

CÔNG TY CỔ PHẦN FPT (FPT)

Ngày 17 tháng 11 năm 2014

BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



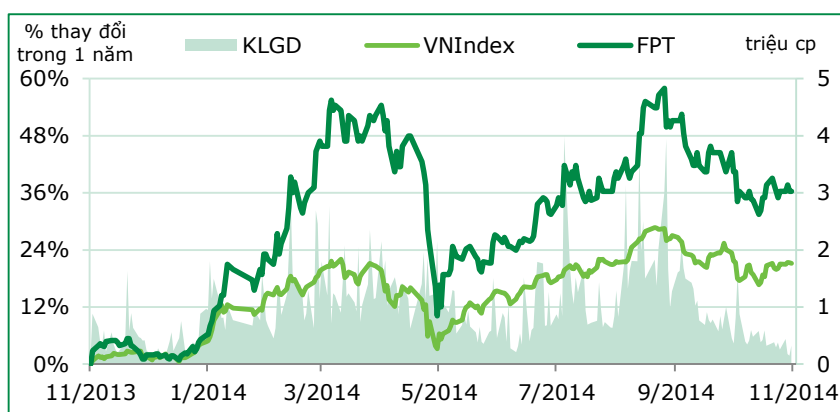
Giá hiện tại (14/11/2014):	Đồng	50.000
Giá mục tiêu:	Đồng	57.000
Khuyến nghị ngắn hạn (TA)	NĂM GIỮ	
Ngưỡng kháng cự	Đồng	53.000
Ngưỡng hỗ trợ	Đồng	49.000
Mã Bloomberg: FPT VN	Sàn giao dịch:	HSX
Ngành:	Công nghệ thông tin & Viễn thông	
Beta:	1,17	
Giá thấp / cao nhất 52 tuần	41.500 / 58.500	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	344	
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.195	
Tỷ lệ Free-float (%)	45,9%	
KLGDBQ 12 tháng	1.006.568 / ngày	
Sở hữu nước ngoài (%)	49,0%	
<u>Năm (đơn vị: đồng)</u>	<u>Cổ tức</u>	<u>EPS (loãng)</u>
2015 (VPBS dự báo)	2.000	5.236
2014 (VPBS dự báo)	2.000	4.632
4 quý gần đây (cuối 3Q2014)	2.500	4.809
2013	1.500	4.675
2012	2.000	4.479
	<u>2009-13</u>	<u>2014E</u>
	<u>CAGR</u>	<u>(tỷ đồng)</u>
Doanh thu thuần	10,1%	32.680
EBITDA	6,6%	3.148
Lợi nhuận ròng	10,9%	1.593
	<u>FPT</u>	<u>Nhóm cùng ngành</u>
		<u>VNI</u>
2014 P/E	10,8	23,8
P/E trượt	10,4	25,3
2013 Nợ vay/VCSH	58,6%	45,9%
2013 Biên LN ròng	5,9%	8,2%
2013 ROE	24,0%	10,3%
2013 ROA	13,0%	5,1%

Tổng quan chung:

Hoạt động kinh doanh chính: viễn thông (12% tổng doanh thu 9T2014), nội dung số (3%), tích hợp hệ thống (6%), phát triển phần mềm (10%), dịch vụ tin học (2%), giáo dục (2%) và phân phối và bán lẻ sản phẩm công nghệ (65%).

FPT là công ty có vốn hóa lớn thứ 13 trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các cổ đông lớn là SCIC (6,1%) và Red River Holding (5,7%).

Kết quả kinh doanh 9T2014: doanh thu: 24.287 tỷ đồng, lãi ròng: 1.178 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu: 7.629 tỷ đồng.



Chúng tôi đưa khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FPT trong 12 tháng tới với giá mục tiêu là **57.000** đồng/cổ phiếu (+14% so với giá hiện tại và 4% lợi suất cổ tức).

Nhận định đầu tư và dự phóng cho năm 2015:

- ❖ **FPT đang giao dịch ở mức P/E năm 2015 là 9,5 lần:** Mặc dù mức P/E năm 2015 của FPT là khá hấp dẫn, nhưng chúng tôi nhận thấy rằng mức P/E của công ty trong quá khứ luôn ở mức khá thấp so với nhóm công ty cùng ngành.
- ❖ **Nhận định đầu tư lâu dài: khả quan.** Chúng tôi tin FPT vẫn còn khá nhiều dư địa tăng trưởng. Cụ thể, mức thâm nhập bằng thông rộng ở Việt Nam còn khá thấp; thị trường gia công phần mềm quốc tế còn khá mở cho các doanh nghiệp trong nước. Với mức P/E khá thấp, chúng tôi vẫn đánh giá FPT là cổ phiếu tốt để đầu tư về mặt dài hạn.
- ❖ **Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật kế hoạch năm 2015 của FPT:** Ban điều hành của FPT hiện đang hoàn thiện kế hoạch năm 2015. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế của FPT sẽ tăng trưởng 11% năm 2015. *Xin xem thêm chi tiết ở đây.*
- ❖ **Giá cổ phiếu FPT có thể sẽ không tăng nhanh trong ngắn hạn:** Kết quả kinh doanh trong năm 2014 dưới mức kỳ vọng của FPT có khả năng làm "chùn bước" các nhà đầu tư trong những tháng tới. Doanh thu 9T2014 tăng 21% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận trước thuế giảm nhẹ (0,7%), chỉ đạt 1.826 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng lãi ròng trong năm 2014 sẽ giảm 0,9% so với năm trước. *Xin xem thêm chi tiết ở đây.*
- ❖ **Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 52.000 lên 57.000 đồng:** Việc nâng giá mục tiêu chủ yếu đến từ thay đổi trong phương pháp định giá của chúng tôi. Cụ thể, chúng tôi nâng tỷ trọng của phương pháp định giá theo thị trường từ mức 15% (báo cáo cập nhật tháng 5) lên mức 80%. *Xin xem thêm chi tiết ở đây.*

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

NỘI DUNG

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2014	3
VPBS dự phóng LNTT hợp nhất của FPT sẽ đạt mức tăng trưởng 11% trong năm 2015	8
Giả định cho năm 2014 đến năm 2018	9
Định giá cổ phiếu	10
Phân tích kỹ thuật	12
<i>Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS</i>	<i>13</i>
<i>Phụ lục 2 – Diễn biến giá cổ phiếu</i>	<i>15</i>
<i>Phụ lục 3 – P/E của FPT và VN-Index</i>	<i>15</i>

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2014

EPS 9T2014 đạt 3.426 đồng, tăng 4% so với cùng kỳ

Mảng phần mềm, dịch vụ viễn thông và bán lẻ vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực trong 9T2014.

Doanh thu 9T2014 của FPT đạt 24.287 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ và hoàn thành 108% kế hoạch kinh doanh 9 tháng của ban điều hành. Lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 1.826 tỷ đồng, giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ nhưng vẫn hoàn thành 98% kế hoạch lũy kế. Lợi nhuận ròng của FPT đạt 1.178 tỷ đồng trong 9T2014, tăng 4% so với cùng kỳ nhờ mức thuế suất thấp hơn trong năm 2014 (22%) so với năm 2013 (25%). Hầu hết các lĩnh vực kinh doanh của FPT đều có biên lợi nhuận sụt giảm, dẫn đến biên LNTT hợp nhất của công ty giảm từ 9,2% trong 9T2013 xuống 7,5% trong 9T2014.

Tỷ đồng	Doanh thu			Lợi nhuận trước thuế			Biên LNTT	
	9T2014	9T2013	% +/-	9T2014	9T2013	% +/-	9T2014	9T2013
Nhóm công nghệ cao								
Phần mềm	2.334	1.856	25,8%	347	373	-7,0%	14,9%	20,1%
- Gia công phần mềm	2.001	1.540	29,9%	353	338	4,4%	17,6%	21,9%
- Giải pháp phần mềm	333	316	5,4%	-6	35	n/a	-1,8%	11,1%
Tích hợp hệ thống	1.544	1.830	-15,6%	90	152	-40,8%	5,8%	8,3%
Dịch vụ tin học	523	501	4,4%	65	88	-26,1%	12,4%	17,6%
Tổng nhóm CN cao	4.401	4.187	5,1%	502	613	-18,1%	11,4%	14,6%
Nhóm CN tiêu dùng								
Viễn thông	2.836	2.409	17,7%	660	659	0,2%	23,3%	27,4%
- Băng thông rộng	2.048	1.670	22,6%	399	404	-1,2%	19,5%	24,2%
- Khác	788	739	6,6%	261	255	2,4%	33,1%	34,5%
Nội dung số	698	657	6,2%	105	150	-30,0%	15,0%	22,8%
- Quảng cáo trực tuyến	237	224	5,8%	120	119	1,0%	50,6%	53,0%
- Game trực tuyến	80	164	-51,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
- Thanh toán trực tuyến & khác	381	269	41,6%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Phân phối	12.260	10.341	18,6%	388	337	15,1%	3,2%	3,3%
Bán lẻ	3.645	2.043	78,4%	31	-27	n/a	0,9%	-1,3%
Giáo dục	431	393	9,7%	124	101	22,8%	28,8%	25,7%
Tổng nhóm CN tiêu dùng	19.870	15.843	25,4%	1.308	1.220	7,2%	6,6%	7,7%
Nguồn khác	16	0	n/a	16	6	n/a	n/a	n/a
Hợp nhất FPT	24.287	20.030	21,3%	1.826	1.839	-0,7%	7,5%	9,2%

Nguồn: FPT

Nhóm công nghệ cao – Gia công phần mềm là điểm sáng duy nhất

Năm 2014 là một năm không mấy thuận lợi của phân khúc này. Nhu cầu cho dịch vụ tích hợp hệ thống và các dịch vụ liên quan đều thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi. Dù vậy, chúng tôi tin doanh thu từ mảng này sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2015.

Các mảng thuộc nhóm công nghệ cao (bao gồm phát triển phần mềm, tích hợp hệ thống và dịch vụ CNTT) ghi nhận 4.401 tỷ đồng doanh thu trong 9T2014, tăng 5% so với cùng kỳ và chiếm tỷ trọng 18% trong tổng doanh thu thuần hợp nhất của FPT. Tốc độ tăng trưởng doanh thu ấn tượng của mảng gia công phần mềm trong 9T2014 (+30% so với cùng kỳ) là điểm sáng của phân nhóm này trong năm nay. Trong khi đó, mảng tích hợp hệ thống có mức tăng trưởng âm (-16%) trong 9T2014; các mảng giải pháp phần mềm và mảng dịch vụ CNTT đều có mức tăng trưởng khá thấp, đạt tương ứng +4% và +5% trong 9T2014.

Trái ngược với kỳ vọng lạc quan của chúng tôi vào đầu năm nay, nhu cầu về dịch vụ tích hợp hệ thống của FPT và các dịch vụ liên quan (như dịch vụ CNTT và giải pháp phần mềm) vẫn còn ở mức thấp trong năm 2014. Trong năm 2014, hệ thống ngân hàng của Việt Nam vẫn đang trong quá trình xử lý các khó khăn về vấn đề nợ xấu. Thêm vào đó, nền kinh tế trong nước cũng vẫn còn nhiều yếu tố bất ổn (như CPI tăng trưởng thấp, chi phí lãi vay tương đối cao). Do vậy, chi tiêu CNTT từ nhóm các tổ chức tín dụng và khối các cơ quan nhà nước (khách hàng lớn nhất của nhóm dịch vụ công nghệ cao của FPT) vẫn tiếp tục ở mức thấp trong năm nay.

Tuy vậy, chúng tôi tin rằng doanh thu các mảng tích hợp hệ thống, giải pháp phần mềm và dịch vụ CNTT đã chạm mức thấp nhất có thể trong năm 2014 (VPBS dự phóng tổng doanh thu ba mảng này sẽ giảm 12% trong năm 2014; từ mức giảm 9% so với cùng kỳ trong 9T2014). Vì thế, doanh thu từ ba lĩnh vực kinh doanh này rất có thể sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2015, dù tốc độ tăng trưởng sẽ ở mức thấp, chỉ từ 5% đến 10%.

Trong bối cảnh nhu cầu nội địa suy yếu, FPT đã và đang khai thác thị trường nước ngoài nhằm đa dạng hóa nguồn doanh thu. Cụ thể, vào ngày 21 tháng 1 năm 2014, FPT đã ký một hợp đồng trị giá 10 triệu USD với Bộ Kinh tế và Tài chính Cam-pu-chia để xây dựng hệ thống thông tin quản lý tài chính (FMIS) cho Kho bạc Nhà nước - Chính phủ Hoàng gia Cam-pu-chia. Tuy nhiên, các hợp đồng ở nước ngoài thường có biên lợi nhuận thấp (đặc biệt khi FPT đang trong giai đoạn củng cố thương hiệu ở thị trường quốc tế) và chi phí bán hàng cao.

Những yếu tố này, cùng với sự cạnh tranh gay gắt trong nước, đã dẫn đến sự sụt giảm biên LNTT đối với mảng tích hợp hệ thống, giải pháp phần mềm và dịch vụ CNTT trong 9T2014.

Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi đặt các giả định sau đây đối với biên LNTT của ba lĩnh vực kinh doanh chính:

- **Mảng tích hợp hệ thống:** Biên LNTT sẽ giảm xuống mức thấp 5,5% trong năm 2014 (năm 2013: 8,5%, 9T2014: 5,8%) và sẽ duy trì ở mức tương tự vào năm 2015. Từ năm 2016 trở đi, biên LNTT sẽ được cải thiện và tăng 0,5 điểm phần trăm mỗi năm và đạt 7% vào năm 2018.
- **Mảng giải pháp phần mềm:** duy trì ở mức thấp 5,0% trong năm 2014 và năm 2015 (năm 2013: 14,3%, 9T2014: -1,8%). Biên LNTT sẽ cải thiện và tăng 2,5 điểm phần trăm mỗi năm và đạt 12,5% vào năm 2018.
- **Dịch vụ CNTT:** biên LNTT không đổi ở mức 12,5% từ năm 2014 đến năm 2018 (năm 2013: 14,5%, 9T2014: 12,4%).

Gia công phần mềm – FPT phát huy chiến lược “Toàn cầu hóa”

Biên lợi nhuận của mảng gia công phần mềm chịu tác động bởi chi phí bất thường trong năm 2014. Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận sẽ hồi phục lại mức trước đây trong vài năm tới.

Trong 9T2014, mảng gia công phần mềm ghi nhận 2.001 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 30% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu tăng mạnh từ thị trường nước ngoài, cụ thể (1) doanh thu từ thị trường Nhật Bản tăng 21% so với cùng kỳ, (2) thị trường Hoa Kỳ tăng 41%, và (3) thị trường Châu Á Thái Bình Dương tăng 41%.

Ngoài ra, việc hợp nhất FPT Slovakia (công ty con thuộc sở hữu 100% của FPT, trước đây là RWE IT Slovakia) trong quý 3 năm 2014 cũng góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng gia công phần mềm. RWE IT Slovakia được thành lập vào năm 2004 và là một công ty con của Tập đoàn RWE, một trong năm công ty năng lượng và khí đốt hàng đầu của Châu Âu. RWE IT có khoảng 400 nhân viên, phần lớn là những chuyên gia về hệ thống SAP. Thương vụ này là một trong những bước đi chiến lược của FPT trong tiến trình “ra biển lớn” như đã đề cập trong báo cáo lần trước của chúng tôi.

Mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ trong 9T2014, biên LNTT của mảng này đã giảm từ 21,9% trong 9T2013 xuống mức 17,6% trong 9T2014, do đó LNTT chỉ tăng nhẹ 4,4% so với cùng kỳ. Các yếu tố dẫn đến sự sụt giảm của biên LNTT bao gồm:

- Chi phí di dời văn phòng (tổng cộng khoảng 40 tỷ đồng) phát sinh trong năm 2014 phục vụ cho việc di chuyển trụ sở của FPT Software từ đường Duy Tân đến khu vực Láng Hòa Lạc;
- Chi phí phát sinh để hợp nhất hoạt động của RWE IT Slovakia sau thương vụ mua lại công ty con này trong tháng 6 năm 2014.
- Tăng chi phí đào tạo hàng năm cho nhân viên của FPT Software nhằm củng cố lợi thế cạnh tranh của công ty trên thị trường toàn cầu.

Trong năm 2014 và năm 2015, chúng tôi dự phóng biên LNTT của mảng gia công phần mềm sẽ được duy trì ở mức 17,5% (năm 2013: 21,0%) do các chi phí phát sinh sau thương vụ sáp nhập sẽ tiếp tục gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của phân khúc này.

Phân khúc viễn thông – tăng trưởng bền vững như dự kiến

Trong 9T2014, doanh thu từ mảng viễn thông đạt 2.836 tỷ đồng, tăng **18%** so với cùng kỳ. Trong đó, dịch vụ internet băng thông rộng ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu đạt 2.048 tỷ đồng, tăng **23%** so với cùng kỳ (năm 2013: tăng **19%**). Tổng số thuê bao băng thông rộng cố định (FBBI) tại Việt Nam vào cuối tháng 9 năm 2014 là 5.717.923 thuê bao (tăng **11%** so với cuối năm 2013). Tốc độ tăng trưởng vượt trội của FPT Telecom (so với toàn thị trường) trong mảng FBBI cho thấy công ty đang giành thêm thị phần trong năm 2014. Đến cuối năm 2013, FPT chiếm khoảng 27% thị phần trong phân khúc FBBI, đứng thứ 2 sau VNPT với 56% thị phần.

Đối với cả năm 2014 và năm 2015, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng viễn thông sẽ đạt tốc độ tăng trưởng **22%** mỗi năm.

FPT đang và sẽ tiếp tục thực hiện việc nâng cấp cơ sở hạ tầng từ sợi đồng lên sợi cáp quang trong năm 2014 và năm 2015. Chi phí của dự án này vào khoảng 500 đến 600 tỷ đồng mỗi năm và sẽ được vốn hóa với thời hạn khấu hao khoảng hai năm theo yêu cầu của Chuẩn mực kế toán Việt Nam (mặc dù trên thực tế các loại cáp thường có vòng đời từ 10 đến 15 năm). Việc thực hiện khấu hao trong khoảng thời gian rất ngắn này đã dẫn đến việc biên LNTT của phân khúc này giảm từ 27,4% trong 9T2013 xuống 23,3% trong 9T2014. Do vậy, LNTT của FPT Telecom gần như không đổi trong 9T2014 (so với 9T2013) mặc dù phân khúc này ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ.

Chúng tôi cho rằng biên LNTT của FPT Telecom vẫn sẽ ở mức thấp trong năm 2014, năm 2015 và năm 2016 (từ 19% đến 21%) nhưng sẽ hồi phục vào năm 2017 (22%) và năm 2018 (24%).

Nội dung số – tình hình hoạt động mảng game trực tuyến kém khả quan

Trong 9T2014, mảng nội dung số ghi nhận 698 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng **6%** so với cùng kỳ, trong khi LNTT đạt 105 tỷ đồng, giảm **30%** so với cùng kỳ. Trong đó, mảng game trực tuyến tiếp tục trải qua thêm một năm đáng thất vọng khi doanh thu giảm **51%** so với cùng kỳ trong 9T2014.

Trong báo cáo phân tích lần đầu FPT, "VPBS cho rằng Nghị định 72 sẽ tạo bước đệm vững chắc cho sự phát triển lâu dài của phân khúc game trực tuyến của Việt Nam. Chúng tôi dự đoán rằng các công ty game trong nước sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu hơn 10% trong năm 2015."

Phân khúc viễn thông ghi nhận mức tăng trưởng tích cực và thị phần tiếp tục gia tăng.

Doanh thu từ mảng game trực tuyến tiếp tục giảm trong năm 2014 do môi trường chính sách chưa được cải thiện nhiều. FPT rất có thể sẽ ngừng kinh doanh mảng này trong năm 2015.

Rõ ràng, giả định này đã không được thực tế hóa, nguyên nhân chính là do Thông tư hướng dẫn cho *Nghị định 72* (cấp giấy phép game mới cho các công ty phát hành game trực tuyến) vẫn chưa được ban hành trong năm 2014. Gần đây, chúng tôi có nhận được nguồn tin không chính thức (từ kênh tin tức trực tuyến và qua các nguồn khác) rằng FPT Online sẽ ngừng kinh doanh mảng game trực tuyến (do những quy định pháp lý cho ngành vẫn chưa rõ ràng) và mảng thanh toán trực tuyến (do biên lợi nhuận thấp). Mặc dù công ty chưa có công bố chính thức, chúng tôi tin rằng kịch bản này rất có khả năng xảy ra và đã đưa yếu tố này vào mô hình định giá. Theo đó, chúng tôi đưa ra các dự phóng sau đây cho phân khúc này trong năm 2014 và năm 2015:

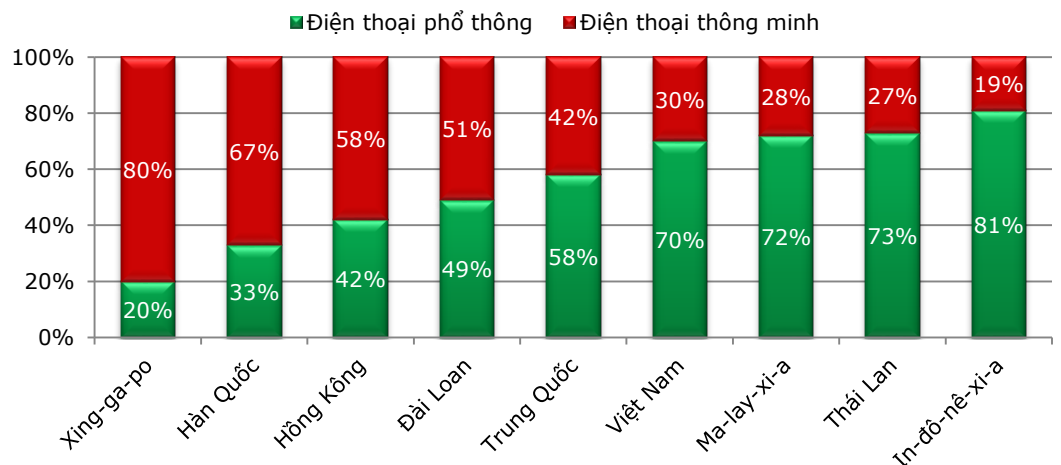
- Mảng quảng cáo trực tuyến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu ổn định **5,0%** mỗi năm trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018;
- Doanh thu mảng game trực tuyến sẽ giảm **50%** trong năm 2014, và công ty không kinh doanh mảng này từ năm 2015 trở về sau.
- Mảng thanh toán trực tuyến và dịch vụ khác (với biên LNTT khoảng 1%) sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu là **30%** vào năm 2014 căn cứ trên kết quả 9T2014. Tuy nhiên, chúng tôi cũng giả định công ty không còn doanh thu từ mảng này vào năm 2015.

Phân phối & bán lẻ - triển vọng lạc quan tiếp tục được duy trì căn cứ trên kết quả 9T2014

Trong 9T2014, mảng phân phối ghi nhận 12.260 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng **19%** so với cùng kỳ nhờ kết quả khả quan từ mảng sản phẩm CNTT (tăng **25%** so với cùng kỳ; năm 2013: giảm **0,1%**) và điện thoại di động (tăng **15%** so với cùng kỳ; năm 2013: tăng **16%**). Mảng phân phối sản phẩm CNTT đã phục hồi mạnh trong năm 2014 và mảng phân phối điện thoại di động vẫn tăng trưởng mạnh nhờ vào xu hướng chuyển đổi từ điện thoại phổ thông sang điện thoại thông minh tại Việt Nam.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng phân phối sẽ đạt tốc độ tăng trưởng lần lượt là **19%** và **11%** trong năm 2014 và năm 2015, trong khi biên LNTT sẽ vẫn ở mức **3,1%** từ năm 2014 đến năm 2018.

Cơ cấu điện thoại di động tại một số nước Châu Á

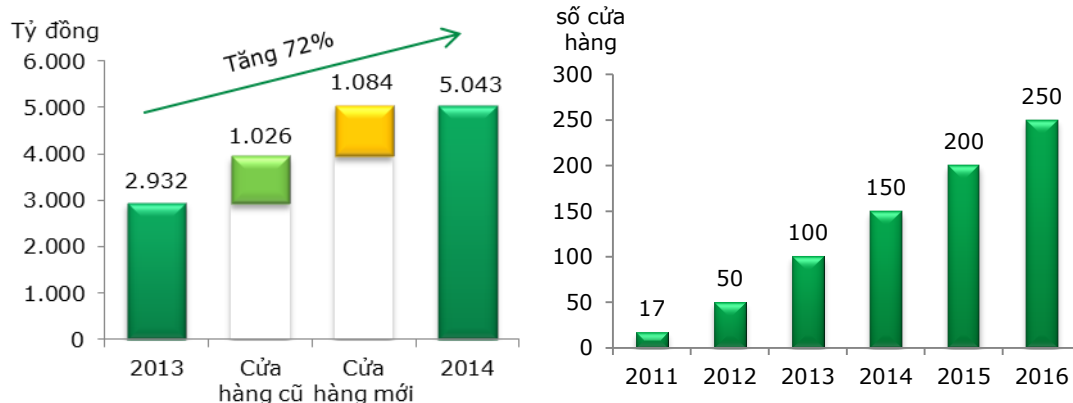


Nguồn: AC Nielsen (dữ liệu năm 2013)

Mảng bán lẻ của FPT tăng trưởng mạnh nhờ sự đóng góp lớn từ các cửa hàng đang hoạt động cũng như các cửa hàng mới mở thêm.

Phân khúc bán lẻ ghi nhận 3.645 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 78% so với cùng kỳ nhờ mức tăng trưởng 35% từ doanh thu cùng cửa hàng (same-store sales) và doanh thu từ các cửa hàng mới được mở thêm. Đến cuối tháng 9 năm 2014, CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FPT Retail) đã có tổng cộng 150 cửa hàng đang hoạt động (so với 100 cửa hàng vào năm 2013), hoàn thành kế hoạch đặt ra cho cả năm.

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ năm 2014 Cửa hàng bán lẻ của FPT



Nguồn: FPT, VPBS dự phóng

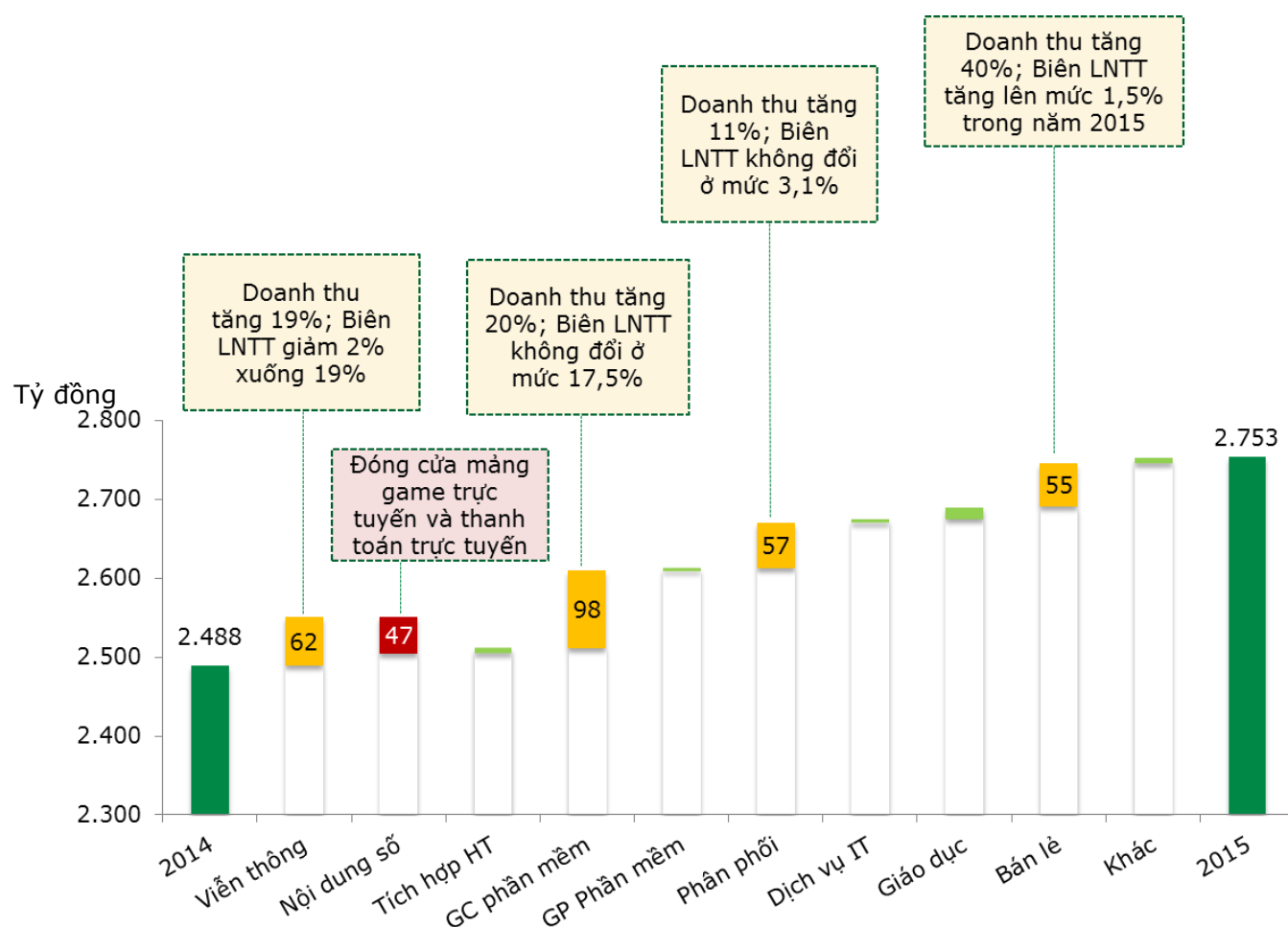
Nguồn: FPT

Theo thông tin từ phía công ty, FPT Retail hiện tại chiếm 11% thị phần phân khúc điện thoại di động, 20% thị phần máy tính bảng, và 7% thị phần máy tính xách tay. Trong khi đó, các cửa hàng nhỏ độc lập (mom & pop shop) vẫn duy trì thị phần lớn nhất trong phân khúc bán lẻ hàng điện tử tiêu dùng. Cụ thể, các cửa hàng này nắm 82% thị phần bán lẻ máy tính xách tay, 50% điện thoại di động và 44% máy tính bảng. Trong những năm sắp tới, FPT Retail có kế hoạch thu hẹp thị phần từ các cửa hàng mom & pop bằng việc thâm nhập các khu vực nông thôn và ngoại thành chưa được khai thác, với 50 cửa hàng được mở mỗi năm vào năm 2015 và năm 2016.

Trong năm 2014 và năm 2015, chúng tôi dự đoán rằng doanh thu của FPT Retail sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt là 72% và 40% so với cùng kỳ.

Biên LNTT của FPT Retail đạt 0,9% trong 9T2014 (9T2013: -1,3%; năm 2013: -1,1%). Chúng tôi dự phóng biên LNTT của mảng này sẽ đạt 1,0% cho cả năm 2014 và sẽ cải thiện mỗi năm để đạt mức 5,0% vào năm 2018 do sự tăng trưởng doanh thu trong những năm tiếp theo sẽ dễ dàng bù đắp cho chi phí đến từ việc mở thêm các cửa hàng mỗi năm.

VPBS dự phóng LNTT hợp nhất của FPT sẽ đạt mức tăng trưởng 11% trong năm 2015



Cho cả năm 2014, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của FPT sẽ đạt 32.680 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ. LNTT hợp nhất đạt 2.488 tỷ đồng, giảm 3% so với năm 2013. EPS pha loãng trong năm 2014 được ước tính đạt 4.632 đồng.

Trong năm 2015, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của FPT sẽ đạt 37.314 tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ. LNTT hợp nhất đạt 2.753 tỷ đồng, tăng 11% so với năm trước. EPS pha loãng trong năm 2015 được ước tính đạt 5.236 đồng.

Giả định cho năm 2014 đến năm 2018

Dự phóng tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận từng mảng

Dự phóng tăng trưởng doanh thu

Tăng trưởng doanh thu	2011a	2012a	2013a	2014e	2015f	2016f	2017f	2018f
Viễn thông	15%	17%	18%	18%	19%	16%	12%	8%
Nội dung số	172%	60%	-42%	-13%	-63%	5%	5%	5%
Phát triển phần mềm	29%	24%	21%	24%	18%	18%	17%	14%
Tích hợp hệ thống	33%	-11%	7%	-20%	5%	8%	10%	8%
Dịch vụ IT	26%	30%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Phân phối	17%	-15%	9%	19%	11%	11%	11%	11%
Bán lẻ	n/a	51%	186%	72%	40%	30%	20%	20%
Giáo dục	43%	28%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
FPT Hợp nhất	27%	-3%	10%	21%	14%	15%	13%	13%

Dự phóng biên LNTT từng mảng

Biên LNTT	2011a	2012a	2013a	2014e	2015f	2016f	2017f	2018f
Viễn thông	23,4%	25,1%	25,5%	21,0%	19,0%	21,0%	22,0%	24,0%
Nội dung số	22,1%	11,2%	13,3%	12,5%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%
Phát triển phần mềm	26,5%	21,2%	19,4%	15,0%	15,2%	16,2%	17,1%	18,4%
Tích hợp hệ thống	12,0%	11,0%	8,5%	5,5%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Dịch vụ IT	11,0%	14,4%	14,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Phân phối	3,3%	3,2%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Bán lẻ	n/a	-3,4%	-1,1%	1,0%	1,5%	2,5%	3,5%	5,0%
Giáo dục	33,7%	28,8%	23,9%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
FPT Hợp nhất	9,9%	9,8%	9,5%	7,6%	7,4%	8,0%	8,5%	9,1%

Dự phóng bảng cân đối kế toán

- *Số ngày khoản phải thu*: giảm từ 52 ngày trong năm 2013 xuống 44 ngày trong năm 2018 do doanh thu từ mảng bán lẻ chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong tổng doanh thu của FPT
- *Số ngày hàng tồn kho*: giảm từ 69 ngày trong năm 2013 xuống 58 ngày trong năm 2018 cùng một lý do như nói ở trên
- *Số ngày phải trả*: giảm từ 38 ngày trong năm 2014 xuống 30 ngày trong năm 2018 do biên lợi nhuận và dòng tiền dần được cải thiện theo từng năm.
- *Chi phí đầu tư (% trên doanh thu thuần)*: giảm từ 4,1% trong năm 2014 xuống 2,0% trong năm 2018.
- *Chi phí khấu hao (% trên doanh thu thuần)*: 2,5% doanh thu thuần trong năm 2014, 3,0% trong năm 2015, 2,5% trong năm 2016 và 1,0% trong năm 2017 và năm 2018.

Định giá cổ phiếu

Định giá DCF + Định giá theo thị trường = 57.000 đồng/cổ phiếu

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
DCF	53.200	20%
P/E trượt là 10,7 lần và EPS năm 2015	56.000	70%
P/E ngành là 13,5 lần và EPS năm 2015	70.700	10%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		57.000

Trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi tăng tỷ trọng cho phương pháp định giá theo thị trường (P/E) từ 15% lên 80% và giảm tỷ trọng cho phương pháp định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) từ 85% xuống còn 20%. Sự thay đổi trong phương pháp luận này bắt nguồn từ luận điểm sau:

- Xét trên mọi khía cạnh, việc dự báo kết quả kinh doanh trong 2 năm gần nhất thì đáng tin cậy hơn việc dự phóng báo cáo tài chính cho cả 5 năm tiếp theo.
- Thêm vào đó, do cơ cấu doanh nghiệp của tập đoàn FPT khá phức tạp (bao gồm 8 phân khúc / công ty con riêng biệt). Do vậy, việc dự phóng dòng tiền trong 5 năm tới có thể sẽ không chính xác như chúng tôi kỳ vọng.
- "Xét về mặt dài hạn, tất cả chúng ta đều sẽ chết" – John Maynard Keynes

Phương pháp DCF – FPT định giá tại mức 53.200 đồng/cổ phiếu

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương 5,7% (giảm so với mức 7,2% trong báo cáo cập nhật tháng 5 của chúng tôi).
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường* dự kiến ở mức 15,0%.
- *Chi phí sử dụng vốn* được ước tính ở mức 16,6% theo mô hình định giá tài sản vốn với beta là 1,17.
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 14,2%.
- *Mức tăng trưởng dài hạn* của FPT là 5,0%.

		WACC				
		13,2%	13,7%	14,2%	14,7%	15,2%
Mức tăng trưởng dài hạn	3,0%	49.600	46.700	44.000	41.600	39.400
	4,0%	54.800	51.300	48.200	45.300	42.700
	5,0%	61.200	57.000	53.200	49.800	46.800
	6,0%	69.400	64.100	59.400	55.300	51.700
	7,0%	80.300	73.400	67.500	62.300	57.800

Định giá theo thị trường: 56.000 đồng/cổ phiếu

Trong 12 tháng vừa qua, cổ phiếu FPT luôn được giao dịch với mức P/E bằng khoảng 73% P/E của VNIndex (xem thêm chi tiết ở [đây](#)). Giá mục tiêu FPT:

P/E của VNIndex là 14,7 lần * 73% = **10,7** lần; với mức P/E này, giá mục tiêu FPT là: EPS năm 2015 là 5.236 đồng * 10,7 lần = **56.000** đồng/cổ phiếu.

Trong trường hợp hãn hữu hơn, P/E của FPT có thể sẽ đạt mức trung vị ngành là **13,5** lần (= trung vị P/E tương đối là 0,92 lần * VNIndex P/E 14,7 lần); với mức P/E này, giá mục tiêu FPT là **70.700** đồng/cổ phiếu (= EPS năm 2015 là 5.236 đồng * 13,5 lần).

Phân tích nhóm công ty cùng ngành

Tên công ty	Sàn GD	Vốn hóa triệu USD	Tăng trưởng doanh thu (%)		Biên LN ròng (%)		Nợ vay trên VCSH (%)		ROA (%)		ROE (%)		P/E		P/B		Chỉ số P/E tương đối	Chỉ số P/B tương đối
			2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	Trượt	2014E		
Tích hợp hệ thống & dịch vụ CNTT																		
Beijing Teamsun Technology Co	Thượng Hải	2.451	3,4	-7,8	3,0	0,9	25	69	3,6	0,8	6,7	1,8	N/M	N/M	6,5	N/A	N/A	4,23
CMC Ltd	Ấn Độ	953	35,5	31,1	10,3	12,0	0	0	13,3	17,1	21,3	26,8	21,0	22,1	5,1	5,1	1,08	1,67
Chinasoft International Ltd	Hồng Kông	672	23,4	15,8	4,8	4,6	26	49	4,2	3,7	7,3	7,1	34,2	21,5	2,7	1,6	3,29	1,98
KPIT Technologies Ltd	Ấn Độ	516	52,0	49,2	9,7	8,9	29	34	13,0	12,8	22,1	22,8	12,5	12,5	2,6	2,4	0,64	0,84
DuzonBizon Co Ltd	Hàn Quốc	223	8,0	3,7	13,5	10,4	93	75	9,4	7,0	23,0	15,7	16,7	N/A	2,5	N/A	0,13	2,58
Trung bình		963	24,5	18,4	8,3	7,3	35	45	8,7	8,3	16,1	14,8	21,1	18,7	3,9	3,1	1,29	2,26
Trung vị		672	23,4	15,8	9,7	8,9	26	49	9,4	7,0	21,3	15,7	18,8	21,5	2,7	2,4	0,86	1,98
Phát triển phần mềm																		
Posco ICT Co Ltd	Hàn Quốc	792	12,1	7,0	1,3	2,1	92	37	1,8	2,9	6,0	8,2	25,6	16,9	2,3	2,1	0,20	2,33
Hexaware Technologies Ltd	Ấn Độ	1.077	34,3	17,3	16,8	16,6	0	0	21,6	22,2	29,5	31,6	17,4	19,9	5,5	5,0	0,89	1,81
Xiamen 35.com Technology Co	Thẩm Quyển	669	-1,5	10,1	1,3	4,8	1	0	0,5	2,2	0,7	2,8	N/M	N/A	8,3	N/A	N/A	1,38
Hithink Flush Information	Thẩm Quyển	1.412	-20,3	7,7	15,7	12,3	0	0	2,1	1,7	2,3	1,9	N/M	N/M	7,5	N/A	N/A	1,25
DuzonBizon Co Ltd	Hàn Quốc	223	8,0	3,7	13,5	10,4	93	75	9,4	7,0	23,0	15,7	16,7	N/A	2,5	N/A	0,13	2,58
Trung bình		835	6,5	9,2	9,7	9,2	37	22	7,1	7,2	12,3	12,0	19,9	18,4	5,2	3,6	0,41	1,87
Trung vị		792	8,0	7,7	13,5	10,4	1	0	2,1	2,9	6,0	8,2	17,4	18,4	5,5	3,6	0,20	1,81
Viễn thông																		
SK Broadband Co Ltd	Hàn Quốc	1.191	8,6	N/A	0,9	N/A	131	N/A	0,7	N/A	2,0	N/A	58,3	N/A	1,2	N/A	0,47	1,21
Beijing Sinnet Technology Co	Thẩm Quyển	923	40,7	27,0	23,7	22,6	0	18	20,3	17,7	24,4	24,1	70,5	N/A	N/M	N/A	1,29	N/A
TIME dotCom Bhd	Ma-lay-xia	853	33,5	30,8	46,2	117,0	6	8	8,1	24,6	9,1	28,6	9,9	23,8	1,3	1,3	0,62	0,61
Dialog Axiata PLC	Colombo	777	24,1	12,3	10,7	8,2	67	74	7,2	5,4	17,1	13,5	17,4	16,5	2,4	2,3	1,17	1,18
Sri Lanka Telecom PLC	Colombo	689	9,9	5,9	6,9	9,0	32	35	3,9	5,1	7,3	9,4	14,9	N/A	1,5	N/A	1,01	0,72
Trung bình		887	23,4	19,0	17,7	39,2	47	34	8,0	13,2	12,0	18,9	34,2	20,1	1,6	1,8	0,91	0,93
Trung vị		853	24,1	19,7	10,7	15,8	32	27	7,2	11,5	9,1	18,8	17,4	20,1	1,4	1,8	1,01	0,95
Phân phối sản phẩm CNTT																		
Tsinghua Unisplendour Co Ltd	Thẩm Quyển	968	23,0	30,5	1,1	1,2	82	75	3,0	3,4	8,3	10,3	50,3	38,9	3,5	5,1	1,48	1,15
Henan Splendor Science	Thẩm Quyển	1.043	-14,7	31,6	6,2	18,3	22	1	1,7	4,8	2,7	6,6	67,9	37,7	4,8	2,8	2,00	1,61
Hedy Holding Co Ltd	Thẩm Quyển	474	5,4	6,0	0,6	N/M	24	30	0,9	N/M	1,3	N/M	N/A	8,4	5,9	N/A	N/A	1,97
Daou Data Corp	Hàn Quốc	196	2,0	6,5	1,4	1,9	104	86	0,3	0,4	5,3	7,0	11,2	N/A	0,8	N/A	0,09	0,79
Trung bình		670	3,9	18,7	2,3	7,1	58	48	1,5	2,9	4,4	8,0	43,1	28,3	3,8	4,0	1,19	1,38
Trung vị		721	3,7	18,5	1,2	1,9	53	53	1,3	3,4	4,0	7,0	50,3	37,7	4,2	4,0	1,48	1,38
Bán lẻ sản phẩm CNTT																		
GOME Electrical Appliances	Hồng Kông	2.559	-14,6	10,4	N/M	1,6	94	96	-1,9	2,3	-4,7	5,8	12,3	11,9	0,9	1,0	1,18	0,70
LOTTE Himart Co Ltd	Hàn Quốc	1.570	-5,6	9,2	2,2	3,7	58	50	2,6	4,8	4,8	8,4	13,4	16,5	1,1	1,0	0,11	1,11
Trikomsel Oke Tbk PT	In-đô-nê-xi-a	444	8,4	8,1	3,8	4,6	173	276	7,3	7,0	24,6	26,0	18,4	10,2	2,5	N/A	0,94	1,01
Best Denki Co Ltd	Tô-ky-ô	202	-23,2	-26,9	0,2	N/M	73	66	0,4	N/M	1,3	N/M	12,3	N/A	0,6	N/A	0,76	0,43
Kojima Co Ltd	Tô-ky-ô	200	-17,6	-23,9	0,1	N/M	138	117	0,3	N/M	1,0	N/M	22,1	N/A	0,5	N/A	1,37	0,41
Sanlian Commercial Co Ltd	Thượng Hải	357	-20,9	9,6	3,2	3,4	46	43	4,0	4,6	8,5	9,2	73,8	N/A	6,5	N/A	6,28	4,25
Electronic City Indonesia Tbk	In-đô-nê-xi-a	122	23,1	40,7	8,7	10,3	24	3	34,5	16,6	91,5	21,6	6,3	9,5	0,9	0,8	0,32	0,36
Mobile World Group	Việt Nam	510	36,9	28,8	1,7	2,7	86	64	8,1	13,5	32,9	40,7	18,3	17,1	8,4	8,3	1,24	4,26
Trung bình		746	-1,7	7,0	2,9	4,4	87	90	6,9	8,1	20,0	18,6	22,1	13,0	2,7	2,8	1,53	1,57
Trung vị		401	-10,1	9,4	2,2	3,6	79	65	3,3	5,9	6,6	15,4	15,8	11,9	1,0	1,0	1,06	0,86
Trung bình*		817	10,1	13,3	8,0	12,5	56	53	6,7	8,2	14,0	15,0	31,4	21,3	3,2	2,9	0,91	1,40
Trung vị*		689	8,4	9,9	4,3	8,2	46	46	3,9	5,1	7,3	10,3	25,3	23,8	3,1	2,8	0,92	1,35
CTCP FPT	Việt Nam	807	-3,1	9,9	6,3	5,9	47	59	13,6	13,0	26,3	24,0	10,4	10,8	2,3	2,1	0,71	1,16

Ghi chú: P/E hoặc P/B tương đối = P/E hoặc P/B trượt của mỗi mã chia cho P/E hoặc P/B của sàn giao dịch

* Số trung bình theo tỷ trọng của LNTT từng mảng

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu ngày 14 tháng 11 năm 2014

Cổ phiếu FPT đang giao dịch ở mức P/E thấp hơn nhiều so với nhóm công ty cùng ngành trong khi các chỉ số cơ bản của FPT là khá tốt. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính đằng sau mức P/E thấp này là do cơ cấu doanh nghiệp của Tập đoàn FPT phức tạp hơn (bao gồm 8 phân khúc riêng) nên giá cổ phiếu FPT vẫn đang chịu mức chiết khấu khá cao.

Phân tích kỹ thuật

Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu FPT đã trải qua quá trình giảm giá trung hạn từ mức cao nhất trong năm 2014 là 59.500 đồng về ngưỡng hỗ trợ của đường trung bình động 200 ngày (MA200). Hiện tại, FPT đang đi ngang giữa đường MA100 tại 52.000 và MA200 tại 49.000. Và cũng dao động quanh các đường trung bình động ngắn hạn như MA10 hay MA20. Khối lượng giao dịch cũng đã sụt giảm xuống mức trung bình thấp.

Theo đó, chúng tôi chưa nhận thấy tín hiệu xu hướng (kể cả chiều tăng và giảm) nào được phát ra và khuyến nghị **NẮM GIỮ** ở thời điểm hiện tại.

Tại ngày 14/11/2014	FPT (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	58.500
Giá thấp nhất trong 3 tháng	48.700
Đường MA 50 ngày	53.000
Đường MA 100 ngày	52.300
Kháng cự trung hạn	53.000
Hỗ trợ trung hạn	49.000
Khuyến nghị	NẮM GIỮ



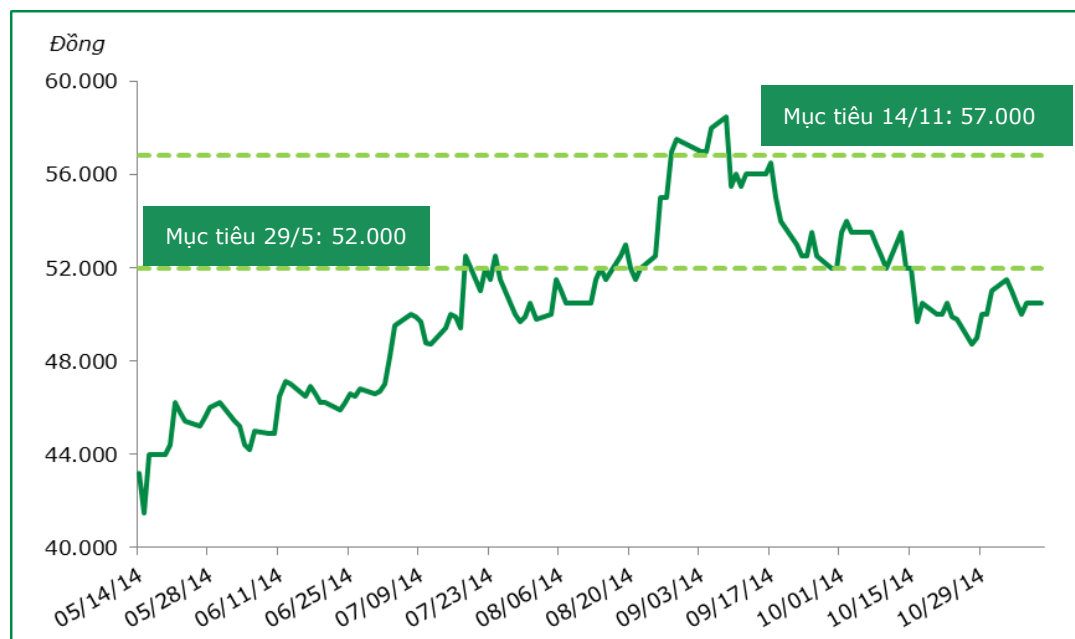
Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	25.370	24.594	27.028	32.680	37.314	43.000	48.740	54.935
% tăng trưởng	26,7%	-3,1%	9,9%	20,9%	14,2%	15,2%	13,3%	12,7%
Giá vốn hàng bán	20.412	19.902	21.489	26.555	30.401	34.801	39.225	43.905
Lợi nhuận gộp	4.958	4.692	5.539	6.125	6.913	8.198	9.515	11.031
Chi phí bán hàng và quản lý DN	2.396	2.461	3.203	3.794	4.146	4.746	5.349	5.987
EBIT	2.562	2.232	2.336	2.331	2.768	3.453	4.166	5.044
Khấu hao	376	400	443	817	1.119	1.075	487	549
EBITDA	2.938	2.631	2.779	3.148	3.887	4.528	4.654	5.593
Doanh thu tài chính	552	637	386	419	332	374	417	428
Chi phí tài chính	694	550	271	342	407	440	486	469
Lợi nhuận (chi phí) khác	46	56	85	60	42	29	20	14
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	36	33	22	19	17	16	14	13
	0	0	42	38	42	46	51	56
Lợi nhuận trước thuế	2.502	2.407	2.516	2.450	2.710	3.385	4.081	4.973
Chi phí thuế	422	421	450	465	509	595	718	877
Thuế suất hiệu dụng	16,9%	17,5%	17,9%	19,0%	18,8%	17,6%	17,6%	17,6%
Lợi nhuận sau thuế	2.079	1.985	2.065	1.985	2.201	2.790	3.363	4.097
Lợi ích của cổ đông thiểu số	397	445	458	392	401	526	618	721
LNST cổ đông công ty mẹ	1.682	1.540	1.608	1.593	1.800	2.264	2.745	3.375
% tăng trưởng	6,6%	6,3%	5,9%	4,9%	4,8%	5,3%	5,6%	6,1%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	4.891	4.479	4.675	4.632	5.236	6.584	7.982	9.815

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.902	2.319	2.751	2.710	3.897	5.513	5.692	6.693
Các khoản đầu tư ngắn hạn	862	662	1.443	1.443	1.443	1.443	1.443	1.443
Các khoản phải thu	3.210	3.300	3.838	4.477	5.009	5.655	6.143	6.622
Hàng tồn kho	3.276	2.700	3.329	4.227	4.574	5.046	5.717	6.233
Tài sản ngắn hạn khác	1.123	1.249	1.547	2.012	1.960	2.255	2.225	2.540
Tài sản ngắn hạn	11.373	10.229	12.908	14.869	16.884	19.912	21.219	23.533
Tài sản cố định	2.151	2.618	3.076	3.603	3.667	3.564	4.136	4.667
Các khoản đầu tư dài hạn	865	696	707	707	707	707	707	707
Tài sản dài hạn khác	554	666	880	912	912	912	912	912
Tài sản dài hạn	3.570	3.980	4.662	5.221	5.285	5.183	5.754	6.286
Tổng tài sản	14.943	14.209	17.571	20.090	22.170	25.095	26.973	29.819
Các khoản phải trả	1.339	1.809	2.200	2.610	2.538	2.893	3.278	3.697
Vay nợ ngắn hạn	4.674	2.860	4.167	5.350	5.755	6.073	4.839	3.945
Nợ ngắn hạn khác	2.462	2.150	2.702	2.277	2.470	2.739	3.013	3.319
Nợ ngắn hạn	8.475	6.820	9.069	10.237	10.763	11.705	11.130	10.961
Vay nợ dài hạn	0	22	55	110	150	100	50	0
Nợ dài hạn khác	242	274	193	154	123	99	79	63
Nợ dài hạn	242	295	248	264	273	199	129	63
Nợ phải trả	8.717	7.115	9.317	10.501	11.036	11.904	11.259	11.024
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	2.210	2.788	2.801	3.489	3.489	3.489	3.489	3.489
Lợi nhuận chưa phân phối	3.173	3.181	4.207	4.425	5.537	7.045	8.930	11.274
Cổ phiếu quỹ	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Vốn khác	138	213	201	201	201	201	201	201
Vốn chủ sở hữu	5.521	6.182	7.209	8.114	9.226	10.734	12.619	14.963
Lợi ích cổ đông thiểu số	705	913	1.045	1.437	1.838	2.364	2.982	3.703
Tổng nguồn vốn	14.943	14.209	17.571	20.052	22.101	25.001	26.860	29.690

CƠ CẤU DÒNG TIỀN (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	1.847	2.410	1.400	393	2.213	2.551	2.763	3.338
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	107	(253)	(1.576)	(1.376)	(1.183)	(973)	(1.059)	(1.081)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(487)	(2.740)	608	942	158	37	(1.526)	(1.255)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.466	(583)	432	(41)	1.187	1.616	179	1.002
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.436	2.902	2.319	2.751	2.710	3.897	5.513	5.692
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2.902	2.319	2.751	2.710	3.897	5.513	5.692	6.693
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	1.602	1.891	598	(814)	1.208	1.773	1.909	2.418
PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số định giá								
Chỉ số P/E			10,7x	10,8x	9,6x	7,6x	6,3x	5,1x
Chỉ số PEG				n/a	0,7x	0,3x	0,3x	0,2x
EV / EBIT			7,8x	7,9x	6,6x	5,3x	4,4x	3,6x
EV / EBITDA			6,6x	5,8x	4,7x	4,0x	3,9x	3,3x
Chỉ số P/S			0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x
Chỉ số P/B			2,4x	2,1x	1,9x	1,6x	1,4x	1,1x
Lợi suất cổ tức	1.200	2.400	1.200	2.000	2.000	2.200	2.500	3.000
Chỉ số sinh lời								
Biên LN gộp	19,5%	19,1%	20,5%	18,7%	18,5%	19,1%	19,5%	20,1%
Biên EBITDA	11,6%	10,7%	10,3%	9,6%	10,4%	10,5%	9,5%	10,2%
Biên LN hoạt động	10,1%	9,1%	8,6%	7,1%	7,4%	8,0%	8,5%	9,2%
Biên LN ròng	6,6%	6,3%	5,9%	4,9%	4,8%	5,3%	5,6%	6,1%
Tỷ số LN/tổng tài sản	15,3%	13,6%	13,0%	9,9%	10,4%	11,8%	12,9%	14,4%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	35,4%	26,3%	24,0%	19,6%	20,8%	22,7%	23,5%	24,5%
Chỉ số đòn bẩy								
Tỷ số thanh toán lãi vay	10,3x	9,8x	17,6x	13,8x	12,7x	14,6x	16,9x	25,8x
Tỷ số lãi vay và CPĐT trên EBITDA	4,2x	2,8x	2,7x	2,1x	2,8x	3,7x	3,6x	4,4x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	45,8%	31,8%	36,9%	40,2%	39,0%	36,5%	27,9%	20,9%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	84,7%	46,6%	58,6%	67,3%	64,0%	57,5%	38,7%	26,4%
Chỉ số thanh khoản								
Hệ số vòng quay tài sản	1,9x	1,7x	1,7x	1,6x	1,8x	1,8x	1,9x	1,9x
Ngày các khoản phải thu	46,2	49,0	51,8	50,0	49,0	48,0	46,0	44,0
Ngày các khoản phải trả	24,2	34,8	38,2	35,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Ngày hàng tồn kho	67,3	59,9	68,9	65,0	62,0	60,0	60,0	58,0
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3x	1,5x	1,4x	1,5x	1,6x	1,7x	1,9x	2,1x
Hệ số thanh toán nhanh	1,0x	1,1x	1,1x	1,0x	1,1x	1,3x	1,4x	1,6x

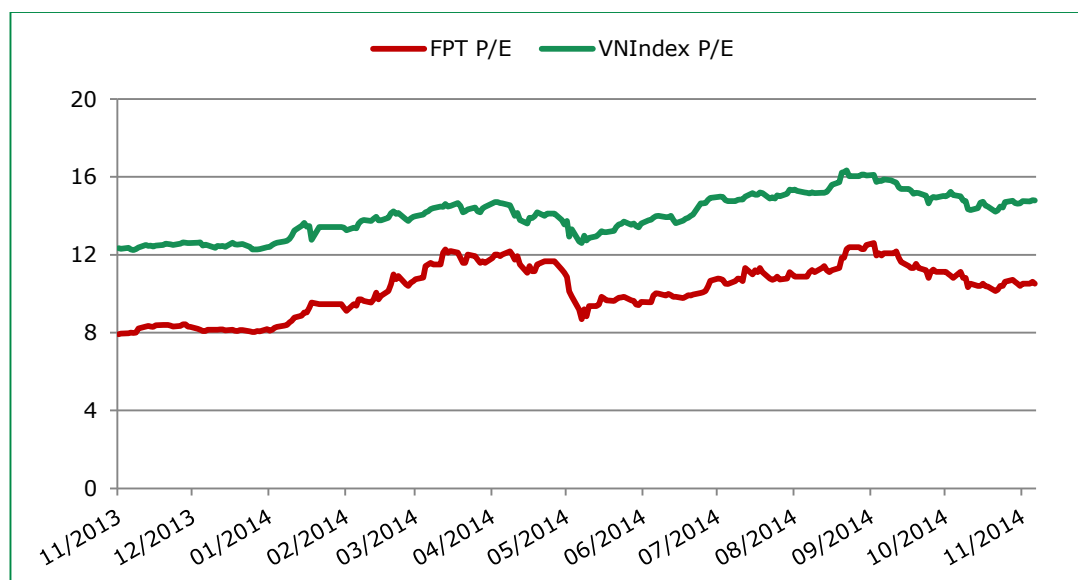
Phụ lục 2 – Diễn biến giá cổ phiếu



Trong báo cáo cập nhật phát hành ngày 29 tháng 5 năm 2014, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT với giá mục tiêu là 52.000 đồng/cổ phiếu. Giá đóng cửa của FPT vào ngày hôm đó là 46.100 đồng.

Vào ngày 22 tháng 7, cổ phiếu FPT chạm mức giá mục tiêu của chúng tôi và theo đà đi lên vùng đỉnh ở mức 58.500 đồng vào ngày 8 tháng 9 năm 2014. Sau đó, giá cổ phiếu đã giảm lại về mức đáy ngắn hạn 48.700 đồng vào ngày 27 tháng 10. Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra trong báo cáo lần này là 57.000 đồng, cao hơn 14,0% so với giá đóng cửa ngày 14 tháng 11 (50.000 đồng).

Phụ lục 3 – P/E của FPT và VN-Index



HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

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

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

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

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

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

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

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đức Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146

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, lượng và thường của những quan điểm 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.

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