rằng phân khúc phần cứng tại Việt Nam vẫn có tiềm năng đáng kể khi số lượng sở hữu máy tính vẫn còn tương đối thấp, là nước thấp thứ 5 trong số các nước Châu Á - Thái Bình Dương trong năm 2011. Theo số liệu mới nhất từ Bộ TTTT cho thấy tổng số máy tính tại Việt Nam chỉ đạt 7 triệu vào cuối năm 2012, đại diện cho tỷ lệ thâm nhập máy tính trên mỗi cá nhân là 7,9% và trên mỗi hộ gia đình là 18,8%. Điều này tạo cơ hội lớn cho các nhà cung cấp sản phẩm trong thị trường người mua lần đầu, đặc biệt là những thị trường chưa được khai thác như khu vực nông thôn của Việt Nam hoặc phân khúc dân số có thu nhập từ thấp đến trung bình.

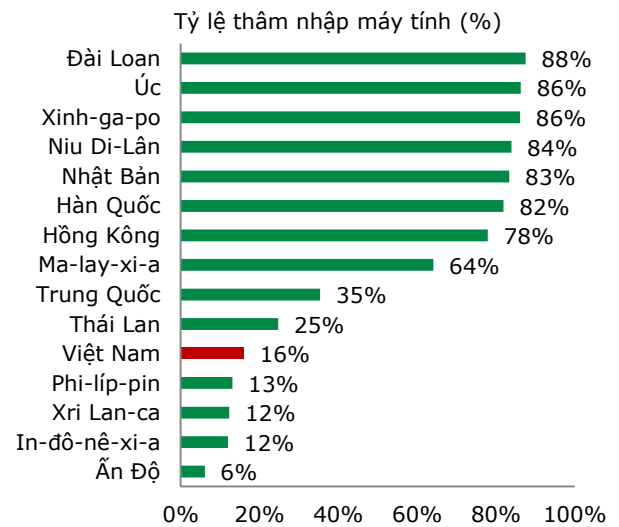
Mặc dù máy tính để bàn và máy tính xách tay vẫn phổ biến đối với người mua cá nhân và doanh nghiệp, sự hiện diện của máy tính bảng giá rẻ (đặc biệt là từ Trung Quốc) có thể thúc đẩy người dùng chuyển sang sử dụng máy tính bảng so với các loại máy tính truyền thống. BMI dự đoán rằng doanh thu của phân khúc phần cứng máy tính sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng lũy kế hằng năm là 12,8% từ năm 2013 đến năm 2017. Trong số các nhà phân phối và bán lẻ các sản phẩm phần cứng máy tính của Việt Nam, FPT và Petrosetco là những doanh nghiệp hàng đầu, lần lượt chiếm 19,0% và 6,7% thị phần.

## Tỷ lệ thâm nhập máy tính tại hộ gia đình Việt Nam



Nguồn: Bộ TTTT

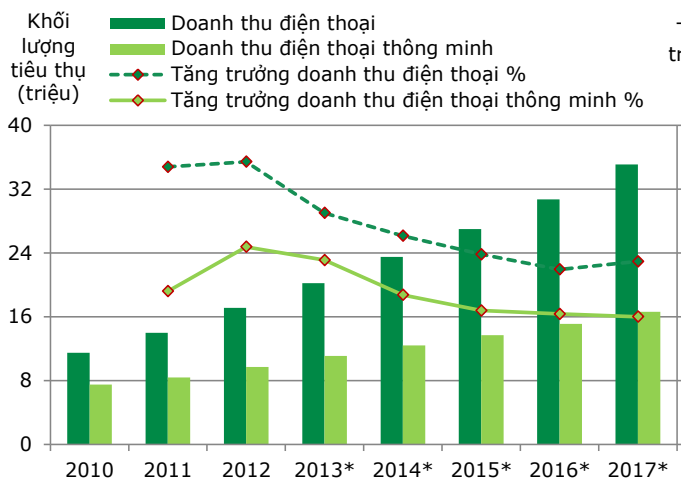
## Tỷ lệ thâm nhập máy tính tại hộ gia đình của các nước APAC trong năm 2011



Nguồn: Báo cáo Ngành CNTT toàn cầu năm 2013

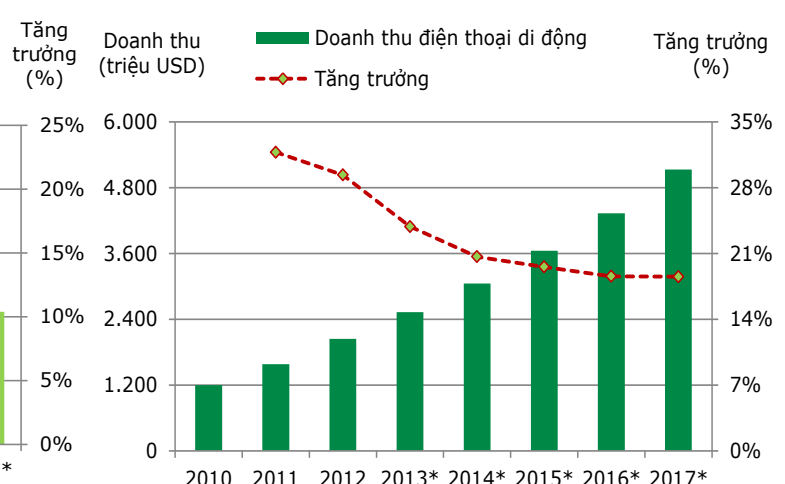
Đối với thị trường thiết bị thông tin liên lạc, nhu cầu sử dụng điện thoại di động vẫn là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu cho các phân khúc này. Theo ước tính của BMI, tổng sản lượng tiêu thụ điện thoại di động đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hằng năm là 20,7% từ năm 2010 (11,5 triệu điện thoại) và năm 2013 (20,2 triệu điện thoại). Tổng doanh số bán điện thoại trong năm 2013 dự kiến đạt 2,5 tỷ USD, tăng 23,9%.

## Sản lượng tiêu thụ điện thoại di động hàng năm tại Việt Nam



Nguồn: Báo cáo Ngành điện tử Việt Nam của BMI Q4/2013

## Doanh thu tính trên USD của thiết bị điện thoại di động tại Việt Nam

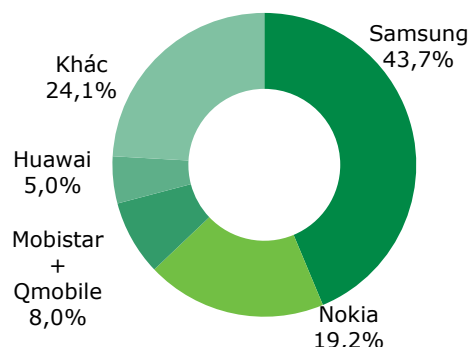


Nguồn: Báo cáo Ngành điện tử Việt Nam của BMI Q4/2013

Ngoài ra, trong phân khúc này, điện thoại thông minh chiếm hơn 50% tổng doanh thu điện thoại di động từ năm 2011 đến năm 2013. Hiện nay, Samsung và Nokia là những thương hiệu điện thoại thông minh phổ biến nhất trên thị trường, lần lượt chiếm 43,7% và 19,2% doanh thu trong năm 2012.

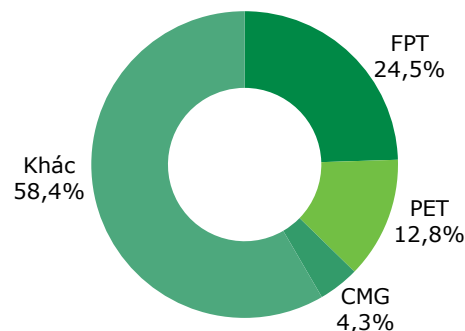


Thị phần điện thoại thông minh  
(năm 2012)



Nguồn: GfK Vietnam

Thị phần các nhà phân phối điện thoại (năm 2012)



Nguồn: GfK Vietnam, PSI

Trong tháng 5 năm 2013, FPT chính thức trở thành một trong ba nhà phân phối chính cho các sản phẩm Iphone của Apple tại Việt Nam, cùng Viettel và Vinaphone. Trong tháng 7 năm 2013, Samsung đã ký hợp đồng với Petrosetco; theo đó, Petrosetco sẽ là nhà phân phối chính cho điện thoại thông minh và máy tính bảng của hãng này.

## 2. KHUNG PHÁP LÝ

*Chính phủ Việt Nam rất quan tâm đến định hướng phát triển của ngành CNTT của nước nhà.*

Nhận thức được tầm quan trọng của lĩnh vực CNTT đối với sự phát triển chung của nền kinh tế Việt Nam, Chính phủ đã hỗ trợ tích cực cho sự phát triển của lĩnh vực này. Quy hoạch tổng thể của Chính phủ đối với ngành CNTT đã được đề ra trong Quyết định 246/2005/QĐ-TTg, trong đó bao gồm khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2020 và tập trung vào bốn lĩnh vực chính: tăng cường ứng dụng CNTT, phát triển ngành CNTT trong nước, phát triển cơ sở hạ tầng CNTT và phát triển nguồn nhân lực CNTT. Kế hoạch này kêu gọi các dự án CNTT do Chính phủ khởi xướng, chẳng hạn như các kế hoạch nâng cấp các hệ thống CNTT của Cơ quan Hải quan Việt Nam và Cục quản lý thuế Việt Nam, được thực hiện lần lượt trong năm 2005 và 2008. Ngoài ra, trong một cuộc họp nội bộ vào tháng 4 năm 2010, ông Nguyễn Tấn Dũng, Thủ tướng Việt Nam, yêu cầu tất cả các thành viên phải sử dụng máy tính trong khi làm việc. Một phần nhờ vào sự hỗ trợ của Chính phủ, trong thập kỷ bắt đầu từ năm 2001 đến năm 2010, ngành CNTT đạt tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm từ 20% đến 25%.

Vào tháng 8 năm 2013, dự thảo đề xuất của Bộ TTTT kêu gọi phân bổ ít nhất 2% từ ngân sách nhà nước để đầu tư vào lĩnh vực CNTT mỗi năm. Quỹ này sẽ được sử dụng để giúp Việt Nam bắt kịp với các đối thủ trong khu vực và di chuyển lên chuỗi giá trị trong các lĩnh vực như gia công phần mềm và tích hợp hệ thống. Ngoài ra, theo kế hoạch, Chính phủ sẽ thúc đẩy sự phát triển của ba trung tâm sản xuất phần mềm, dịch vụ và nội dung số. Các trung tâm này là Thành phố Hồ Chí Minh, với doanh thu dự kiến là 3,0 tỷ USD vào năm 2015; Hà Nội, với 1,8 tỷ USD; và Đà Nẵng, với 300 triệu USD. Ngoài ra, kế hoạch đề ra việc thành lập hai công ty phần cứng và thiết bị điện tử với doanh thu trung bình hàng năm hơn 2 tỷ USD mỗi công ty và hai doanh nghiệp phần mềm có doanh thu trung bình hơn 200 triệu USD mỗi công ty.

---

### 3. KẾT LUẬN

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về ngành CNTT của Việt Nam và tin rằng ngành có nhiều xu hướng tích cực và tiềm năng tăng trưởng trong tương lai, cụ thể:

- Các tiến bộ trong công nghệ cùng với giá rẻ của các thiết bị phần cứng sẽ thúc đẩy thị trường người mua máy tính lần đầu tại Việt Nam, nhất là khi tỷ lệ thâm nhập máy tính của Việt Nam nằm trong năm nước thấp nhất trong khối các nước Châu Á - Thái Bình Dương. Tuy nhiên, do thu nhập bình quân đầu người ở Việt Nam còn thấp (năm 2012: 1.755 USD), các doanh nghiệp sẽ hưởng lợi lớn nếu có thể đáp ứng nhu cầu máy tính của phân khúc dân số có thu nhập từ thấp đến trung bình.
- Với cam kết của Chính phủ Việt Nam đối với việc cải tiến cơ sở hạ tầng CNTT, chúng tôi tin rằng phân khúc Internet băng thông rộng cố định sẽ thu được nhiều lợi nhuận, đặc biệt là từ khu vực nông thôn của Việt Nam, chiếm 68% tổng dân số Việt Nam trong năm 2012.
- Khi người sử dụng Internet tại Việt Nam dành nhiều thời gian online hơn, thị trường nội dung số, như chơi game trực tuyến và quảng cáo trực tuyến, sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng trên 10% trong tương lai gần. Ngoài ra, cùng với những cải tiến trong hệ thống ngân hàng của Việt Nam, thẻ tín dụng sẽ được sử dụng nhiều hơn bởi các tầng lớp trung lưu, dẫn đến tăng trưởng mạnh mẽ trong phân khúc thương mại điện tử.
- Chúng tôi dự đoán rằng phân khúc dịch vụ CNTT sẽ được hỗ trợ mạnh bởi nhu cầu của khách hàng nước ngoài cho dịch vụ gia công phần mềm khi chi phí lao động tại Việt Nam thấp hơn so với Ấn Độ và Trung Quốc, và do nhu cầu của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trong nước cho các loại giải pháp hệ thống như quản lý quan hệ khách hàng (CRM) và quản trị tổng thể doanh nghiệp (ERP).

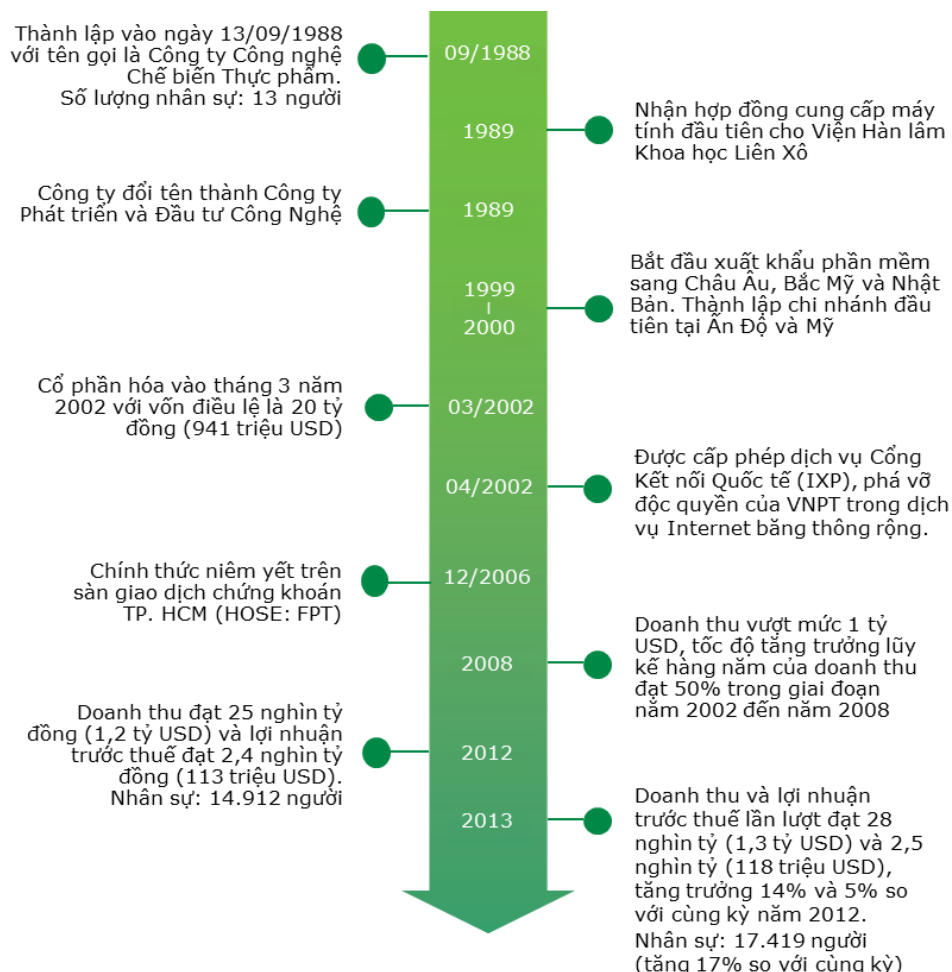
## II. CÔNG TY

### 1. VỊ THẾ CÔNG TY

Công ty Cổ phần FPT (FPT) được thành lập vào năm 1988 với tư cách là một doanh nghiệp nhà nước dưới tên gọi là Công ty Công nghệ Chế biến Thực phẩm với số lượng nhân sự ban đầu là 13 người. Hoạt động kinh doanh ban đầu của công ty là nhập khẩu, xuất khẩu, chế biến và kinh doanh thực phẩm chế biến.

Trong những năm qua, FPT đã thay đổi hoạt động kinh doanh cốt lõi của mình và trở thành công ty lớn nhất và phát triển nhanh nhất trong ngành công nghệ thông tin Việt Nam.

#### Lịch sử hình thành



Nguồn: Dữ liệu công ty

Các mảng kinh doanh chính của công ty bao gồm:

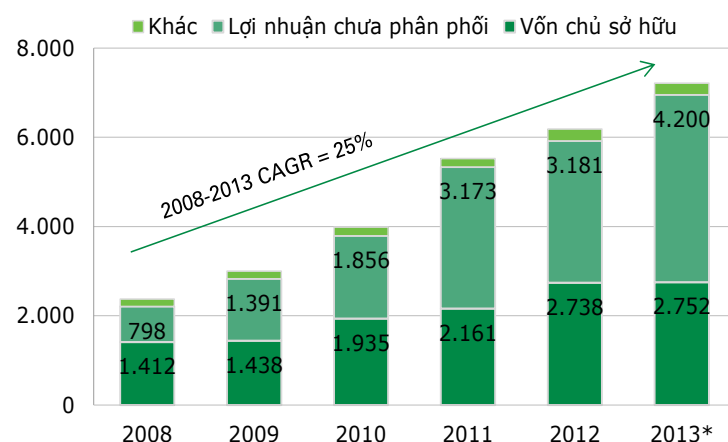
- Kinh doanh: phân phối và bán lẻ các sản phẩm công nghệ thông tin.
- Viễn thông: cung cấp dịch vụ Internet băng thông rộng cố định, cho thuê đường dây kết nối và các dịch vụ giá trị gia tăng khác.
- Nội dung số: cung cấp dịch vụ quảng cáo và trò chơi trực tuyến
- Phát triển phần mềm: bao gồm gia công phần mềm cho khách hàng nước ngoài và giải pháp phần mềm cho các doanh nghiệp tư nhân và nhà nước.
- Dịch vụ công nghệ thông tin: phát triển hệ thống, tích hợp hệ thống và dịch vụ tin học khác (như điện toán đám mây, kinh doanh gia công phần mềm).
- Giáo dục: cung cấp các khóa học đào tạo cho cả sinh viên và người đi làm thông qua thương hiệu Trường Đại học FPT.

Để củng cố tình hình tài chính, FPT đã phát hành thêm cổ phiếu từ năm 2008. Tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) của tổng tài sản là tương đương với vốn chủ sở hữu, cho thấy yếu tố thúc đẩy chính của bảng cân đối kế toán của FPT đến từ cả vốn góp và lợi nhuận chưa phân phối.

Trong năm 2011, FPT bắt đầu thực hiện chương trình OneFPT nhằm tăng cường sự phối hợp giữa các mảng hoạt động riêng lẻ của tập đoàn và nhằm củng cố thương hiệu là một công ty CNTT toàn diện. Tuy vậy, cho đến nay, hiệu ứng của chương trình đối với hoạt động của FPT vẫn còn chưa rõ ràng.

Hiện nay, FPT dẫn đầu thị trường phát triển phần mềm, dịch vụ CNTT, quảng cáo trực tuyến và phân phối sản phẩm CNTT. Đối với các mảng kinh doanh khác, công ty luôn nằm trong năm công ty hàng đầu của thị trường. Chúng tôi tin rằng vị thế của FPT trên thị trường sẽ cải thiện theo thời gian, với kinh nghiệm lâu năm và lợi thế cạnh tranh vững chắc trong từng mảng kinh doanh.

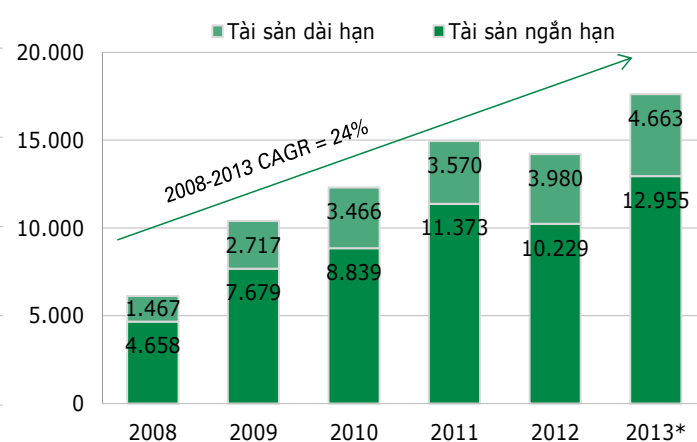
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của FPT

\* Theo báo cáo tài chính quý 4/2013

Tổng tài sản (tỷ đồng)

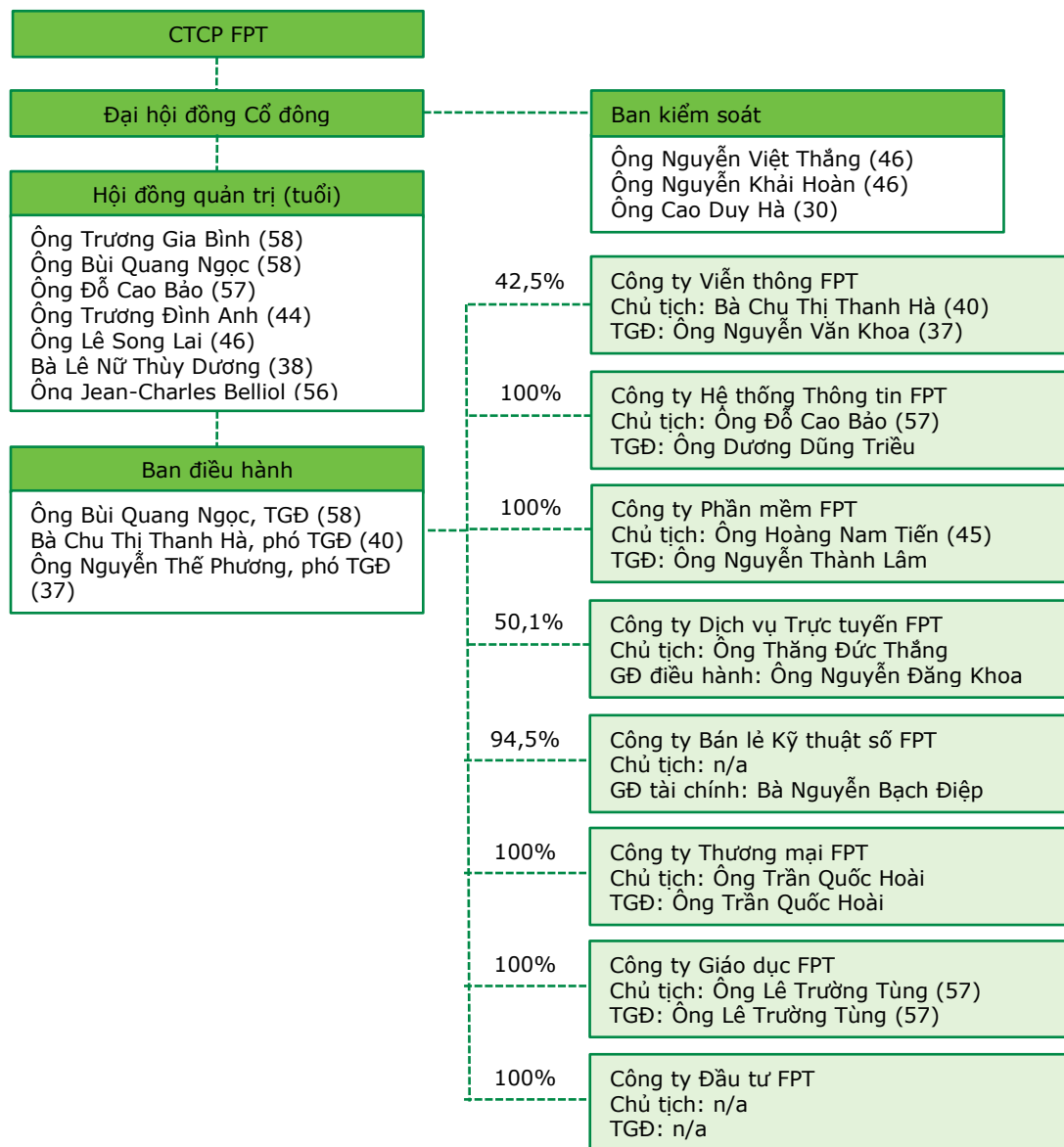


Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của FPT

\* Theo báo cáo tài chính quý 4/2013

## 2. TỔ CHỨC VÀ QUẢN LÝ

FPT được thành lập dưới hình thức công ty cổ phần có quyền sở hữu tại các công ty con và các tổ chức liên kết, với mỗi công ty con đại diện cho một ngành nghề kinh doanh riêng biệt (như Công ty Viễn thông FPT, Công ty Hệ thống thông tin FPT).



Tên	Chức vụ	Kinh nghiệm nổi bật
<b>HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ</b>		
Ông Trương Gia Bình	Chủ tịch	Thành viên sáng lập và Tổng Giám Đốc của Tập đoàn FPT
Ông Bùi Quang Ngọc	Phó chủ tịch	Thành viên sáng lập của Tập đoàn FPT Giám đốc Trung tâm Tin học ISC Phó Chủ nhiệm Khoa Tin học Đại học Bách khoa Hà Nội
Ông Đỗ Cao Bảo	Ủy viên	Thành viên sáng lập của Tập đoàn FPT Giám Đốc Công ty Hệ thống Thông tin FPT
Ông Trương Đình Anh	Ủy viên	Tổng Giám Đốc của Tập đoàn FPT Tổng Giám Đốc của Công ty Viễn thông FPT
Ông Lê Song Lai	Ủy viên	Phó Tổng Giám đốc Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước Phó Vụ trưởng Vụ Bảo hiểm, Bộ tài chính
Bà Lê Nữ Thùy Dương	Ủy viên	Giám đốc Công ty TNHH Thương mại Xây dựng Thiên Đức Phó Tổng Giám đốc CTCP Đầu tư Thương mại Golf Long Thành
Ông Jean-Charles Belliol	Ủy viên	Giám đốc quốc gia của Ngân hàng đầu tư Calyon Giám đốc Quốc gia của Credit Lyonnais Việt Nam Phó Chủ tịch Thứ nhất của Credit Lyonnais Nhật Bản
<b>BAN ĐIỀU HÀNH</b>		
Ông Bùi Quang Ngọc	Tổng Giám Đốc	Thành viên sáng lập của Tập đoàn FPT Giám đốc Trung tâm Tin học ISC Phó Chủ nhiệm Khoa Tin học Đại học Bách khoa Hà Nội
Bà Chu Thị Thanh Hà	Phó Tổng Giám Đốc	Tổng Giám đốc Công ty Viễn thông FPT Phó Tổng Giám đốc Công ty Truyền thông FPT Phó Giám đốc Trung tâm Internet FPT
Ông Nguyễn Thế Phương	Phó Tổng Giám Đốc	Trưởng phòng Phân tích và Kiểm soát tài chính
<b>BAN KIỂM SOÁT</b>		
Ông Nguyễn Việt Thắng	Trưởng Ban kiểm soát	Kế toán trưởng Trung tâm Dịch vụ Tin học , Phó ban Tài chính – Kế toán, Kiểm soát Tài chính FPT, Phó Chủ tịch Công đoàn FPT
Ông Nguyễn Khải Hoàn	Ủy viên	Trưởng Ban Tài chính – Kế toán FPT, Kế toán trưởng Công ty Cổ phần Phần mềm FPT
Ông Cao Duy Hà	Ủy viên	Chuyên viên Ban Đầu tư, Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước

*Nguồn: VPBS tổng hợp*

*FPT cần xác định thể hệ lãnh đạo nối tiếp trong tương lai gần.*

*Sự thay đổi liên tiếp của nhân sự ban điều hành đã dẫn đến ít nhiều bất ổn và phần nào giải thích những biến động về giá cổ phiếu FPT trong năm qua.*

Sau 25 năm hoạt động, các thành viên sáng lập gồm ông Trương Gia Bình, ông Bùi Quang Ngọc và ông Đỗ Cao Bảo vẫn là những nhân tố thúc đẩy tầm nhìn chiến lược và phương hướng phát triển của FPT. Hiện nay, ông Lê Song Lai, bà Lê Nữ Thùy Dương và ông Jean-Charles Belliol đã được các cổ đông tổ chức lớn của FPT (Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước - SCIC, Quỹ Orchid và Red River Holdings) đề cử vào Hội đồng quản trị.

Chúng tôi cho rằng cơ cấu tổ chức này sẽ tạo nên nhiều thách thức trong tương lai gần khi hầu hết các thành viên sáng lập ra FPT đã trên 55 tuổi. FPT cần xác định và phát triển thể hệ lãnh đạo nối tiếp nếu muốn có các chính sách đổi mới nhằm đạt được mức tăng trưởng vượt bậc như trong giai đoạn trước đó.

Vào tháng 2 năm 2011, với mục đích nhằm trao lại vị trí lãnh đạo cho thế hệ sau, Hội đồng Quản trị (HĐQT) đã đề cử ông Trương Đình Anh làm Tổng Giám đốc FPT, thay thế ông Nguyễn Thành Nam, một trong những người sáng lập của FPT. Trước khi được đề cử, ông Trương Đình Anh đã từng là Phó Chủ tịch, sau đó là Tổng Giám đốc và Chủ tịch của Công ty Viễn thông FPT và Công ty Trực tuyến FPT. Tuy nhiên, vào tháng 9 năm 2012, ông Đình Anh tuyên bố từ nhiệm chức vụ Tổng Giám đốc sau hai tháng nghỉ dưỡng do những khác biệt trong định hướng chiến lược và phương thức quản lý giữa mình và HĐQT. Mặc dù Trương Đình Anh vẫn là một thành viên của HĐQT, chúng tôi tin rằng tầm ảnh

---

hưởng của ông trong HĐQT là không đáng kể. Vào tháng 10 năm 2013, ông Đình Anh đã bán thành công 1.157.111 cổ phiếu FPT, tương đương với 98% tổng số cổ phần nắm giữ của mình.

Chúng tôi cho rằng những bất ổn từ phía lãnh đạo, cùng với tình hình tài chính không được khả quan trong năm 2012, đã tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu của FPT trong năm đó, với mức giảm từ 53.600 đồng/cp trong tháng 5 năm 2012 xuống còn 32.300 đồng/cp trong tháng 12 năm 2012. Dù vậy, giá cổ phiếu FPT đã dần phục hồi và đã lấy lại đà tăng giá trong năm 2013.

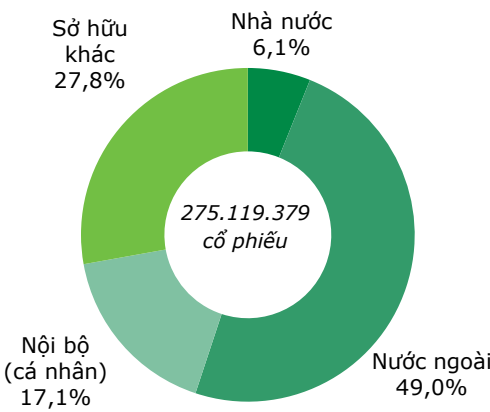
Sau khi ông Đình Anh từ chức, ông Trương Gia Bình đã được bầu vào vị trí Tổng Giám đốc. Đây được coi là một lựa chọn hợp lý khi xem xét bề dày kinh nghiệm và uy tín của ông trong tập đoàn và trên thị trường. Tuy nhiên, vào tháng 7 năm 2013, ông Bình đã nhường lại chức vụ cho ông Bùi Quang Ngọc, nhằm tách biệt chức vụ Tổng Giám đốc và chức vụ Chủ tịch HĐQT mà ông Bình đồng thời nắm giữ sau sự ra đi của ông Đình Anh. Trước đó, ông Ngọc đã từng là Phó Chủ tịch HĐQT của FPT trong 12 năm và là thành viên của HĐQT Công ty Viễn thông FPT và Giám đốc điều hành của Công ty Đầu tư FPT.

Chúng tôi đề cao bề dày kinh nghiệm của ông Ngọc tại FPT nhưng cho rằng nhiệm kỳ Tổng Giám đốc của ông tại FPT sẽ không kéo dài. Việc bổ nhiệm ông Ngọc vào vị trí này được thị trường coi là một giải pháp tạm thời của FPT để giảm bớt gánh nặng quản lý cho ông Trương Gia Bình. Theo đó, chúng tôi tin rằng sẽ có người kế nhiệm chức vụ Tổng Giám đốc trong tương lai gần do hai nguyên nhân chính:

- Ông Bùi Quang Ngọc là nhà lãnh đạo thuộc "thế hệ 1.0", cùng với các thành viên sáng lập khác như ông Trương Gia Bình và ông Đỗ Cao Bảo, do đó sẽ rất khó để trông đợi những thay đổi mang tính lâu dài cho FPT từ phía ông Ngọc.
- Để lấy lại đà tăng trưởng vượt trội như trong thời gian trước đó, FPT cần một Tổng Giám đốc mới, người có khả năng đề xuất và thực hiện các chiến lược phát triển táo bạo để mở rộng mạng lưới khách hàng hoặc tìm kiếm thị trường mới.



### 3. CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tên	Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu	Cơ cấu cổ đông
<b>Cổ đông cá nhân lớn (&gt;1%)</b>			
Ông Trương Gia Bình	19.571.869	7,1%	
Ông Bùi Quang Ngọc	10.173.325	3,7%	
Ông Hoàng Minh Châu	5.088.876	1,9%	
Ông Nguyễn Thành Nam	4.677.193	1,7%	
Ms. Trương Thị Thanh Thanh	4.453.222	1,6%	
Ông Phan Ngô Tổng Hưng	4.275.625	1,6%	
Ông Đỗ Cao Bảo	3.209.650	1,2%	
Ông Lê Quang Tiến	3.112.481	1,1%	
<b>Cổ đông tổ chức lớn (&gt;1%)</b>			
Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	16.639.800	6,1%	Nội bộ (cá nhân) 17,1%
Red River Holding	15.754.059	5,7%	
Amersham Industries Limited	4.788.790	1,7%	
Vietnam Enterprise Investments Ltd	4.741.338	1,7%	
Vietnam Equity Holding	4.545.632	1,7%	
Dragon Capital Vietnam Mother Fund	4.486.937	1,6%	
Wareham Group Limited	4.082.770	1,5%	
Norges Bank	2.844.338	1,0%	

Nguồn: Thông tin doanh nghiệp

Nguồn: Thông tin doanh nghiệp

*Chính sách nâng trần sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài nếu được thông qua sẽ có những thúc đẩy tích cực với giá cổ phiếu FPT trong ngắn hạn.*

Cổ phiếu FPT đặc biệt được ưa chuộng bởi các nhà đầu tư nước ngoài. Bởi thế, tỷ lệ sở hữu nước ngoài của tập đoàn luôn đạt mức tối đa cho phép là 49%. Thật vậy, sau khi Orchid Capital Investments Pte Ltd, một quỹ đầu tư trụ sở tại Singapore, bán ròng 29,2 triệu cổ phiếu (tương đương với tỷ lệ sở hữu 10,7%) trong tháng 9 năm 2013, tỷ lệ sở hữu nước ngoài của cổ phiếu FPT đã nhanh chóng tăng nhanh trở lại đạt 49% chỉ trong thời gian ngắn. Ngoài ra, theo chia sẻ từ phía ông Bùi Quang Ngọc vào cuối tháng 9 năm 2013, Orchid Capital chỉ bán cổ phần trong FPT nhằm mục đích cơ cấu lại danh mục đầu tư của quỹ.

Vào cuối năm 2013, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam (SSC) đã đề xuất với Thủ tướng về việc nâng quyền biểu quyết tại công ty cổ phần từ 49% lên 60%. Mặc dù đã có dự đoán rằng kiến nghị này có thể được phê duyệt trước dịp Tết Nguyên đán năm 2014, nhưng cho tới nay vẫn chưa có thông báo gì từ phía Chính phủ đối với tiến độ của kiến nghị này. Tuy vậy, nếu kiến nghị này được ký kết thành luật vào năm 2014, giá cổ phiếu FPT trong năm nay sẽ nhận được những xúc tác tích cực.

Khác với các nhà đầu tư nước ngoài, các cổ đông nội bộ có vẻ thận trọng hơn đối với cổ phiếu FPT. Khi xem xét tất cả các giao dịch được thực hiện bởi các cổ đông nội bộ lớn từ tháng 1 năm 2011 đến tháng 1 năm 2014, chúng tôi thấy chỉ có giao dịch bán ra nhưng không có hoạt động mua vào.

Mặc dù việc các cổ đông nội bộ bán cổ phần của mình trong FPT có thể bắt nguồn từ lý do tài chính cá nhân, sự vắng mặt của hoạt động mua vào từ nhóm này vẫn là dấu chấm hỏi lớn, đặt biệt khi FPT dưới đánh giá của chúng tôi vẫn là một công ty blue-chip có các yếu tố cơ bản vững mạnh.

## Giao dịch nội bộ của FPT từ năm 2011 đến tháng 1 năm 2014

Tên	Chức vụ tại ngày giao dịch	Đăng kí mua	Đăng kí bán	Đặt lệnh mua	Đặt lệnh bán	Ngày đặt lệnh
Hoàng Hữu Chiến	Kế toán trưởng	-	46.150	-	46.150	06/11/2013
Trương Đình Anh	Ủy viên HĐQT	-	1.157.117	-	1.157.117	08/10/2013
Nguyễn Khải Hoàn	Ủy viên Ban Kiểm soát	-	70.000	-	71.710	05/08/2013
Chu Hùng Thắng	Người nhà của Chu Thị Thanh Hà	-	25.000	-	25.000	09/08/2013
Đỗ Cao Bảo	Ủy viên HĐQT	-	872.112	-	872.112	13/08/2012
Trương Thị Thanh Thanh	Phó Chủ tịch HĐQT	-	200.000	-	-	30/08/2012
Bùi Nguyễn Minh Châu	Nhân viên	-	13.762	-	13.760	26/07/2012
Nguyễn Khải Hoàn	Ủy viên Ban Kiểm soát	-	10.000	-	-	n/a
Nguyễn Khải Hoàn	Ủy viên Ban Kiểm soát	-	10.000	-	4.300	25/10/2011
Hoàng Nam Tiến	Ủy viên HĐQT	-	500.000	-	500.000	6/10/2011
Nguyễn Khải Hoàn	Ủy viên Ban Kiểm soát	-	10.340	-	10.340	25/08/2011
Hoàng Minh Châu	Phó Chủ tịch HĐQT	-	953.608	-	953.608	03/10/2011
Đỗ Cao Bảo	Ủy viên HĐQT	-	2.000.000	-	2.000.000	14/06/2011
Nguyễn Điệp Tùng	Ủy viên HĐQT	-	882.000	-	882.000	08/08/2011
Nguyễn Thị Kim Thoa	Mẹ của Trương Đình Anh	-	6.000	-	6.000	25/01/2011

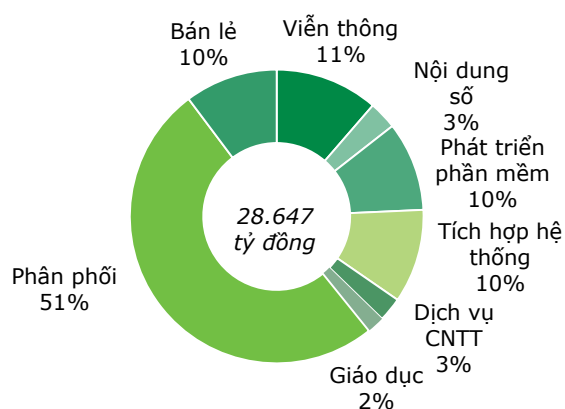
Nguồn: Bloomberg

## 4. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

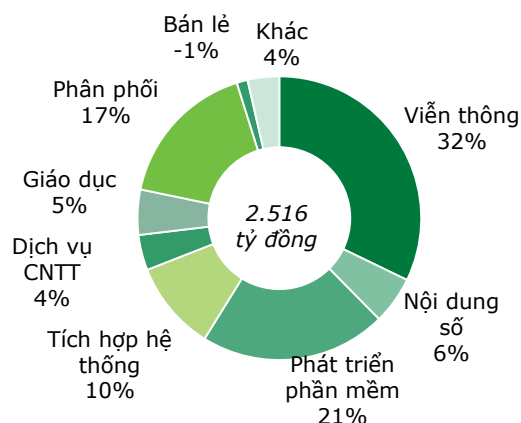
Doanh thu kinh doanh và lợi nhuận trước thuế (LNTT) hợp nhất của FPT lần lượt đạt 28,6 nghìn tỷ đồng và 2,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2013, với tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm cùng đạt 11% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013.

Dịch vụ viễn thông, phát triển phần mềm, tích hợp hệ thống và phân phối là các mảng kinh doanh lớn nhất của FPT, liên tục đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh của tập đoàn. Trong năm 2013, bốn mảng kinh doanh này gộp lại lần lượt chiếm 82% và 80% trong cơ cấu doanh thu và LNTT của FPT.

Cơ cấu doanh thu năm 2013 của FPT



Cơ cấu LNTT năm 2013 của FPT



Lưu ý: số liệu doanh thu và LNTT không bao gồm loại trừ liên công ty

Nguồn: VPBS tổng hợp, Báo cáo tài chính hợp nhất quý 4/2013

Mảng phân phối đóng góp lớn nhất vào doanh thu trong khi dịch vụ Internet là mảng đóng góp lớn nhất vào LNTT của FPT.

Mặc dù mảng phân phối là mảng đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu của FPT, LNTT của mảng này chỉ chiếm 17% trong cơ cấu LNTT của FPT trong năm 2013 do biên lợi nhuận thấp. Ngược lại, mảng viễn thông và phát triển phần mềm có biên lợi nhuận tương đối cao. Hai mảng này kết hợp lại chiếm đến 53% trong cơ cấu LNTT của FPT trong năm 2013 trong khi doanh thu chỉ chiếm 21% trong tổng doanh thu. Mảng giáo dục có biên LNTT cao trong tất cả các mảng từ năm 2010 đến năm 2013, lần lượt đạt 37%, 34%, 29% và 24%. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý đóng góp của mảng này trong cơ cấu doanh thu và LNTT của FPT vẫn còn khá khiêm tốn, chỉ chiếm lần lượt 2% và 5% trong năm 2013.

#### LNTT và biên LNTT (LNTT) của từng mảng kinh doanh

LNTT (tỷ đồng)	Năm 2010	Biên LNTT	Năm 2011	Biên LNTT	Năm 2012	Biên LNTT	Năm 2013	Biên LNTT
Viễn thông	491	24,1%	550	23,3%	691	25,1%	830	25,5%
Nội dung số	111	26,4%	250	22,1%	203	11,2%	140	15,9%
Phát triển phần mềm	383	26,3%	498	26,5%	496	21,2%	548	19,4%
Tích hợp hệ thống	296	11,9%	396	12,0%	322	11,0%	264	8,9%
Dịch vụ tin học	68	16,4%	58	11,1%	98	14,4%	104	13,7%
Giáo dục	102	36,6%	134	33,7%	146	28,7%	133	23,9%
Phân phối	412	3,1%	518	3,3%	432	2,8%	436	3,0%
Bán lẻ	-	n/a	3	0,4%	(35)	n/a	(32)	n/a
Khác	160	n/a	95	n/a	54	n/a	93	n/a
<b>FPT</b>	<b>2.023</b>	<b>10,1%</b>	<b>2.502</b>	<b>9,9%</b>	<b>2.407</b>	<b>9,8%</b>	<b>2.516</b>	<b>8,8%</b>

Nguồn: VPBS tổng hợp, Báo cáo tài chính hợp nhất của FPT

Các mảng dịch vụ của FPT (như viễn thông, phát triển phần mềm, giáo dục và dịch vụ tin học) và mảng bán lẻ có mức tăng trưởng doanh thu và LNTT cao nhất trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2013. Trong khi đó, doanh thu và LNTT của mảng phân phối và tích hợp hệ thống chỉ tăng trưởng dưới 10% trong cùng giai đoạn. Ngoài ra, trong năm 2013, đóng góp của hai mảng này vào LNTT của FPT giảm 7,2% so với năm 2010. Đó là do trong những năm gần đây, FPT đã định hướng tăng trưởng theo hướng các mảng dịch vụ công nghệ có tính chất biên lợi nhuận cao và theo hướng mở rộng chuỗi cửa hàng bán lẻ.

#### Tăng trưởng doanh thu và LNTT của từng mảng kinh doanh từ năm 2010 đến năm 2013

	Viễn thông & Trực tuyến	Phát triển phần mềm	Phân phối	Bán lẻ*	Tích hợp hệ thống	Giáo dục	Dịch vụ tin học
2010-2013 CAGR của doanh thu	19,0%	24,7%	2,7%	108,0%	6,1%	25,8%	22,4%
2010-2013 CAGR của LNTT	17,2%	12,7%	1,9%	n/a	-3,7%	9,2%	15,2%
Biên LNTT trung bình 4 năm	22,6%	23,4%	3,2%	n/a	11,0%	30,7%	13,9%
% LNTT trong năm 2010	29,8%	18,9%	20,4%	0,0%	14,6%	5,0%	3,4%
% LNTT trong năm 2013	38,6%	21,8%	17,3%	-1,3%	10,5%	5,3%	4,1%

\*CAGR cho khối bán lẻ được tính cho giai đoạn từ 2011 đến 2013

Nguồn: VPBS tổng hợp, Báo cáo tài chính hợp nhất của FPT

## 5. PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH

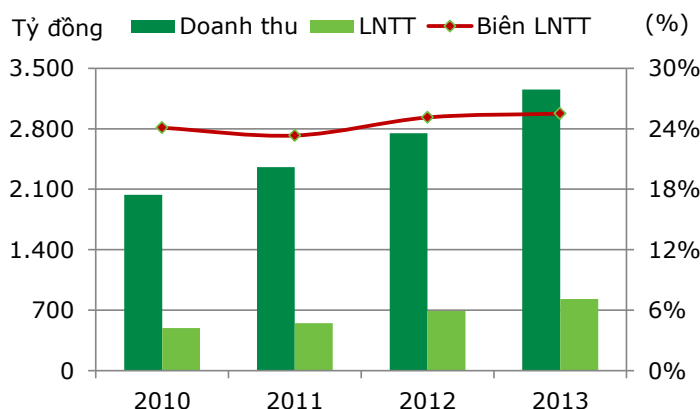
### Dịch vụ viễn thông (Viễn thông FPT)

Được thành lập vào năm 1997 và cấp giấy phép ICP và ISP một năm sau đó, Công ty Viễn thông FPT đã trở thành nhà cung cấp băng thông rộng cố định lớn thứ hai với thị phần là 27% tại Việt Nam vào năm 2013, sau VNPT (56%).

Trong năm 2008, công ty chuyển sang mô hình tập đoàn với sự thành lập của các chi nhánh: Công ty Viễn thông FPT miền Bắc (FTN), Công ty Viễn thông FPT miền Nam (FTS), Công ty Dịch vụ dữ liệu Internet FPT (IDS), Công ty Dịch vụ Quảng cáo FPT (ADS), Công ty Trực tuyến FPT (FOC), và Công ty Viễn thông Quốc tế FPT (FTI). Các công ty liên kết hoạt động kinh doanh chuyên sâu về dịch vụ Internet, dịch vụ tích hợp 3 trong 1, dữ liệu, lưu trữ, game trực tuyến và các dịch vụ viễn thông quốc tế.

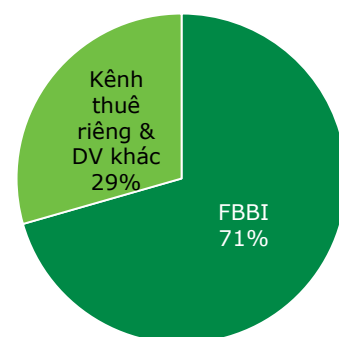
Xét về doanh thu, Viễn thông FPT đứng thứ hai trong cả tập đoàn, chiếm 11,4% tổng doanh thu của FPT trong năm 2013. Doanh thu năm vừa qua đạt 3,3 nghìn tỷ đồng, tăng 18,3% so với năm 2012. LNTT cả năm 2013 đạt 830 tỷ đồng, tăng 20,1%. Với kết quả này, mảng viễn thông đã hoàn thành mục tiêu đề ra với doanh thu và LNTT lần lượt đạt 103% và 101% kế hoạch cả năm 2013.

Kết quả kinh doanh của Viễn thông FPT



Nguồn: FPT

Cơ cấu doanh thu năm 2013



Nguồn: FPT

Từ năm 2011 trở về trước, thế mạnh cạnh tranh chính của Viễn thông FPT trong mảng dịch vụ Internet là dung lượng kết nối quốc tế 100 Gbps thông qua cáp ngầm Asia America Gateway (AAG). Dù vậy, đối với đường truyền Internet trong nước, công ty vẫn phải thuê đường cáp của VNPT. Gần đây, nhờ việc hoàn thành tuyến cáp viễn thông dài 4.000 kí-lô-mét theo trục Bắc-Nam trong năm 2012 và một tuyến cáp dự phòng thứ hai trong năm 2013, công ty đã bước đầu thành công trong việc củng cố cơ sở hạ tầng mạng trong nước của mình. Các dự án cơ sở hạ tầng này tạo điều kiện để công ty đạt được lợi nhuận cao hơn và mở rộng thêm dịch vụ.

Doanh thu của phân khúc Internet băng thông rộng đã tăng trưởng chậm lại trong những năm gần đây, từ 22,0% năm 2010 giảm còn 19,0% vào năm 2013, chủ yếu do sự suy thoái kinh tế trong nước và sự bão hòa phần nào trong tăng trưởng của lĩnh vực Internet tại khu vực đô thị Việt Nam. Kênh thuê riêng và dịch vụ khác, ví dụ cho các loại đường cáp chuyên dụng và dịch vụ tiện ích

*Thương vụ mua lại vốn cổ phần của SCIC tại công ty Viễn thông FPT sẽ bị hoãn lại cho đến năm 2015.*

cho khách hàng doanh nghiệp (như công ty chứng khoán và ngân hàng thương mại), đã đạt tốc độ tăng trưởng ngoạn mục hai con số (năm 2013: 29,4%; năm 2012: 35,0%) do nhu cầu sử dụng dữ liệu đang gia tăng từ phía các doanh nghiệp trong nước. Chúng tôi tin rằng nỗ lực không ngừng của Viễn Thông FPT trong việc thâm nhập các tỉnh thành mới và nhu cầu cao từ phía khách hàng doanh nghiệp đối với dịch vụ kênh thuê riêng sẽ giúp phân khúc này tiếp tục tăng trưởng doanh thu cao trong thời gian tới.

Tổng Công ty Vốn Đầu tư Nhà nước (SCIC) là cổ đông lớn của Công ty Viễn thông FPT với 50,2% cổ phần, trong khi Tập đoàn FPT chỉ nắm giữ 42,5%. Vào cuối năm 2011, FPT bắt đầu đàm phán với SCIC về hoán đổi quyền sở hữu của SCIC tại Công ty Viễn thông FPT với cổ phần trong Tập đoàn FPT. Đây được xem là một phần của chiến lược OneFPT, được đề ra với mục đích hợp nhất sở hữu của Tập đoàn FPT đối với các công ty con. Tuy vậy, công cuộc đàm phán đã không có tiến triển gì đáng kể, và vào tháng 12 năm 2013, Thủ tướng Việt Nam đã phê duyệt đề nghị từ phía SCIC về việc nắm giữ cổ phần của Công ty Viễn thông FPT cho đến năm 2015.

Vào tháng 8 năm 2013, Viễn thông FPT đã nhận được giấy phép truyền hình cáp (Cable TV) từ Bộ TTTT. Giấy phép bao gồm hai phần:

- Dịch vụ truyền hình cáp: Viễn thông FPT có thể cung cấp các dịch vụ cho tất cả các tỉnh, thành phố, ngoại trừ Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ, Khánh Hòa, Lâm Đồng và Đắk Lắk.
- Dịch vụ truyền hình cáp kỹ thuật số: Viễn thông FPT có thể cung cấp các dịch vụ trong tất cả các tỉnh, thành phố trên toàn quốc không giới hạn.

Đây là tiến triển tốt đối với Viễn Thông FPT vì nhu cầu lĩnh vực truyền hình trả tiền như Zing TV, Yan TV và TV Shopping đang trên đà tăng tại Việt Nam. Đồng thời, Viễn thông FPT cũng có thể sử dụng các kênh truyền hình cáp của mình để kinh doanh không gian quảng cáo. Ngoài ra, việc cung cấp các dịch vụ mang giá trị gia tăng như truyền hình cáp cũng sẽ giúp cải thiện chỉ số doanh thu trên mỗi khách hàng của mảng viễn thông.

Chúng tôi tin rằng doanh thu từ phân khúc viễn thông sẽ duy trì mức tăng trưởng trên 15% trong giai đoạn dự báo nhờ vào các yếu tố sau:

- Dịch vụ thuê bao băng thông rộng cố định sẽ có mức tăng trưởng cao vì hệ thống viễn thông theo trục Bắc-Nam mới được xây dựng sẽ giúp Viễn Thông FPT thâm nhập các khu vực nông thôn ít được khai thác tại Việt Nam.
- Kênh thuê riêng và các dịch vụ khác sẽ đạt được tăng trưởng mạnh nhờ nhu cầu dữ liệu gia tăng của các khách hàng doanh nghiệp và các mảng kinh doanh truyền hình cáp mới.

## Dự phóng doanh thu của Viễn Thông FPT

Tỷ đồng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Doanh thu	2.354	2.750	3.254	3.824	4.473	5.193	6.049	7.048
Tăng trưởng (%)		16,8%	18,3%	17,5%	17,0%	16,1%	16,5%	16,5%
<b>Trong đó</b>								
- Doanh thu FBBI	1.713	1.929	2.296	2.674	3.151	3.739	4.450	5.288
growth (%)		12,6%	19,0%	16,5%	17,8%	18,7%	19,0%	18,8%
- Kênh thuê riêng	641	822	958	1.150	1.322	1.454	1.600	1.760
Tăng trưởng (%)		28,1%	16,6%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Nguồn: FPT, VPBS dự báo

## Nội dung số

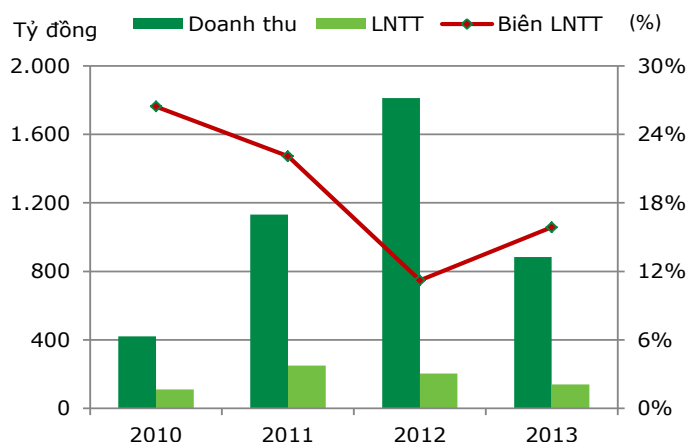
*Cải thiện về tình hình vĩ mô của Việt Nam, cùng với sự phục hồi của mảng game trực tuyến và sự phát triển của web thương mại điện tử sẽ là nhân tố thúc đẩy sự tăng trưởng của phân khúc nội dung số.*

Nhờ sự phổ biến ngày một tăng của Internet tại Việt Nam, mảng quảng cáo trực tuyến trong nước đã gặt hái nhiều kết quả tốt, với tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 37,5% từ năm 2009 đến năm 2012, dựa theo ước tính được cung cấp bởi Media Partners Asia.

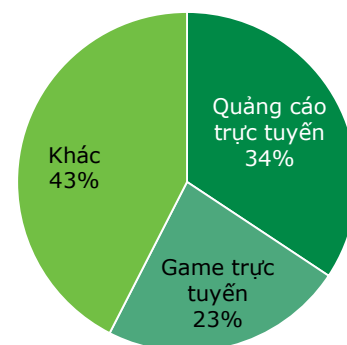
Nguồn doanh thu chính trong mảng nội dung số của FPT trong năm 2013 là quảng cáo trực tuyến và game trực tuyến. Dịch vụ phân phối thẻ điện thoại di động trực tuyến, mặc dù chiếm 43,5% tổng doanh thu vào năm 2012, đã bị chấm dứt vào năm 2013 do có biên lợi nhuận thấp (dưới 1%). Điều này làm cho doanh thu năm 2013 của mảng nội dung số giảm 51,3% so với năm trước mặc dù biên LNTT tăng lên đến 15,9% trong năm này so với mức 11,2% năm 2012.

## Kết quả kinh doanh của Công ty Dịch vụ trực tuyến FPT

## Cơ cấu doanh thu năm 2013



Nguồn: FPT



Nguồn: FPT

- Nhân tố chính cho các dịch vụ quảng cáo trực tuyến của FPT là VnExpress và Saomai, hai trang web tin tức phổ biến nhất tại Việt Nam với tổng lượng người truy cập lên tới 13,4 triệu trong năm 2012. Doanh thu từ hoạt động quảng cáo trực tuyến của FPT đạt mức tăng trưởng 41,8% so với cùng kỳ trong năm 2012 và chiếm 30% thị phần của thị trường quảng cáo trực tuyến, dựa theo ước tính của AC Nielsen. Tuy vậy, 2013 là một năm đầy khó khăn cho mảng này do sự cắt giảm chi tiêu của khách hàng doanh nghiệp. Doanh thu quảng cáo trực tuyến trong năm 2013 giảm 5,0% so với cùng kỳ, chỉ bằng 71,6% dự kiến cả năm của ban lãnh đạo.

- Mảng game trực tuyến của FPT hoạt động dưới mức kỳ vọng trong cả hai năm 2012 năm 2013, với mức tăng trưởng âm doanh thu lần lượt là 32,1% và 5,1%. Kết quả không mấy khả quan này phần lớn là do các yếu tố thách thức đến từ góc độ pháp lý và thị trường. Do nhận thức tiêu cực của xã hội đối với game trực tuyến, từ năm 2010 đến năm 2012, Bộ TTTT đã giảm thiểu việc cung cấp giấy phép cho các game mới. Và trong năm 2013, Bộ TTTT đã ngưng hẳn việc cấp giấy phép cho game mới. Ngoài ra, bắt đầu từ tháng 3 năm 2011, Bộ TTTT đã cấm tất cả các hoạt động chơi game trực tuyến từ 10 giờ tối đến 8 giờ sáng mỗi ngày để hạn chế thời gian trên mạng của giới trẻ.

Tuy thế, người chơi trong nước vẫn có thể tránh luật cấm này bằng cách chơi game trực tuyến không có giấy phép thông qua các máy chủ đặt ở nước ngoài trong thời gian bị cấm. Việc "lách luật" này đã tước đi nguồn doanh thu ổn định từ game trực tuyến của các nhà phân phối game trong nước. Vào tháng 9 năm 2013, Nghị định 72 của Chính phủ được ký thành luật cho phép Bộ TTTT tiếp tục thực hiện đầy đủ chức năng chuyển nhượng giấy phép cho các game trực tuyến mới. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng đến năm 2015 nghị định mới phát huy hết tác dụng do các nhà phân phối game trong nước vẫn đang chờ đợi các thông tư hướng dẫn đối với Nghị định này.

- Trang web thương mại điện tử của FPT (Sendo.vn) chỉ mới ra đời vào năm 2012 nên chưa có tác động mạnh mẽ đối với hoạt động tài chính của cả tập đoàn. Tuy vậy, do mảng thương mại điện tử của Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn khởi đầu, chúng tôi tin rằng doanh thu từ sendo.vn sẽ bắt đầu tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2015 trở về sau.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của mảng nội dung số sẽ đạt mức tăng trưởng từ 13,0% đến 19,0% bắt đầu từ năm 2015 đến năm 2018 nhờ sự phục hồi từ hoạt động quảng cáo trực tuyến và game trực tuyến, cùng với sự tăng trưởng từ hoạt động thương mại điện tử.

#### Dự phóng doanh thu của mảng nội dung số

Tỷ đồng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Doanh thu	1.135	1.812	883	961	1.094	1.301	1.548	1.842
Tăng trưởng (%)		59,6%	-51,3%	8,8%	13,9%	18,9%	19,0%	19,0%
- Quảng cáo trực tuyến	225	319	303	333	383	460	552	662
Tăng trưởng (%)		41,4%	-5,0%	10,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%
- Game trực tuyến	318	216	205	215	237	272	313	360
Tăng trưởng (%)		-32,3%	-5,1%	5,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%
- Dịch vụ khác	589	1,277	375	413	474	569	683	820
Tăng trưởng (%)		116,2%	-70,6%	10,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Nguồn: FPT, VPBS dự báo



## Tích hợp hệ thống (FPT IS)

*FPT IS dẫn đầu về dịch vụ cung cấp các giải pháp tích hợp hệ thống lớn và phức tạp trên thị trường.*

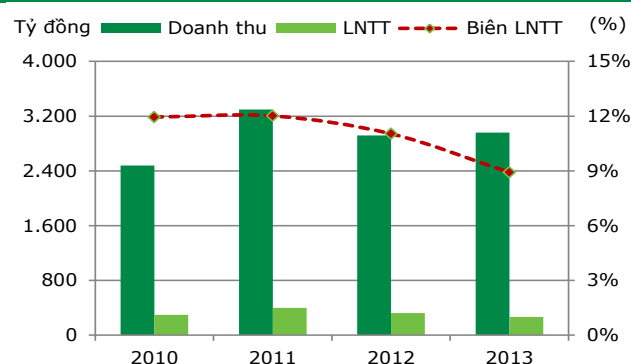
Công ty Hệ thống Thông tin FPT (FPT IS) chuyên về các dịch vụ tích hợp hệ thống máy tính và phát triển ứng dụng hệ thống, ví dụ như ứng dụng quản trị tổng thể doanh nghiệp (ERP) và dịch vụ nghiệp vụ doanh nghiệp (BPO). FPT IS đã thành lập văn phòng đại diện tại Xinh-ga-po, Lào, Cam-pu-chia và Hoa Kỳ. Nhóm khách hàng quan trọng của công ty bao gồm: (1) các cơ quan chính phủ, như Tòa án Nhân dân tối cao và Bộ Tài chính, (2) các tổ chức tín dụng và ngân hàng, như Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, BIDV, Vietcombank, và (3) khối doanh nghiệp, như Petrolimex, VNPT.

Thế mạnh của FPT IS nằm ở bề dày kinh nghiệm trong lĩnh vực cung cấp các dự án tích hợp hệ thống toàn diện cho các cơ quan nhà nước và tập đoàn lớn trên thị trường. Vào tháng 5 năm 2013, FPT IS giành được hợp đồng phát triển hệ thống quản lý mạng tập trung cho Công ty Viễn thông Lào, một trong bốn nhà cung cấp dịch vụ viễn thông lớn nhất tại Lào. Vào tháng 7 năm 2013, FPT IS đã ký hợp đồng nâng cấp hệ thống ERP Oracle cho Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk). Vào tháng 9 năm 2013, Tập đoàn Y khoa Hoàn Mỹ thuê FPT IS để phát triển hệ thống phần mềm FPT.eHospital cho chuỗi bệnh viện của công ty. Ngoài ra, trong quý 2 năm 2013, FPT IS đã triển khai thành công hệ thống Thông quan Hàng hóa Tự động cho cơ quan Hải quan Việt Nam. Dự án cuối cùng này đã giúp FPT IS giành giải nhất trong lễ trao giải eAsia của Hội đồng Châu Á - Thái Bình Dương về Thuận lợi hoá Thương mại và Kinh doanh Điện tử (AFACT) vào cuối tháng 11 năm 2013.

### Kết quả kinh doanh của FPT IS (tỷ đồng)

Tỷ đồng	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Doanh thu	2.477	3.297	2.919	2.959
Tăng trưởng (%)		33,1%	-11,5%	1,4%
LNTT	296	396	322	264
Tăng trưởng (%)		33,8%	-18,7%	-18,0%
Biên LNTT	11,9%	12,0%	11,0%	8,9%

Nguồn: FPT



Năm 2012 và 2013 là hai năm đầy thử thách đối với FPT IS, do phải đối mặt với việc siết chặt chính sách tài khóa từ phía Chính phủ và việc cắt giảm chi tiêu từ phía khách hàng doanh nghiệp. FPT ước tính chi tiêu CNTT của Chính phủ và các ngân hàng giảm lần lượt 15,0% và 20,0% trong năm 2012. Điều này dẫn đến việc doanh thu của phân khúc này giảm 11,5% trong năm 2012 và chỉ tăng khiêm tốn 1,4% trong năm 2013. LNTT trong năm 2013 cũng giảm 18,0% so với năm trước do áp lực giá cả mà các công ty trong ngành đều phải đối mặt trong tình hình kinh tế đi xuống.

Trong tháng 11 năm 2013 tại Hội nghị Chiến lược cho giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018, FPT IS đã xác định toàn cầu hóa là yếu tố quan trọng trong sự phát triển tương lai của công ty. Theo ông Đỗ Cao Bảo, Chủ tịch của FPT IS, phân khúc này đã đặt kế hoạch đạt 200 triệu USD doanh thu trong năm 2018

từ thị trường quốc tế với trọng tâm là các thị trường mới nổi như Băng-la-đét, Phi-líp-pin, In-đô-nê-xi-a, Lào, Campuchia, Bu-tan, Xê-nê-gan, Ga-na và Pê-ru. Đối với các nước phát triển, FPT IS sẽ tiếp tục phát triển hệ thống ERP và BOP tại thị trường Nhật Bản cũng như thúc đẩy các cơ hội kinh doanh tại Hoa Kỳ và Châu Âu.

#### Dự phóng doanh thu của FPT IS

Tỷ đồng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Doanh thu	3.297	2.919	2.959	3.255	3.580	3.938	4.332	4.765
Tăng trưởng (%)		-11,4%	1,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Nguồn: FPT, VPBS dự báo

Ngày 21 tháng 1 năm 2014, Bộ Kinh tế và Tài chính Campuchia thuê FPT IS để xây dựng hệ thống quản lý thông tin tài chính (FMIS) cho Kho bạc Nhà nước và Chính phủ Hoàng gia nước này. FMIS sẽ được triển khai trong 26 tháng kể từ tháng 1 năm 2014 và được bảo trì bởi FPT IS trong hai năm tới. Hợp đồng này có trị giá gần 10 triệu USD và cũng là hợp đồng nước ngoài lớn nhất của công ty.

Về phía trong nước, chúng tôi tin rằng khối ngân hàng sẽ gia tăng chi tiêu cho CNTT bắt đầu từ năm 2014 với hai lý do. Thứ nhất, các tổ chức tín dụng sẽ cần nâng cấp các cơ sở hạ tầng CNTT nhằm triển khai lắp đặt thêm nhiều máy ATM trên toàn quốc. Thứ hai, việc Công ty Quản lý Tài sản Việt Nam (VAMC) bắt đầu hoạt động vào tháng 7 năm 2013 đã cải thiện phần nào tâm lý kinh doanh của ngành tín dụng, làm các ngân hàng tự tin hơn trong việc tăng ngân sách cho việc đầu tư CNTT trong thời kỳ ngắn đến trung hạn. Ngoài ra, FPT IS cũng đang nỗ lực thâm nhập phân khúc doanh nghiệp vừa và nhỏ bằng cách giới thiệu các gói phần mềm doanh nghiệp SAP cho những đối tượng khách hàng này. Chúng tôi tin rằng doanh nghiệp vừa và nhỏ là một thị trường hấp dẫn cho mảng tích hợp hệ thống trong dài hạn chính vì các doanh nghiệp này sẽ dần hướng tới việc cải thiện chất lượng hoạt động thông qua việc nâng cấp hệ thống CNTT.

Từ năm 2014 và giai đoạn trở về sau, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ đạt mức 10% nhờ vào các hợp đồng được ký kết từ thị trường mới nổi, đặc biệt các nước láng giềng của Việt Nam.

*Những cải thiện về tình hình vĩ mô và tâm lý thị trường sẽ giúp mảng này phục hồi trong những năm sắp tới.*

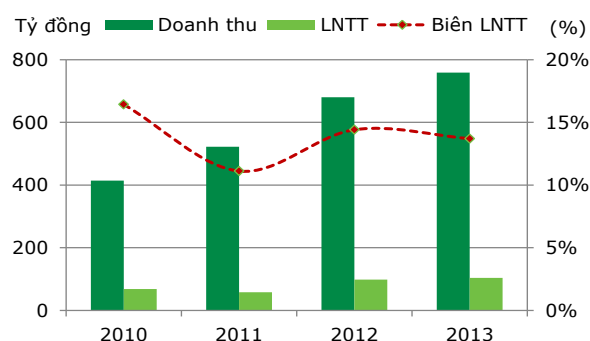
## Dịch vụ tin học (FPT SC)

Công ty Dịch vụ Tin học FPT (FPT SC) cung cấp dịch vụ bảo trì CNTT và thiết bị mạng, như máy tính xách tay, điện thoại, máy in và máy ATM của ngân hàng. Phân khúc này còn cung cấp dịch vụ kết nối điện tử, dịch vụ chứng thực số (CAS) và dịch vụ tin học khác cho khách hàng. Vào cuối năm 2012, đã có hơn 66.000 khách hàng sử dụng dịch vụ CAS và hơn 3.700 doanh nghiệp sử dụng dịch vụ hải quan điện tử. Tuy vậy, do quy mô còn nhỏ, phân khúc này chỉ chiếm lần lượt 2,6% và 4,1% trong cơ cấu doanh thu và LNTT của FPT trong năm 2013. Bên cạnh đó, trong bối cảnh thị trường khó khăn, tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNTT của mảng có mức thấp hơn so với những năm trước, lần lượt tăng 12% và 6% so với năm 2012.

### Kết quả kinh doanh của FPT SC

Tỷ đồng	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Doanh thu	414	522	680	759
Tăng trưởng (%)		26,1%	30,3%	11,6%
LNTT	68	58	98	104
Tăng trưởng (%)		-14,7%	69,0%	6,1%
Biên LNTT	16,4%	11,1%	14,4%	13,7%

Nguồn: FPT



Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của phân khúc này sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 10% mỗi năm.

### Dự phóng doanh thu của Công ty dịch vụ tin học FPT

Tỷ đồng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Doanh thu	522	680	759	835	918	1.010	1.111	1.222
Tăng trưởng (%)		30,3%	11,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

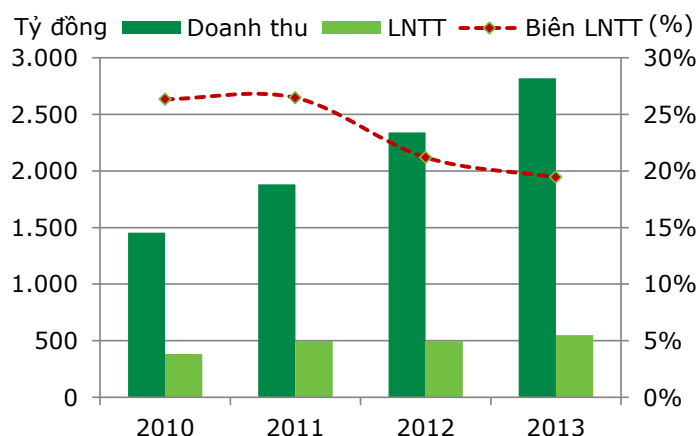
Nguồn: FPT, VPBS dự báo

## Phát triển phần mềm (FSoft)

Nhật Bản, Hoa Kỳ và Châu Âu là thị trường quốc tế quan trọng của FSoft.

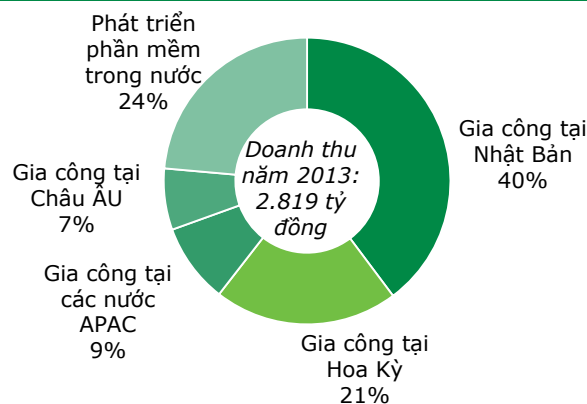
Công ty Phần mềm FPT (FSoft) cung cấp dịch vụ gia công phần mềm và giải pháp phần mềm cho các doanh nghiệp trong và ngoài nước. Mảng gia công phần mềm là nhân tố quan trọng thúc đẩy sự tăng trưởng của FSoft và lần lượt chiếm 74,2% và 76,4% trong tổng doanh thu của tập đoàn trong năm 2012 và 2013. Là công ty gia công phần mềm hàng đầu tại Việt Nam, FSoft có khách hàng trên toàn thế giới với thị trường trọng điểm là Nhật Bản, Hoa Kỳ và Châu Âu. Doanh thu của mảng này đạt mức tăng trưởng lần lượt là 33,6% và 24,1% trong năm 2012 và năm 2013. Nhờ tình hình kinh tế toàn cầu đi xuống, các dịch vụ gia công phần mềm của công ty đã thu hút được lượng lớn khách hàng nước ngoài do chi phí dịch vụ rẻ hơn so với Ấn Độ và Trung Quốc.

## Kết quả kinh doanh của FSoft



Nguồn: FPT

## Cơ cấu doanh thu năm 2013



Nguồn: FPT

Thị trường phát triển phần mềm trong nước chiếm 25,8% tổng doanh thu của FSoft trong năm 2012 và 23,6% trong năm 2013. Các dịch vụ giải pháp phần mềm trong nước được cung cấp chủ yếu cho các cơ quan chính phủ, tổ chức tín dụng và công ty bảo hiểm. Trong năm vừa qua, doanh thu từ thị trường trong nước đạt mức tăng trưởng 10,1% so với năm trước, cao hơn mức 4,0% trong năm 2012, chủ yếu do chỉ tiêu phần mềm từ các cơ quan chính phủ đã phần nào hồi phục.

FSoft đặt kế hoạch hướng tới 10.000 nhân sự và 200 triệu USD doanh thu cho năm 2016. Căn cứ trên tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm của doanh thu từ năm 2010 đến năm 2013 là 24,7%, chúng tôi dự đoán doanh thu sẽ đạt mức tăng trưởng từ 21,0% đến 27,0% trong giai đoạn dự báo.

## Dự phóng doanh thu của Công ty phần mềm FPT

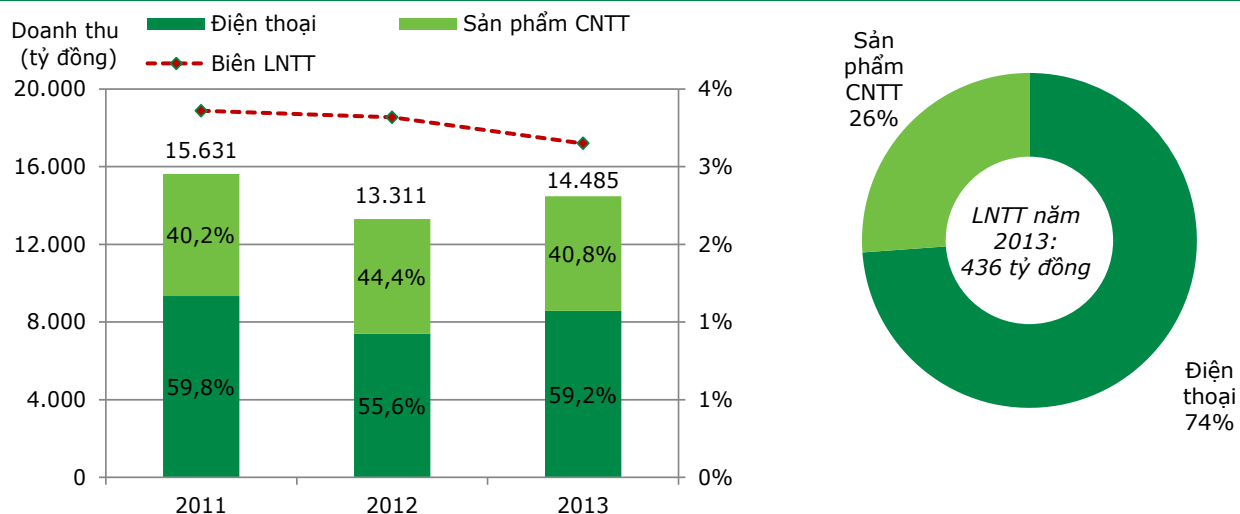
Tỷ đồng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Doanh thu phần mềm	1.881	2.340	2.819	3.561	4.505	5.566	6.818	8.278
Tăng trưởng (%)	88,1%	24,4%	20,5%	26,3%	26,5%	23,6%	22,5%	21,4%
<b>Trong đó</b>								
- Thị trường Nhật Bản	696	1.004	1.121	1.401	1.752	2.102	2.522	3.027
Tăng trưởng (%)		44,3%	11,7%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%
- Thị trường Hoa Kỳ	224	361	585	878	1.272	1.781	2.405	3.126
Tăng trưởng (%)		61,2%	62,0%	50,0%	45,0%	40,0%	35,0%	30,0%
- Thị trường Châu Á-Thái Bình Dương	246	173	253	316	395	474	546	627
Tăng trưởng (%)		-29,7%	46,2%	25,0%	25,0%	20,0%	15,0%	15,0%
- Thị trường Châu Âu	134	198	195	234	281	323	371	427
Tăng trưởng (%)		47,8%	-1,5%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%
- Thị trường Việt Nam	581	604	665	732	805	885	974	1,071
Tăng trưởng (%)		4,0%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Nguồn: FPT, VPBS dự báo

## Phân phối (FTG)

Phân khúc phân phối sản phẩm CNTT mang tính chất chu kỳ nên bị ảnh hưởng đáng kể bởi các yếu tố vĩ mô trong năm 2012, ghi nhận tăng trưởng âm đối với doanh thu và LNTT lần lượt là âm 12,1% và âm 23,8% so với năm trước. Tuy vậy, FTG đã phần nào phục hồi trong năm 2013, với mức tăng trưởng của doanh thu và LNTT lần lượt đạt 8,8% và 0,9%.

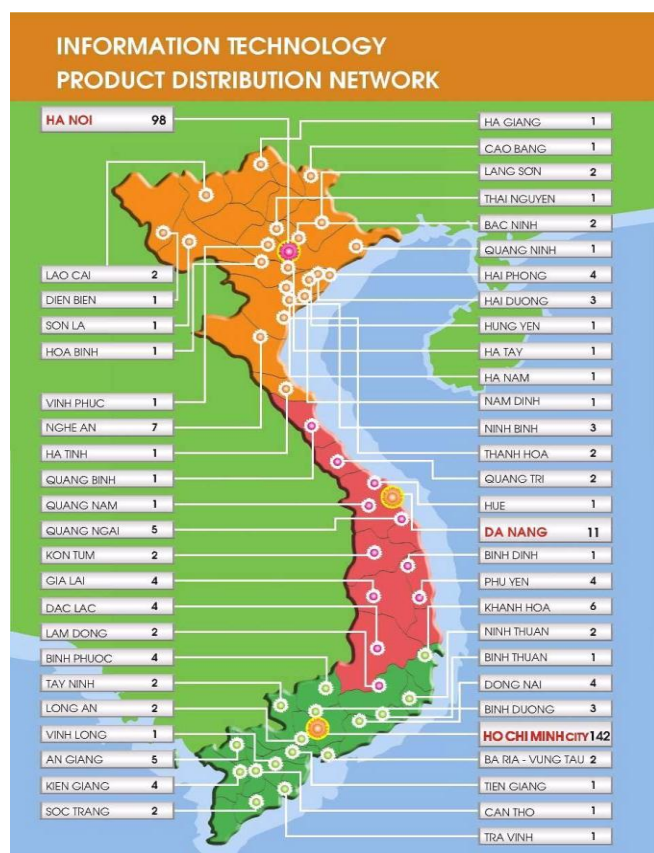
### Kết quả kinh doanh của FTG



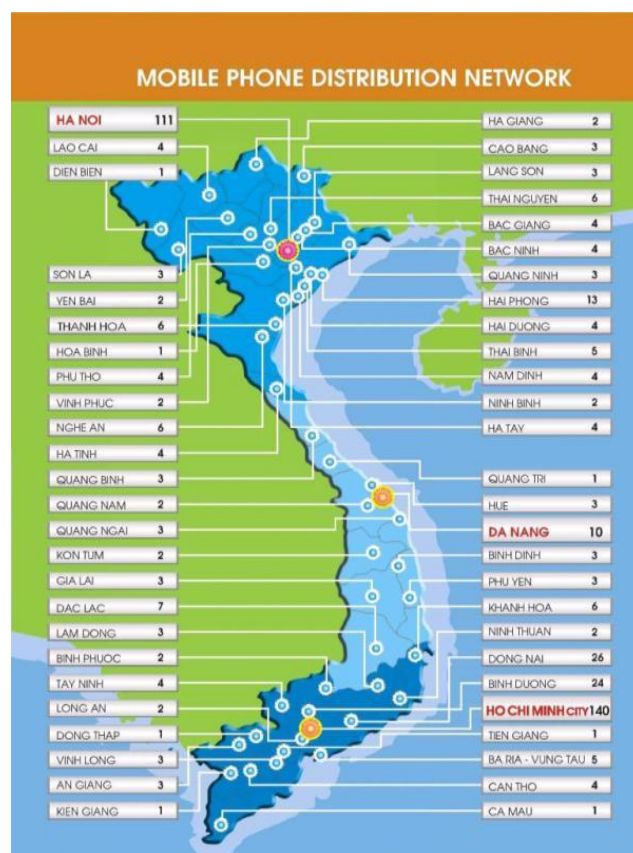
Source: FPT

FTG sở hữu tổ hợp các kênh phân phối điện thoại di động và sản phẩm CNTT rộng nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 40% thị phần điện thoại di động tại thời điểm cuối tháng 9 năm 2013. FTG là nhà phân phối hàng đầu của các hãng nổi tiếng trên thế giới như Toshiba, MAC, Acer, HP, NEC, IBM, Nokia, HTC, Vertu, vv. Công ty cũng kinh doanh và phân phối sản phẩm công nghệ dưới thương hiệu FPT, ví như sản phẩm điện thoại F-phone.

## Mạng lưới phân phối của FTG



Nguồn: FPT



Nguồn: FPT

Mạng phân phối điện thoại đã đạt thành tích đáng kể trong năm 2013, với doanh thu tăng trưởng 15,9% và chiếm 59,2% trong cơ cấu doanh thu của FTG trong năm 2013. Bên cạnh việc sở hữu thị phần lớn trong mạng phân phối điện thoại Nokia, FTG cũng đạt được nhiều lợi ích tài chính từ quyền phân phối điện thoại thông minh (ĐTTM) Lenovo (từ tháng 8 năm 2012) và iPhone của Apple (từ tháng 5 năm 2013).

Trong năm 2013, doanh thu từ hoạt động phân phối ĐTTM Lenovo tăng trưởng 749% và đạt 599 tỷ đồng. Bên cạnh đó, dù chỉ trong 8 tháng cuối năm 2013, doanh thu từ hoạt động phân phối điện thoại Iphone của Apple đạt 884 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng những đặc quyền phân phối này sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng cho doanh thu mạng phân phối điện thoại của FTG.

Trái ngược với phân khúc điện thoại, doanh thu từ mạng phân phối sản phẩm CNTT lần lượt giảm 4,8% và 0,1% trong năm 2012 và năm 2013. Theo như nhận định của đại diện từ phía FPT, các con số này phản ánh tình hình vĩ mô đầy thách thức của Việt Nam trong những năm gần đây đối với thị trường sản phẩm CNTT trong nước.

Tuy FTG đóng góp tới 50,6% trong cơ cấu doanh thu của FPT trong năm 2013, do tính chất biên lợi nhuận thấp, LNTT của mạng này chỉ chiếm 17,3% trong cơ cấu LNTT của cả tập đoàn. Chúng tôi dự đoán rằng doanh thu của FTG sẽ đạt mức tăng trưởng từ 5,0% đến 11,0% trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của hoạt động phân phối điện thoại.



## Dự phóng doanh thu của mảng phân phối điện thoại và các sản phẩm CNTT

Tỷ đồng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Doanh thu	15.631	13.312	14.485	16.067	17.364	18.775	19.714	20.699
Tăng trưởng %		-14,8%	8,8%	10,9%	8,1%	8,1%	5,0%	5,0%
<b>Trong đó</b>								
- Điện thoại	9.423	7.400	8.580	9.867	10.854	11.939	12.536	13.163
Tăng trưởng %		-21,5%	15,9%	15,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%
- Sản phẩm CNTT	6.208	5.912	5.905	6.200	6.510	6.836	7.178	7.536
Tăng trưởng %		-4,8%	-0,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

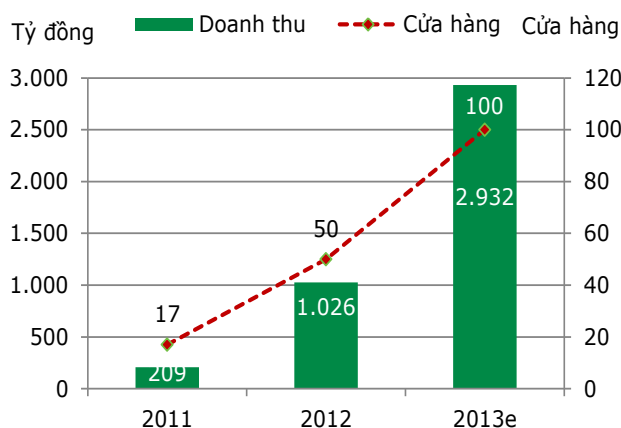
Nguồn: FPT, VPBS dự báo

## Bán lẻ

Chính sách phát triển "siêu tốc" đã mang lại tốc độ tăng trưởng đột phá cho mảng bán lẻ trong năm 2012 và năm 2013.

Phân khúc bán lẻ phát triển "siêu tốc" trong cả hai năm 2012 và năm 2013, với mức tăng trưởng của doanh thu lần lượt đạt 51,3% và 185,8%. Mức tăng trưởng này có được là do FPT đã xúc tiến mạnh hoạt động phát triển mạng lưới các cửa hàng bán lẻ trên toàn nước trong hai năm vừa qua.

### Tăng trưởng phân khúc bán lẻ



Nguồn: FPT



Vào cuối năm 2011, FPT mới chỉ có 17 cửa hàng bán lẻ đang hoạt động. Đến cuối năm 2012, con số này đã tăng gần gấp ba lần lên đến 50 cửa hàng trên khắp 24 tỉnh, thành phố. Vào cuối năm 2013, công ty báo cáo đã có tổng cộng 100 cửa hàng đang hoạt động. Theo trao đổi gần đây của chúng tôi với đại diện của FPT, công ty kỳ vọng sẽ có tổng cộng 150 cửa hàng bán lẻ hoạt động vào cuối năm 2014.

### Dự phóng doanh thu của Công ty Bán lẻ FPT

Tỷ đồng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Doanh thu	678	1.026	2.932	4.398	6.157	8.004	9.605	10.566
Tăng trưởng(%)		51,3%	185,8%	50,0%	40,0%	30,0%	20,0%	10,0%

Nguồn: FPT, VPBS dự báo



## Giáo dục

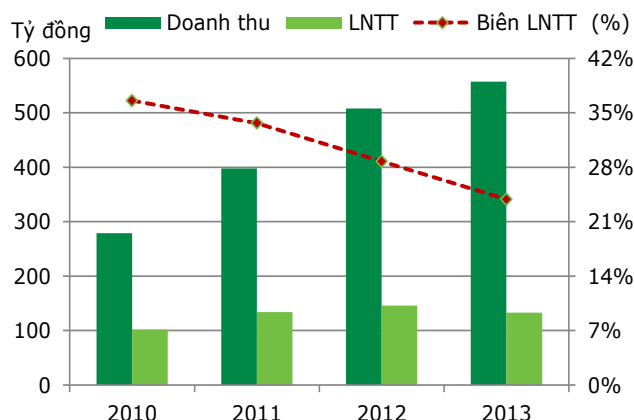
Giáo dục là lĩnh vực kinh doanh mới và đang có đà tăng trưởng nhanh. Mạng này đóng góp khoảng 1,9% trong cơ cấu doanh thu và 5,3% trong cơ cấu LNTT của FPT trong năm 2013. Hiện nay, công ty có bốn đơn vị:

- (1) Đại học FPT: đào tạo chương trình cử nhân CNTT, ngân hàng, tài chính và khách sạn;
- (2) FPT Polytechnic: đào tạo chương trình cao đẳng;
- (3) FPT Aptech: cung cấp các khóa học CNTT; và
- (4) FPT Arena: cung cấp các khóa học mỹ thuật đa phương tiện.

### Kết quả kinh doanh của Công ty Giáo dục FPT

Tỷ đồng	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Doanh thu	279	398	508	557
Tăng trưởng (%)		42,7%	27,6%	9,6%
LNTT	102	134	146	133
Tăng trưởng (%)		31,4%	9,0%	-9,0%
Biên LNTT	36,6%	33,7%	28,7%	23,9%

Nguồn: FPT



Trong bối cảnh nhu cầu về nhân sự CNTT cấp cao đang trên đà cao như hiện nay, FPT kỳ vọng mảng giáo dục sẽ vừa là bộ máy lợi nhuận vừa là kênh tuyển dụng ổn định để thúc đẩy sự tăng trưởng của cả tập đoàn trong tương lai. Trong năm 2014, FPT Polytechnic sẽ triển khai chương trình hướng nghiệp ngắn hạn để giúp học sinh tốt nghiệp trung học lấy được chứng chỉ nghề chỉ sau ba năm hoặc chứng chỉ cao đẳng chỉ sau bốn năm với các khóa đào tạo chuyên về kiểm định phần mềm và lập trình.

Theo báo cáo tài chính quý 4 năm 2013, từ năm 2013 trở đi, FPT sẽ lập quỹ đầu tư và phát triển cho phân khúc giáo dục với chi phí trích quỹ hàng năm bằng 25% LNTT của mảng này. Do vậy, chúng tôi đã điều chỉnh mô hình định giá của mình dựa trên thay đổi này.

Với chiến lược rút ngắn thời gian học và tập trung vào các khóa đào tạo kỹ năng mang tính thực tiễn, mảng giáo dục của FPT đang tạo nên thương hiệu riêng của mình trong sân chơi giáo dục của Việt Nam. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu hàng năm của phân khúc này sẽ đạt từ 10,0% đến 20,0% trong giai đoạn dự báo.

### Dự phóng doanh thu của Công ty Giáo dục FPT

Tỷ đồng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Doanh thu	398	508	557	613	705	811	973	1.168
Tăng trưởng (%)		27,6%	9,7%	10,0%	15,0%	15,0%	20,0%	20,0%

Nguồn: FPT, VPBS dự báo

### III. XU HƯỚNG CHIẾN LƯỢC

#### ĐẦU TƯ VÀ MỞ RỘNG CHO TƯƠNG LAI

- *Dịch vụ Internet:* Viễn thông FPT sẽ tiếp tục phát triển cơ sở hạ tầng cho hệ thống mạng trong nước bằng việc đầu tư vào các dự án lắp đặt mạng lưới cáp viễn thông trên khắp Việt Nam. Lợi ích mang lại từ những dự án trên là Viễn Thông FPT sẽ giảm dần sự phụ thuộc vào cơ sở hạ tầng của các đối thủ cạnh tranh như VNPT.

Ngoài ra, Viễn thông FPT sẽ tăng đầu tư vào các dịch vụ giá trị gia tăng có biên lợi nhuận cao, ví dụ như truyền hình cáp và Voice IP. Thông qua cơ sở hạ tầng mạng hiện có, Viễn Thông FPT có thể dễ dàng triển khai những dịch vụ này với chi phí vận hành tương đối thấp. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ làm thúc đẩy doanh thu trung bình từ mỗi khách hàng và biên lợi nhuận của công ty trong dài hạn.

- *Nội dung kỹ thuật số:* chúng tôi cho rằng FPT sẽ chú trọng đầu tư nhằm mở rộng danh mục sản phẩm của mình trong mảng game trực tuyến và mảng tin tức và giải trí. Ngoài ra, chúng tôi cũng giữ nhiều kỳ vọng đối với mảng thương mại điện tử và tin rằng phân khúc này sẽ có nhiều triển vọng tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận trong thời kỳ trung đến dài hạn.
- *Bán lẻ:* FPT sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới bán lẻ thông qua việc mở thêm các cửa hàng mới tại các tỉnh thành trọng điểm khắp Việt Nam, hoặc thông qua các thương vụ mua lại các chuỗi cửa hàng từ đối thủ cạnh tranh.
- *Giáo dục:* phân khúc giáo dục sẽ tiếp tục nghiên cứu và đầu tư vào các khóa học mới cho sinh viên cũng như các khóa đào tạo cho các giảng viên trong những năm tới.

#### MỞ RỘNG THỊ TRƯỜNG QUỐC TẾ

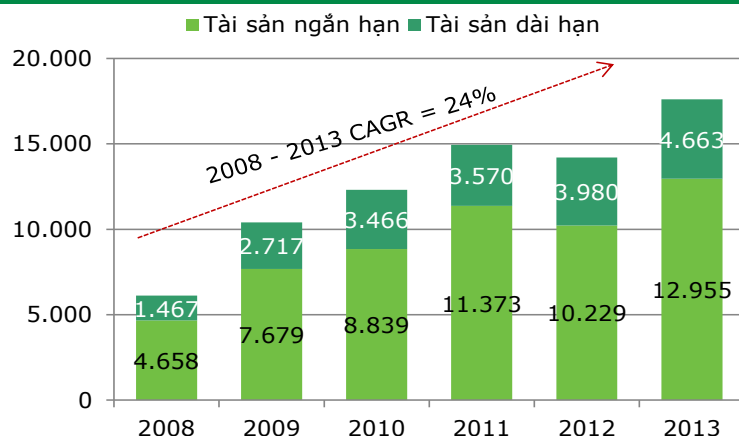
Chúng tôi tin rằng FPT sẽ giữ vững phương thức phát triển theo hướng toàn cầu hóa trong thời gian sắp tới, đặc biệt là đối với hoạt động gia công phần mềm và tích hợp hệ thống. Cụ thể, đối với FSoft, Nhật Bản và Mỹ sẽ vẫn là thị trường quốc tế hấp dẫn nhất. Doanh thu gia công phần mềm từ hai quốc gia này đã tăng trưởng lần lượt 12% và 62% trong năm 2013. (Nếu không có sự mất giá hơn 20% của đồng JPY so với đồng USD trong năm vừa qua, tăng trưởng doanh thu từ thị trường Nhật Bản sẽ là 32% trong năm 2013). Hiện nay, mảng gia công phần mềm tại Việt Nam vẫn được hưởng lợi thế cạnh tranh về giá cả vì phí dịch vụ tại Việt Nam được ước tính là rẻ hơn 30% so với các công ty ở Ấn Độ và Trung Quốc.

Đối với FPT IS, các nước láng giềng như Lào và Campuchia sẽ là những thị trường có tiềm năng lớn nhất. Gần đây nhất, vào ngày 21 tháng 1 năm 2014, công ty đã ký một hợp đồng trị giá gần 10 triệu USD với Bộ Kinh tế và Tài chính Campuchia với dự án xây dựng hệ thống quản lý thông tin tài chính cho Kho bạc Nhà nước và Chính phủ Hoàng gia Campuchia. Theo chiến lược cho giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018, công ty đặt kế hoạch doanh thu 200 triệu USD từ các thị trường quốc tế vào năm 2018.

## IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

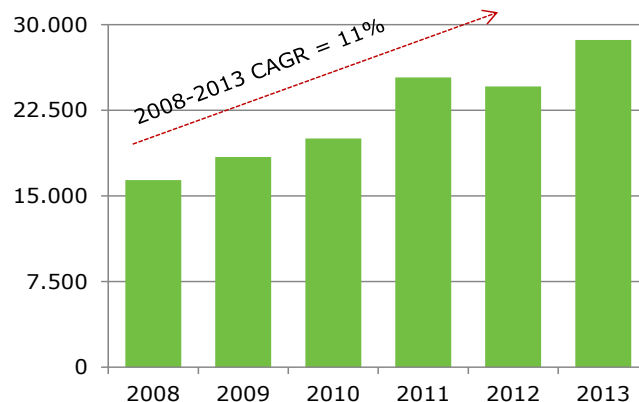
### TĂNG TRƯỞNG

Tổng tài sản (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo kiểm toán của FPT

Doanh thu (tỷ đồng)

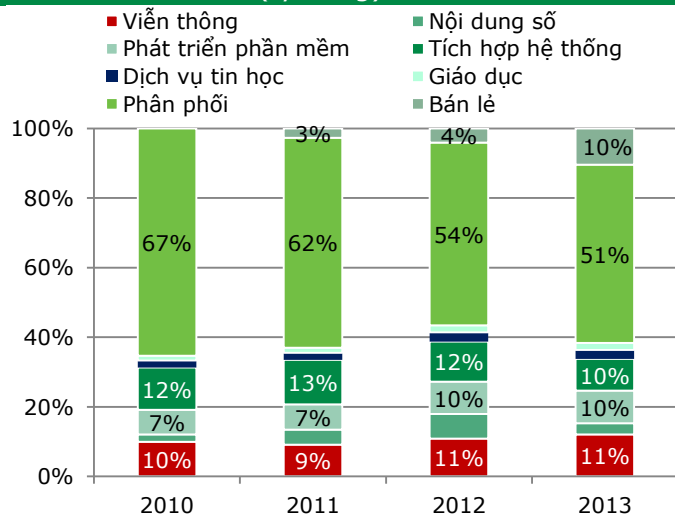


Nguồn: Báo cáo kiểm toán của FPT

Tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) của tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của FPT trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2013 lần lượt đạt 24% và 25%. Điều này cho thấy vốn phát hành cổ phần và lợi nhuận chưa phân phối là các nhân tố chính đằng sau sự tăng trưởng của cả tập đoàn.

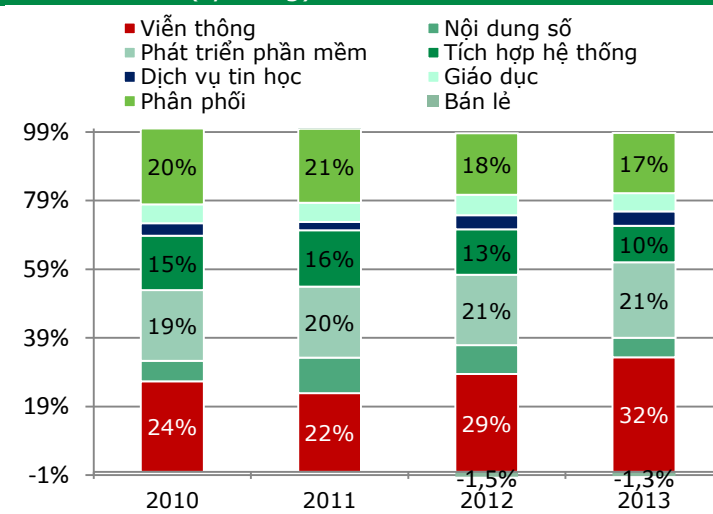
Tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm của doanh thu từ năm 2008 đến năm 2011 đạt 16% trong khi doanh thu trong năm 2012 giảm nhẹ 3%. Sự sụt giảm này là do các yếu tố vĩ mô đầy thách thức mà toàn ngành phải đối diện trong năm đó. Tuy vậy, doanh thu của cả tập đoàn đã phần nào lấy lại đà tăng trưởng và đạt 14% trong năm 2013. Cho giai đoạn dự báo, chúng tôi dự đoán rằng doanh thu của FPT sẽ đạt mức tăng trưởng 11% đến 19% hàng năm.

Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)



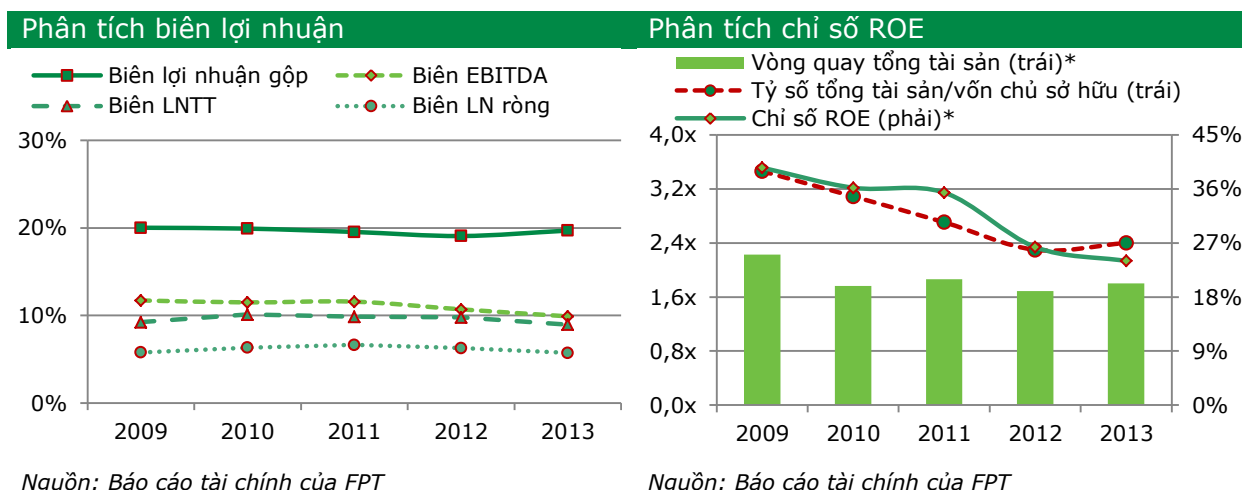
Nguồn: Báo cáo kiểm toán của FPT

Cơ cấu LNTT (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo kiểm toán của FPT

Chúng tôi nhận thấy rằng mảng viễn thông, phát triển phần mềm, phân phối và bán lẻ sản phẩm CNTT vẫn là những nhân tố quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của cả tập đoàn trong giai đoạn dự báo. Từ năm 2010 cho đến cuối năm vừa qua, tỷ trọng của bốn mảng này trong cơ cấu doanh thu và LNTT của cả tập đoàn đều có chiều hướng đi lên.



## KHẢ NĂNG SINH LỜI VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

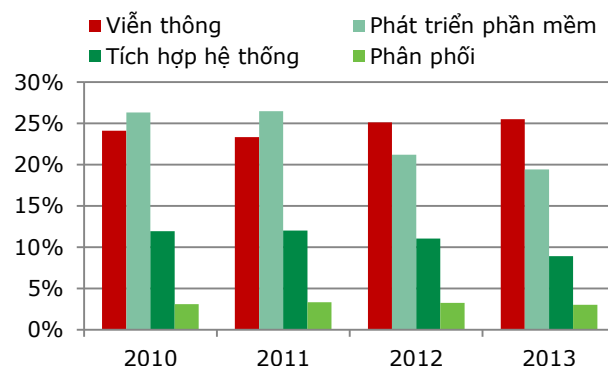
Xét về tổng thể, các chỉ số và biên lợi nhuận của FPT trong những năm gần đây là tương đối ổn định. Việc tỷ lệ đòn bẩy giảm và hệ số vòng quay tài sản giữ mức ổn định từ năm 2009 đến nay cho thấy FPT vẫn là một doanh nghiệp tăng trưởng và đang trong giai đoạn tăng trưởng ổn định. Mặc dù chúng tôi không cho rằng tập đoàn sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng bão hòa trong giai đoạn dự báo, chúng tôi dự đoán chỉ số ROE sẽ giảm dần song song với việc mở rộng hoạt động kinh doanh hiện tại hoặc việc triển khai các hoạt động mới trong tương lai.

### Biên LNTT của các mảng kinh doanh chính

Biên LNTT (%)	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Dịch vụ Internet	24,1%	23,3%	25,1%	25,5%
Nội dung kỹ thuật số	26,4%	22,1%	11,2%	15,9%
Phát triển phần mềm	26,3%	26,5%	21,2%	19,4%
Tích hợp hệ thống	11,9%	12,0%	11,0%	8,9%
Dịch vụ tin học	16,4%	11,1%	14,4%	13,7%
Giáo dục	36,6%	33,7%	28,7%	23,9%
Thương mại	3,1%	3,2%	2,8%	3,0%
Bán lẻ	n/a	0,4%	-3,4%	-1,1%
FPT	10,1%	9,9%	9,8%	8,8%

Nguồn: Báo cáo tài chính của FPT

### Biên LNTT của các mảng kinh doanh chính

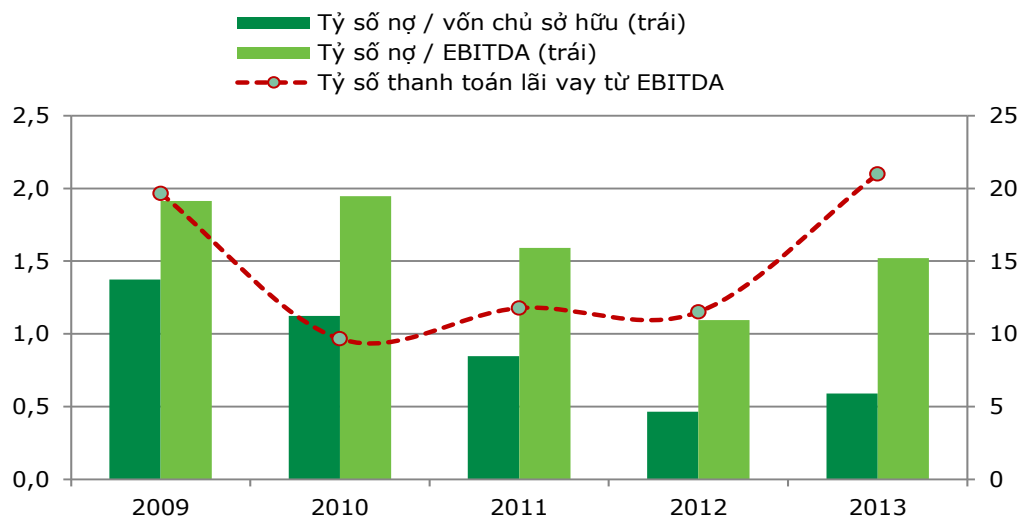


Nguồn: Báo cáo tài chính của FPT

Nhằm thu hút các hợp đồng kinh doanh từ thị trường trong và ngoài nước, FPT đã duy trì chính sách giá cả ổn định đối với dịch vụ phát triển phần mềm và tích hợp hệ thống trong những năm gần đây. Áp lực về giá này cộng với việc lương chi trả cho nhân sự ngành CNTT đang ngày một tăng lên đã dẫn đến sự suy giảm trong hệ số biên LNTT cho hai mảng này.

## HỆ SỐ THANH TOÁN NỢ VÀ THANH KHOẢN

### Cơ cấu nguồn vốn và đòn bẩy tài chính



Nguồn: Báo cáo đã kiểm toán của FPT, Phân tích của VPBS

Hệ số thanh toán nợ và thanh khoản của FPT đã có những cải thiện trong những năm qua. Vào cuối năm 2013, tổng số nợ chịu lãi chiếm trên 59% vốn chủ sở hữu so với trên 100% vào cuối năm 2010. Việc tỷ số nợ trên EBITDA luôn dưới mức 2 lần và tỷ số thanh toán lãi vay từ EBITDA gần như luôn luôn đạt trên 10 lần cho thấy FPT sẽ không có khó khăn gì trong việc thanh toán nợ trong thời gian sắp tới của tập đoàn.

### Phân tích các chỉ số thanh khoản

	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Tỷ số thanh toán tiền mặt	0,48x	0,26x	0,34x	0,34x	0,27x
Tỷ số thanh toán hiện hành	1,61x	1,63x	1,34x	1,50x	1,43x
Tỷ số thanh toán nhanh	1,31x	1,17x	0,96x	1,10x	1,05x
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	1,37x	1,12x	0,85x	0,47x	0,59x
Tỷ số nợ/tổng tài sản	0,40x	0,36x	0,31x	0,20x	0,24x
Tỷ số nợ/ EBITDA	1,91x	1,95x	1,59x	1,10x	1,52x
Tỷ số nợ/ EBIT	2,23x	2,27x	1,82x	1,29x	1,81x
Tỷ số thanh toán lãi từ EBITDA	19,65x	9,66x	11,77x	11,51x	20,98x
Tỷ số thanh toán lãi từ EBIT	16,88x	8,28x	10,27x	9,76x	17,63x

Nguồn: Báo cáo đã kiểm toán của FPT, Phân tích của VPBS

Với cấu trúc nguồn vốn này và 2.487 tỷ đồng tiền mặt tại thời điểm cuối năm 2013, chúng tôi chưa thấy vấn đề bất ổn liên quan đến thanh khoản của FPT trong những năm sắp tới.

## V. ĐỊNH GIÁ

### 1. CÁC GIÁ ĐỊNH DỰ BÁO

#### Các giả định đối với doanh thu

Chúng tôi lập dự báo tăng trưởng doanh thu cho từng mảng kinh doanh của FPT dựa trên những nghiên cứu về ngành CNTT của Việt Nam và dựa trên các cuộc trao đổi với đại diện của FPT. Trên tổng thể, dịch vụ Internet, nội dung số, gia công phần mềm và bán lẻ là các mảng kinh doanh có mức tăng trưởng doanh thu cao nhất trong giai đoạn dự báo.

#### Dự phóng tăng trưởng cho từng mảng kinh doanh

Tăng trưởng (% so với cùng kỳ)	Tăng trưởng	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013e	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
<b>Viễn thông</b>									
Băng thông rộng cố định	Dài hạn	12,2%	12,6%	19,0%	16,5%	17,8%	18,7%	19,0%	18,8%
Kênh thuê riêng	Dài hạn	25,7%	28,1%	16,6%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>Nội dung số</b>									
Quảng cáo trực tuyến	Dài hạn	n/a	41,4%	-5,0%	10,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Game trực tuyến	Dài hạn	n/a	-32,3%	-5,1%	5,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Khác	Dài hạn	n/a	116,2%	-70,6%	10,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Phát triển phần mềm</b>									
Gia công phần mềm	Dài hạn	n/a	33,6%	24,1%	31,3%	30,8%	26,5%	24,9%	23,3%
Giải pháp phần mềm	Chu kỳ	n/a	4,0%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>Hệ thống thông tin</b>									
Tích hợp hệ thống	Chu kỳ	33,1%	-11,4%	1,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>Dịch vụ tin học</b>									
Bảo trì và dịch vụ khác	Dài hạn	26,1%	30,3%	11,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>Thương mại</b>									
Phân phối	Chu kỳ	17,1%	-14,8%	8,8%	10,9%	8,1%	8,1%	5,0%	5,0%
Bán lẻ	Chu kỳ	n/a	51,3%	185,8%	50,0%	40,0%	30,0%	20,0%	10,0%
<b>Giáo dục</b>									
Các loại hình đào tạo IT	Dài hạn	42,6%	27,5%	9,7%	10,0%	15,0%	15,0%	20,0%	20,0%

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của FPT, VPBS dự báo

Vì phần lớn các mảng kinh doanh của FPT đều có tính chất tăng trưởng dài hạn, triển vọng tương lai của tập đoàn theo nhận định của chúng tôi là rất tích cực. Chúng tôi tin rằng thương hiệu FPT sẽ ngày càng được nâng cao tại cả thị trường trong nước và trên thế giới. Mặc dù mô hình dự báo của chúng tôi chỉ bao gồm các lĩnh vực kinh doanh hiện tại của FPT, khả năng tập đoàn còn sẽ mở rộng hoạt động kinh doanh sang các mảng khác trong thời gian trung đến dài hạn là rất có thể.

#### Các giả định đối với khả năng sinh lời

##### Biên lợi nhuận hoạt động

Chúng tôi dự báo về biên lợi nhuận hoạt động của từng mảng kinh doanh dựa trên số liệu quá khứ và đánh giá của chúng tôi về tính hiệu quả của từng mảng kinh doanh trong giai đoạn đó. Cụ thể:

## Biên lợi nhuận hoạt động cho từng mảng

Biên lợi nhuận hoạt động (%)	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013e	Năm 2014f	Năm 2015f	Năm 2016f	Năm 2017f	Năm 2018f
Viễn thông	22,0%	23,7%	25,0%	25,5%	26,0%	26,5%	27,0%	27,5%
Nội dung số	20,4%	10,5%	10,0%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
Phát triển phần mềm	21,3%	20,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Tích hợp hệ thống	13,6%	11,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
Dịch vụ tin học	15,3%	12,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Phân phối	5,3%	3,5%	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Bán lẻ	0,6%	-2,4%	1,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Giáo dục	28,3%	27,3%	26,3%	25,3%	24,3%	23,3%	22,3%	21,3%

Nguồn: FPT, ước tính của VPBS

Chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận hoạt động của các mảng kinh doanh của FPT sẽ có những xu hướng sau:

- Khả năng sinh lời của mảng viễn thông sẽ tăng dần trong giai đoạn dự báo nhờ các khoản đầu tư vào hệ thống cơ sở hạ tầng và sự phát triển của các dịch vụ giá trị gia tăng như CATV và VoiceIP.
- Mảng nội dung kỹ thuật số sẽ hoạt động hiệu quả hơn nhờ vào sự phục hồi của các mảng có biên lợi nhuận cao như game trực tuyến và quảng cáo trực tuyến.
- Khả năng sinh lời của mảng tích hợp hệ thống sẽ được cải thiện khi Công ty Hệ thống Thông tin FPT chuyển dần mô hình hoạt động từ hướng hợp đồng phần cứng sang hướng dịch vụ.
- Khi hoạt động của mảng bán lẻ trở nên ổn định hơn sau việc mở rộng trong năm 2012 và năm 2013, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động cho mảng này sẽ tăng từ 0,0% lên 3,0% trong giai đoạn dự báo. Ngoài ra, việc liên kết dọc giữa mảng này và mảng phân phối cũng sẽ góp phần cải thiện biên lợi nhuận hoạt động của mảng phân phối lên đến 5,0% trong giai đoạn dự báo.
- Biên lợi nhuận hoạt động của mảng giáo dục sẽ có xu hướng giảm dần do khấu hao từ các khoản đầu tư cho các khóa học và chương trình giảng dạy mới.

### Doanh thu và chi phí tài chính

Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ của doanh thu tài chính trên tổng doanh thu hợp nhất sẽ giảm dần vì các khoản đầu tư này không phải là mảng kinh doanh cốt lõi của FPT. Trong khi đó, chi phí tài chính sẽ tăng dần do những khoản lỗ từ tỷ giá hối đoái liên quan đến việc thâm nhập của FPT vào thị trường toàn cầu.

### Thuế suất

Bắt đầu từ ngày 1 tháng 1 năm 2014, thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ giảm xuống 22% từ mức trước đó là 25%. Tuy vậy, chỉ các mảng viễn thông, tích hợp hệ thống, phân phối và bán lẻ là sẽ được hưởng ưu đãi này vì các mảng kinh doanh khác đã có sẵn mức thuế ưu đãi của riêng mình từ trước đó. Do vậy, dựa trên tỷ trọng LNTT của các mảng kinh doanh của FPT trong năm 2013, chúng tôi dự kiến mức thuế suất hữu dụng của FPT sẽ giảm từ 17,6% trong năm 2013 xuống 16,0% từ năm 2014 đến năm 2018.



Mặc dù thuế suất doanh nghiệp sẽ có thể được hạ xuống mức 20% từ năm 2016, chúng tôi không đưa yếu tố này vào mô hình dự phóng vì rất có thể mức giảm này sẽ không gây ra tác động lớn đối với cấu trúc thuế doanh nghiệp của FPT tại thời điểm đó.

## Các giả định đối với bảng cân đối kế toán

Chúng tôi đặt ra các giả định liên quan đến bảng cân đối kế toán hợp nhất của FPT như sau:

- *Số ngày phải thu*: ổn định ở mức 50 ngày trong giai đoạn dự phóng
- *Số ngày tồn kho*: ổn định ở mức 65 ngày trong giai đoạn dự phóng
- *Số ngày phải trả*: ổn định ở mức 31 ngày trong giai đoạn dự phóng
- *Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn*: ổn định theo tỷ lệ phần trăm của doanh thu và chi phí liên quan trong giai đoạn dự báo
- *Chi phí đầu tư*: chiếm từ 2,5% đến 4,0% trên tổng doanh thu hợp nhất của FPT trong giai đoạn dự báo
- *Các khoản vay*: các khoản vay ngắn hạn sẽ được giữ ở mức 2.800 tỷ đồng trong giai đoạn dự phóng trong khi các khoản vay dài hạn sẽ được trả hết từ năm 2014 đến năm 2016.
- *Cổ tức*: đại diện của FPT cho biết cổ tức bằng tiền mặt sẽ ở khoảng từ 2.000 đồng đến 3.000 đồng trên mỗi cổ phiếu trong giai đoạn dự phóng.

## 2. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DCF

Chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá cổ phiếu FPT bởi vì chúng tôi tin rằng trong tương lai dòng tiền vẫn là yếu tố cơ bản thúc đẩy tăng trưởng cổ phiếu FPT. Mô hình chiết khấu dòng tiền của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là **63.000 đồng** cho cổ phiếu FPT, cao hơn 10,5% so với giá đóng cửa 57.000 đồng tại ngày 20 tháng 2 năm 2014.

Các yếu tố đầu vào của chúng tôi cho mô hình DCF:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 8,2%.
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường* dự kiến ở mức 15,0%.
- *Beta* của FPT được ước tính ở mức 0,92.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 14,5% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 13,0%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của FPT là 8,0%.

### Độ nhạy của giá cổ phiếu FPT đối với sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC				
		12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	6,0%	56.900	50.300	44.800	40.000	35.900
	7,0%	68.400	59.600	52.400	46.300	41.200
	8,0%	85.700	73.100	63.000	54.900	48.200
	9,0%	114.600	94.200	79.000	67.400	58.100
	10,0%	172.300	132.300	105.700	86.900	72.900

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

		% thay đổi của giả định biên LN hoạt động của mảng viễn thông				
		-4,0%	-2,0%	0,0%	2,0%	4,0%
% thay đổi của giả định biên LN hoạt động của mảng phần mềm	-4,0%	46.000	50.000	54.000	58.000	62.000
	-2,0%	50.500	54.500	58.500	62.500	66.500
	0,0%	55.000	59.000	63.000	67.000	71.000
	2,0%	59.500	63.500	67.500	71.500	75.500
	4,0%	64.100	68.000	72.000	76.000	80.000

### Độ nhạy của giá cổ phiếu FPT đối với chỉ số P/E và P/B của năm 2014

P/E năm 2014	Giá cổ phiếu	P/B năm 2014	Giá cổ phiếu
5,9x	42.600	1,4x	44.400
6,4x	46.200	1,5x	47.600
6,9x	49.800	1,6x	50.700
7,4x	53.400	1,7x	53.900
7,9x	57.000	1,8x	57.000
8,4x	60.600	1,9x	60.100
8,9x	64.200	2,0x	63.300
9,4x	67.800	2,1x	66.400
9,9x	71.400	2,2x	69.600

## 3. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ SO SÁNH

Tuy FPT có tỷ số lợi nhuận/tổng tài sản (ROA) và tỷ số lợi nhuận/vốn chủ sở hữu (ROE) khá cao trong cả hai năm 2011 và năm 2012 so với nhóm các công ty cùng ngành trong khu vực, hệ số định giá (P/E và P/B) của công ty vẫn đang ở mức hấp dẫn. Theo các chỉ số so sánh tương đối, FPT đang giao dịch ở mức P/E là 9,7 lần, tương đương với 0,69 lần chỉ số trung bình của sàn giao dịch HSX. Trong khi đó, số trung vị của nhóm các công ty cùng ngành lại đang ở mức 1,22 lần chỉ số trung bình tại các thị trường trong khu vực. Chỉ số này cho thấy FPT đang được định giá thấp hơn so với các công ty khác trong khu vực. Tuy vậy, trên cơ sở so sánh chỉ số P/B, cổ phiếu FPT có vẻ như đang được định giá đúng. Theo chúng tôi, sự định giá thấp cổ phiếu FPT một phần là do kết quả tài chính ảm đạm trong năm 2012 và những bất ổn vĩ mô của nền kinh tế Việt Nam trong những năm gần đây. Tuy vậy, với những cải thiện của tình hình kinh

tế tại Việt Nam cũng như kỳ vọng tình hình tài chính của FPT trong những năm tới, chúng tôi dự báo chỉ số giá của FPT sẽ trên đà tăng trở lại từ năm 2014.

### So sánh với các công ty cùng ngành

	Sàn giao dịch	Vốn hóa thị trường	Tăng trưởng doanh thu		Biên LN ròng		Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu		Tỷ số LN/tổng tài sản (ROA)		Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu (ROE)		P/E		P/B		Chỉ số P/E tương đối	Chỉ số P/B tương đối
		triệu USD	2012	2013	2012	2013	2011	2012	2011	2012	2011	2012	Hiện tại	2014E	Hiện tại	2014E	hiện tại	hiện tại
Tích hợp hệ thống và dịch vụ CNTT																		
Beijing Teamsun Technology	Shanghai	956	3,4	NA	3,0	NA	23,2	25,3	6,0	3,6	11,6	6,7	41,6	29,0	2,5	2,4	3,88	1,74
CMC Ltd	Natl India	710	35,5	31,2	10,3	11,9	0,0	0,0	19,3	13,3	30,8	21,3	19,2	16,7	4,7	3,8	1,17	1,88
Pactera Technology International	NASDAQ GS	636	63,9	NA	0,7	NA	0,0	0,0	6,8	0,5	9,3	0,7	31,3	8,5	1,2	1,1	1,85	0,45
Chinasoft International Ltd	Hong Kong	568	23,4	NA	4,8	NA	22,8	26,4	4,2	4,2	8,0	7,3	29,1	15,6	2,3	NA	2,87	1,64
KPIT Technologies Ltd	Natl India	538	52,0	49,2	9,7	8,9	15,4	28,7	12,3	13,0	19,1	22,1	13,7	13,1	2,7	2,6	0,83	1,07
DuzonBizon Co Ltd	Korea SE	312	9,4	4,2	14,4	10,8	86,6	82,6	3,9	9,9	7,8	22,4	17,6	15,6	3,5	3,1	0,68	3,29
Trung bình			31,3	28,2	7,2	10,5	24,7	27,2	8,7	7,4	14,4	13,4	25,4	16,4	2,8	2,6	1,88	1,68
Trung vị			29,4	31,2	7,3	10,8	19,1	25,8	6,4	7,0	10,5	14,3	24,1	15,6	2,6	2,6	1,51	1,69
Dịch vụ phần mềm																		
Posco ICT Co Ltd	KOSDAQ	1.071	3,5	3,3	3,9	3,2	42,0	54,6	4,6	5,4	12,5	15,5	24,1	18,3	3,8	2,5	0,93	3,50
Hexaware Technologies Ltd	Natl India	761	34,3	17,3	16,8	16,6	0,0	0,0	19,7	21,6	26,9	29,5	12,4	11,4	3,2	3,1	0,76	1,27
Xiamen 35.com Technology	Shenzhen	597	-1,5	NA	1,3	NA	0,1	1,4	3,9	0,5	4,8	0,7	232,7	32,3	7,4	6,7	3,47	1,10
Hithink Flush Information Network	Shenzhen	592	-20,3	NA	15,7	NA	0,0	0,0	4,9	2,1	5,6	2,3	160,6	NA	3,2	NA	2,39	0,48
Infotech Enterprises Ltd	Natl India	650	30,7	20,6	10,4	12,4	NA	NA	12,1	12,5	14,4	14,8	17,4	14,5	3,0	2,6	1,07	1,22
DuzonBizon Co Ltd	Korea SE	312	9,4	4,2	14,4	10,8	86,6	82,6	3,9	9,9	7,8	22,4	17,6	15,6	3,5	3,1	0,68	3,29
Trung bình			9,4	11,3	10,4	10,8	25,7	27,7	8,2	8,7	12,0	14,2	77,5	18,4	4,0	3,6	1,55	1,81
Trung vị			6,5	10,7	12,4	11,6	0,1	1,4	4,8	7,6	10,1	15,1	20,8	15,6	3,4	3,1	1,00	1,25
Viễn thông																		
SK Broadband Co Ltd	KOSDAQ	1.320	8,8	2,1	1,1	0,5	102,9	84,2	0,6	0,8	1,4	1,9	69,6	27,1	1,3	1,2	2,68	1,18
Beijing Sinnet Technology Co Ltd	Shenzhen	920	40,7	NA	23,7	NA	0,0	0,0	19,7	20,3	23,1	24,4	84,8	57,6	18,7	NA	1,26	2,79
TIME dotCom Bhd	Bursa Malay:	604	33,5	NA	46,2	NA	0,0	6,2	6,9	8,1	7,8	9,1	3,7	13,0	1,1	0,9	0,21	0,48
Dialog Axiata PLC	Colombo	572	24,1	12,3	10,7	8,2	69,5	67,0	6,6	7,2	15,0	17,1	14,1	11,0	1,9	1,7	1,03	1,18
Sri Lanka Telecom PLC	Colombo	589	9,9	NA	7,1	NA	28,2	32,7	4,9	4,1	8,8	7,6	16,1	NA	1,4	NA	1,18	0,85
Trung bình			23,4	7,2	17,8	4,4	40,1	38,0	7,8	8,1	11,2	12,0	37,6	27,2	4,9	1,3	1,27	1,29
Trung vị			24,1	7,2	10,7	4,4	28,2	32,7	6,6	7,2	8,8	9,1	16,1	20,1	1,4	1,2	1,18	1,18
Phân phối dịch vụ CNTT																		
Tsinghua Unisplendour Co Ltd	Shenzhen	1.089	23,0	NA	1,1	NA	71,1	82,3	2,1	3,0	5,4	8,3	77,0	NA	6,8	NA	2,39	2,36
Henan Splendor Science	Shenzhen	871	-14,7	NA	6,2	NA	2,5	22,4	11,0	1,7	14,6	2,7	134,7	23,5	6,2	NA	4,18	2,15
Great Wall Technology Co Ltd	Hong Kong	466	0,9	NA	-0,2	NA	54,4	55,0	0,4	-0,3	3,4	-3,7	NA	NA	0,7	NA	NA	0,48
Hedy Holding Co Ltd	Shenzhen	434	5,4	NA	0,6	NA	17,5	23,7	-5,6	0,9	-8,7	1,3	NA	NA	4,6	NA	NA	1,61
Daou Data Corp	KOSDAQ	171	-38,2	NA	3,4	NA	81,5	104,6	0,5	1,1	1,2	2,4	48,7	NA	1,7	NA	1,88	1,61
Trung bình			-4,7		2,2		45,4	57,6	1,7	1,3	3,2	2,2	86,8	23,5	4,0		2,81	1,64
Trung vị			0,9		1,1		54,4	55,0	0,5	1,1	3,4	2,4	77,0	23,5	4,6		2,39	1,61
Trung bình chung			15,3	16,0	9,3	9,3	33,5	37,1	6,8	6,5	10,5	10,8	53,3	20,2	3,9	2,7	1,77	1,62
Trung vị chung			9,7	12,3	6,7	10,8	22,8	26,4	4,9	4,1	8,4	7,9	26,6	15,6	3,1	2,6	1,22	1,44
CTCP FPT	HSX	743	-3,1	14,2	6,3	5,7	84,7	46,6	15,3	13,6	35,4	26,3	9,7	7,9	2,3	1,8	0,69	1,16

Nguồn: Bloomberg, VPBS. Số liệu vào ngày 20 tháng 2 năm 2014

Đồ thị ở trang đầu đã cho thấy mức tăng giảm của cổ phiếu FPT từ tháng 1 năm 2013 cho đến nay là khá đồng đều so với nhóm các công ty cùng ngành (được tập hợp từ cổ phiếu của các công ty trong danh sách trên, với tỷ trọng cho mỗi mã được tính tương ứng với tỷ trọng vốn hóa của công ty đó trong cả nhóm).

## 4. PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật đã cho thấy xu hướng tăng điểm của FPT từ tháng 5 năm 2013. Xu hướng này vẫn tiếp tục diễn ra với sự hỗ trợ của đường trung bình động MA50 và MA100 ngày. Khối lượng giao dịch tăng đều đã khẳng định lại xu hướng này vì chúng tôi không nhận thấy sự phân kỳ nào trong trung hạn giữa giá cổ phiếu FPT và chỉ số dòng tiền (Money Flow Index).

Mã chứng khoán	FPT (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	60.000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	46.400
Đường MA50 ngày (20/02/2014)	50.500
Đường MA100 ngày (20/02/2014)	48.500
Kháng cự trung hạn	67.000
Hỗ trợ trung hạn	50.500
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NẮM GIỮ</b>

Chúng tôi cho rằng ngưỡng hỗ trợ quan trọng của cổ phiếu FPT là mức 50.500 đồng/cổ phiếu và ngưỡng kháng cự là khoảng 67.000 đồng/cổ phiếu.



---

## VI. KẾT LUẬN

Lợi thế cạnh tranh của FPT là khả năng cung cấp danh mục dịch vụ đa dạng, từ viễn thông, phát triển phần mềm cho đến giáo dục. Chúng tôi tin rằng FPT là đại diện tiêu biểu và gần như bao quát hết toàn ngành CNTT trong nước. Từ lợi thế này, FPT sẽ tiếp tục là công ty đầu ngành trong nhiều năm tới.

Phần lớn các đơn vị kinh doanh chính của FPT, ví dụ như mảng phát triển phần mềm, viễn thông, tích hợp hệ thống đều là các đơn vị dẫn đầu thị trường Việt Nam. Chúng tôi dự đoán rằng vị trí dẫn đầu đó sẽ được duy trì trong thời gian tới. Theo dự phóng của chúng tôi, triển vọng tăng trưởng của FPT vẫn rất tích cực: ngoại trừ mảng phân phối sản phẩm CNTT, tất cả các mạng hoạt động còn lại đều đạt mức tăng trưởng trên 10% trong suốt giai đoạn dự phóng.

Mặc dù chúng tôi không nghi ngờ khả năng chuyên môn của ban lãnh đạo hiện hành (gồm những chuyên gia hàng đầu trong lĩnh vực CNTT của Việt Nam), chúng tôi cho rằng ưu tiên trước mắt của FPT là xác định thể hệ lãnh đạo nối tiếp. Có thể thấy rằng thị trường vẫn đang trông chờ vào ứng cử viên mới cho vị trí Tổng Giám đốc của FPT, một người có thể dẫn dắt tập đoàn và đề ra các biện pháp cắt giảm chi phí hợp lý cho thời kỳ tăng trưởng mạnh mẽ tiếp theo.

Từ đầu năm cho tới thời điểm này, giá cổ phiếu FPT đã tăng 21%, từ 47.100 đồng lên tới 57.000 đồng tại thời điểm cuối ngày 20 tháng 2 năm 2014. Chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu FPT trên thị trường hiện tại đã bám rất gần với giá mục tiêu là 63.000 đồng, do vậy, đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013*</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>25,370</b>	<b>24,594</b>	<b>28,093</b>	<b>33,513</b>	<b>38,797</b>	<b>44,599</b>	<b>50,150</b>	<b>55,588</b>
% tăng trưởng	26.7%	-3.1%	14.2%	19.3%	15.8%	15.0%	12.4%	10.8%
Giá vốn hàng bán	20,412	19,902	22,551	26,571	30,404	34,774	38,830	42,676
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4,958</b>	<b>4,692</b>	<b>5,543</b>	<b>6,942</b>	<b>8,393</b>	<b>9,825</b>	<b>11,320</b>	<b>12,912</b>
Chi phí bán hàng	793	858	1,373	1,682	1,999	2,372	2,744	3,122
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,603	1,603	1,833	2,165	2,483	2,847	3,186	3,510
<b>Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT)</b>	<b>2,562</b>	<b>2,232</b>	<b>2,336</b>	<b>3,094</b>	<b>3,910</b>	<b>4,606</b>	<b>5,389</b>	<b>6,280</b>
Khấu hao	376	400	444	536	621	714	802	889
<b>Lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao (EBITDA)</b>	<b>2,938</b>	<b>2,631</b>	<b>2,780</b>	<b>3,630</b>	<b>4,531</b>	<b>5,320</b>	<b>6,192</b>	<b>7,170</b>
Doanh thu tài chính	552	637	386	625	322	373	420	569
Chi phí tài chính	694	550	271	733	744	879	954	1,030
Lợi nhuận khác	46	56	85	77	69	62	56	50
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	36	33	22	19	17	16	14	13
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2,502</b>	<b>2,407</b>	<b>2,516</b>	<b>3,037</b>	<b>3,525</b>	<b>4,123</b>	<b>4,863</b>	<b>5,810</b>
Thuế	422	421	450	493	572	668	788	941
Mức thuế	16.9%	17.5%	17.9%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,079</b>	<b>1,985</b>	<b>2,065</b>	<b>2,544</b>	<b>2,953</b>	<b>3,455</b>	<b>4,074</b>	<b>4,869</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	397	445	458	567	658	770	909	1,086
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1,682</b>	<b>1,540</b>	<b>1,608</b>	<b>1,977</b>	<b>2,294</b>	<b>2,684</b>	<b>3,166</b>	<b>3,783</b>
Biên LNST	6.6%	6.3%	5.7%	5.9%	5.9%	6.0%	6.3%	6.8%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	6,276	5,665	5,858	7,183	8,337	9,755	11,504	13,747
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013*</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>11,373</b>	<b>10,229</b>	<b>12,955</b>	<b>12,797</b>	<b>14,790</b>	<b>17,104</b>	<b>20,407</b>	<b>24,700</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	2,902	2,319	2,487	792	1,429	2,136	4,007	6,824
Các khoản đầu tư ngắn hạn	862	662	1,682	1,682	1,682	1,682	1,682	1,682
Các khoản phải thu	3,210	3,300	3,869	4,591	5,315	6,109	6,870	7,615
Trả trước người bán	202	210	200	262	300	344	385	424
Các khoản trả trước ngắn hạn	82	114	179	252	250	335	329	413
Hàng tồn kho	3,276	2,700	3,383	4,063	4,659	5,341	5,978	6,586
Tài sản ngắn hạn khác	839	925	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3,570</b>	<b>3,980</b>	<b>4,663</b>	<b>5,468</b>	<b>6,399</b>	<b>7,469</b>	<b>8,171</b>	<b>8,671</b>
Tài sản cố định	2,151	2,618	3,054	3,858	4,789	5,859	6,561	7,062
Các khoản đầu tư dài hạn	865	696	707	707	707	707	707	707
Lợi thế thương mại	216	216	232	232	232	232	232	232
Tài sản dài hạn khác	338	449	671	671	671	671	671	671
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14,943</b>	<b>14,209</b>	<b>17,618</b>	<b>18,265</b>	<b>21,189</b>	<b>24,573</b>	<b>28,578</b>	<b>33,372</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>8,475</b>	<b>6,820</b>	<b>9,076</b>	<b>7,760</b>	<b>8,451</b>	<b>9,236</b>	<b>9,993</b>	<b>10,743</b>
Các khoản phải trả	1,356	1,816	2,275	2,222	2,548	2,921	3,269	3,601
Người mua trả tiền trước	335	346	375	469	543	624	702	778
Doanh thu nhận trước	307	396	713	670	776	892	1,003	1,112
Vay nợ ngắn hạn	4,674	2,860	4,128	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800
Phải trả người lao động	342	311	506	493	565	648	725	799
Chi phí trích trước	197	235	448	423	493	574	652	729
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	194	235	211	263	305	357	421	503
Nợ ngắn hạn khác	1,070	621	420	420	420	420	420	420
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>242</b>	<b>295</b>	<b>287</b>	<b>256</b>	<b>225</b>	<b>194</b>	<b>194</b>	<b>194</b>
Vay nợ dài hạn	0	22	94	62	31	0	0	0
Nợ dài hạn khác	242	274	194	194	194	194	194	194
<b>Nợ phải trả</b>	<b>8,717</b>	<b>7,115</b>	<b>9,363</b>	<b>8,016</b>	<b>8,675</b>	<b>9,430</b>	<b>10,187</b>	<b>10,937</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,521</b>	<b>6,182</b>	<b>7,210</b>	<b>8,636</b>	<b>10,242</b>	<b>12,101</b>	<b>14,441</b>	<b>17,399</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	2,210	2,788	2,801	2,801	2,801	2,801	2,801	2,801
Lợi nhuận chưa phân phối	3,173	3,181	4,200	5,626	7,233	9,091	11,432	14,389
Cổ phiếu quỹ	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Vốn khác	138	213	209	209	209	209	209	209
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>705</b>	<b>913</b>	<b>1,045</b>	<b>1,613</b>	<b>2,271</b>	<b>3,041</b>	<b>3,950</b>	<b>5,036</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013*</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	1.847	2.410	1.555	988	2.249	2.578	3.292	3.947
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	107	-253	-1.995	-1.341	-1.552	-1.784	-1.504	-1.390
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	-487	-2.740	607	-1.343	-61	-86	83	260
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>1.466</b>	<b>-583</b>	<b>168</b>	<b>-1.695</b>	<b>637</b>	<b>708</b>	<b>1.871</b>	<b>2.818</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.436	2.902	2.319	2.487	792	1.429	2.136	4.007
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2.902	2.319	2.487	792	1.429	2.136	4.007	6.824
<b>PHÂN TÍCH CÁC CHỈ SỐ</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013*</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>								
Chỉ số P/E			9,7x	7,9x	6,8x	5,8x	5,0x	4,1x
Chỉ số P/B			2,2x	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x	0,9x
EV/EBIT			7,5x	5,6x	4,5x	3,8x	3,2x	2,8x
EV/EBITDA			6,3x	4,8x	3,8x	3,3x	2,8x	2,4x
Giá cp/Doanh thu			0,6x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
Lợi suất cổ tức			3,5%	3,5%	4,4%	5,3%	5,3%	5,3%
<b>Chỉ số sinh lời</b>								
Biên LN gộp	19,5%	19,1%	19,7%	20,7%	21,6%	22,0%	22,6%	23,2%
Biên EBITDA	11,6%	10,7%	9,9%	10,8%	11,7%	11,9%	12,3%	12,9%
Biên LN hoạt động	10,1%	9,1%	8,3%	9,2%	10,1%	10,3%	10,7%	11,3%
Biên LNTT	9,9%	9,8%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,7%	10,5%
Biên LN ròng	6,6%	6,3%	5,7%	5,9%	5,9%	6,0%	6,3%	6,8%
Tỷ số LN/tổng tài sản	15,3%	13,6%	13,0%	14,2%	15,0%	15,1%	15,3%	15,7%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	35,4%	26,3%	24,0%	25,0%	24,3%	24,0%	23,9%	23,8%
<b>Chỉ số đòn bẩy tài chính</b>								
Tỷ số thanh toán lãi vay	10,3x	9,8x	17,6x	8,1x	15,2x	18,1x	21,4x	24,9x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư	4,2x	2,8x	2,3x	2,1x	2,5x	2,6x	3,5x	4,4x
Tỷ số nợ/tổng nguồn vốn	45,8%	31,8%	36,9%	24,9%	21,7%	18,8%	16,2%	13,9%
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	84,7%	46,6%	58,6%	33,1%	27,6%	23,1%	19,4%	16,1%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>								
Hệ số vòng quay tài sản	1,9x	1,7x	1,8x	1,9x	2,0x	1,9x	1,9x	1,8x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	46,2	49,0	50,3	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	24,6	34,9	37,5	31,4	29,0	29,0	29,3	29,6
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	67,3	59,9	63,9	59,6	60,8	60,9	61,5	62,0
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3x	1,5x	1,4x	1,6x	1,8x	1,9x	2,0x	2,3x
Hệ số thanh toán nhanh	1,0x	1,1x	1,1x	1,1x	1,2x	1,3x	1,4x	1,7x

\* Theo báo cáo tài chính quý 4/2013



**Barry David Weisblatt**

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

**Lưu Bích Hồng**

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

**Nguyễn Hữu Toàn**

Chuyên viên phân tích  
toannh@vpbs.com.vn

**Hội sở Hà Nội**

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

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

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

**Chi nhánh Đà Nẵng**

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

## Hướng dẫn khuyến nghị

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

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

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

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

## Khuyến cáo

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

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

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

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

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

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

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

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

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