

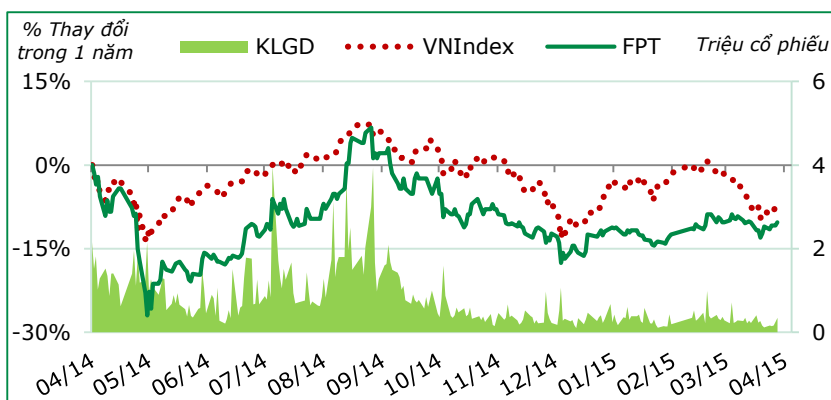
# CÔNG TY CỔ PHẦN FPT (FPT)

Ngày 17 tháng 4 năm 2015

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



Giá hiện tại (16/04/2015):	Đồng	48.800
Giá mục tiêu:	Đồng	58.500
Khuyến nghị ngắn hạn (TA)	<b>NĂM GIỮ</b>	
Ngưỡng kháng cự	Đồng	53.000
Ngưỡng hỗ trợ	Đồng	49.000
Mã Bloomberg: <b>FPT VN</b>	Sàn giao dịch: HSX	
Ngành:	Công nghệ thông tin & Viễn thông	
Beta:		1,13
Giá cao / thấp nhất 52 tuần		58.500 / 40.000
Số lượng cổ phiếu (triệu)		344
Vốn hóa (tỷ đồng)		16.782
Tỷ lệ Free-float (%)		45,9%
KLGD 12 tháng		778.486 / ngày
Sở hữu nước ngoài (%)		49,0%
<b>Năm (đơn vị: đồng)</b>	<b>Cổ tức</b>	<b>EPS (loãng)</b>
2016 VPBS dự báo	2.500	6.589
2015 VPBS dự báo	2.300	5.393
2014	2.000	4.746
2013	1.500	4.675
	<b>2010-14 CAGR</b>	<b>2015E (tỷ đồng)</b>
Doanh thu thuần	10,3%	38.782
EBITDA	5,0%	3.957
Lợi nhuận ròng	5,2%	1.855
	<b>2015-19 CAGR</b>	
Doanh thu thuần	10,3%	38.782
EBITDA	5,0%	3.957
Lợi nhuận ròng	5,2%	1.855
<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>FPT</b>	<b>VNI</b>
2015 P/E	9,1	12,0
2014 P/E	10,4	12,5
2014 Nợ vay/VCSH	86,8%	114,2%
2014 Biên LN ròng	5,0%	9,5%
2014 ROE	20,6%	14,5%
2014 ROA	9,2%	2,7%
* Xem thêm so sánh công ty cùng ngành ở trang 12		



Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FPT trong 12 tháng tiếp theo với giá mục tiêu là **58.500** đồng/cp (+20%).

### Nhận định đầu tư và dự phóng cho năm 2015:

- ❖ Chúng tôi dự phóng lãi ròng sẽ tăng mạnh trở lại từ năm 2015: Trong năm nay, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của FPT sẽ tăng trưởng 18,8% (2014: 20,8%) và lợi nhuận ròng sẽ tăng 13,6% (2014: 1,5%).
- ❖ Mảng gia công phần mềm sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong những năm tới: Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu của phân khúc này trong năm 2014 chỉ bằng 0,05% thị trường gia công IT toàn cầu. Do vậy, chúng tôi cho rằng còn rất nhiều dư địa tăng trưởng cho phân khúc này trong tương lai.
- ❖ Quang hóa sẽ thúc đẩy mảng viễn thông tăng trưởng: Mặc dù chi phí khấu hao cao sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới biên lợi nhuận trong năm 2015 và 2016, chúng tôi tin rằng công nghệ FTTx sẽ giúp F-Tel giữ mức tăng trưởng cao trong những năm tới.
- ❖ Mảng bán lẻ được kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong năm 2015: F-Retail dự kiến mở thêm 50 đến 60 cửa hàng mỗi năm trong năm nay và 2016. Chúng tôi dự phóng biên LNTT của mảng này sẽ được cải thiện đáng kể trong năm 2015.
- ❖ Chúng tôi kỳ vọng mảng tích hợp hệ thống, giải pháp phần mềm và dịch vụ IT sẽ phục hồi trong năm 2015: Giá trị hợp đồng đã ký (nhưng chưa thực hiện) của cả ba mảng này vào thời điểm cuối năm 2014 cao hơn 65% so với cùng kỳ năm trước.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

Năm 2014 – Doanh thu tăng 20,8% nhưng lãi ròng chỉ tăng 1,5%.....	3
Gia công phần mềm (GCPM) – Doanh thu tăng 36% năm 2014 .....	3
Viễn thông – Dịch vụ FTTx sẽ là động cơ thúc đẩy tăng trưởng .....	5
Phân phối – ĐTTM và máy tính bảng là động cơ tăng trưởng chính.....	6
Các mảng khác (F-Retail, FIS và F-Online).....	8
Các tin khác.....	9
Dự phóng tài chính năm 2015 đến năm 2019 .....	10
Định giá cổ phiếu: Giá mục tiêu FPT là 58.500 đồng/cổ phiếu.....	10
Phân tích kỹ thuật.....	13
 <i>Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS .....</i>	 14
<i>Phụ lục 2 – Diễn biến giá cổ phiếu .....</i>	 16

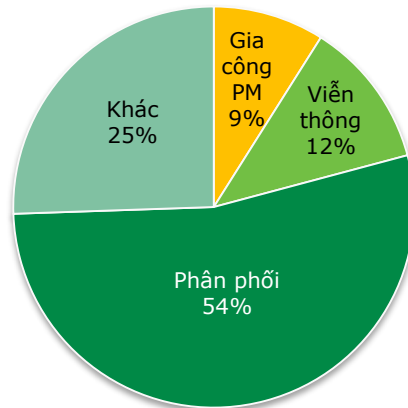
Kết quả kinh doanh kém khả quan của phân khúc tích hợp hệ thống, giải pháp phần mềm và nội dung trực tuyến, cùng với chi phí khấu hao cao từ dự án quang hóa, đã khiến lãi ròng của FPT chỉ tăng nhẹ trong năm 2014.

## Năm 2014 – Doanh thu tăng 20,8% nhưng lãi ròng chỉ tăng 1,5%

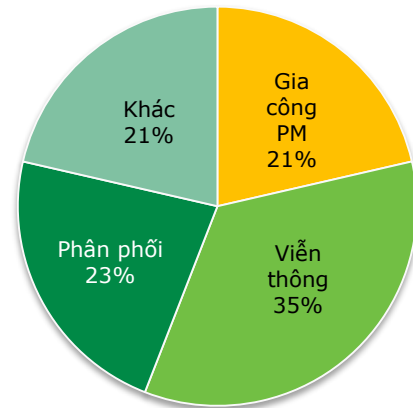
Doanh thu FPT tăng trưởng mạnh trong năm 2014, nhờ vào mảng gia công phần mềm (tăng 36% so với năm trước), viễn thông (tăng 19%), phân phối (p/p) (tăng 21%), và bán lẻ (tăng 78%). Tuy vậy, tốc độ tăng trưởng doanh thu toàn tập đoàn đã bị “kiềm lại” một phần do hoạt động thiếu hiệu quả của phân khúc tích hợp hệ thống (doanh thu giảm 10%) và nội dung trực tuyến (giảm 3%).

Tuy doanh thu FPT đạt mức tăng trưởng hai chữ số, lợi nhuận trước thuế (LNTT) toàn tập đoàn đã giảm 2% so với năm trước do (1) chi phí khấu hao cao của dự án quang hóa (phân khúc viễn thông) và (2) kết quả kinh doanh kém của các phân khúc tích hợp hệ thống, giải pháp phần mềm và nội dung trực tuyến.

Cơ cấu doanh thu của FPT năm 2014



Cơ cấu LNTT của FPT năm 2014



Tỷ trọng	DT 2014A	% thay đổi	LNTT 2014A	% thay đổi	Biên LNTT 2012A	Biên LNTT 2013A	Biên LNTT 2014A
Gia công PM	2.928	35,9%	518	14,1%	21,7%	21,0%	17,7%
Giải pháp PM	653	-1,8%	1	-97,9%	19,7%	14,3%	0,3%
Tích hợp hệ thống	2.679	-10,0%	137	-48,1%	11,0%	8,9%	5,1%
Dịch vụ IT	779	8,2%	84	-22,9%	14,4%	15,1%	10,8%
Viễn thông	3.876	19,1%	834	0,5%	25,1%	25,5%	21,5%
Nội dung trực tuyến	852	-3,2%	102	-40,7%	11,2%	13,4%	12,0%
Phân phối	17.504	20,8%	548	25,7%	3,2%	3,0%	3,1%
Bán lẻ	5.226	78,2%	41	n/m	-3,4%	-1,1%	0,8%
Giáo dục	591	6,1%	171	28,6%	28,8%	23,9%	28,9%
Loại trừ	-2.443	n/m	23	n/m	n/a	n/a	n/a
<b>Tổng</b>	<b>32.645</b>	<b>20,8%</b>	<b>2.459</b>	<b>-2,3%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>7,4%</b>

Nguồn: FPT

## Gia công phần mềm (GCPM) – Doanh thu tăng 36% năm 2014

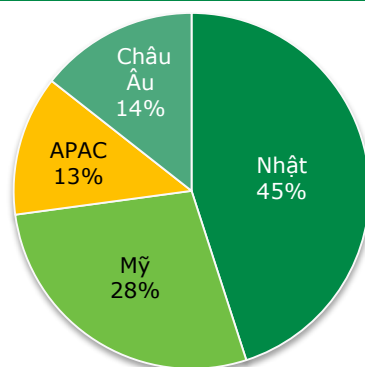
Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng GCPM sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng hai con số trong những năm tới. Đồng thời, chúng tôi cũng dự đoán biên LNTT của mảng này sẽ được cải thiện trong năm 2015 do không có một số chi phí mang tính thời vụ như trong năm 2014.

**Nhật và Mỹ vẫn là hai thị trường chính của F-Soft.** Trong năm qua, doanh thu từ hai thị trường này chiếm hơn 70% tổng doanh thu GCPM. Doanh thu từ thị trường Châu Âu đã tăng 116% trong năm 2014 chủ yếu do việc sát nhập FPT Slovakia (được mua trong T6/2014). Nếu tách riêng đơn vị này, doanh số từ thị trường Châu Âu tăng 18% trong năm vừa qua.

**Trong năm 2014, Gartner Inc. ước tính tổng doanh thu ngành CNTT toàn cầu đạt 957 tỷ USD, tăng 3% so với năm 2013.** Chi tiêu CNTT từ thị trường Mỹ là lớn nhất và đạt 379 tỷ USD, tương đương khoảng 40% toàn cầu.

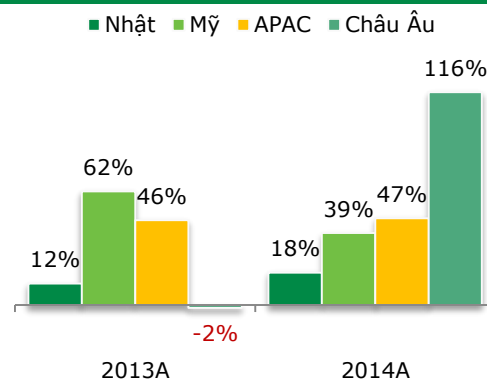
Riêng mảng gia công dịch vụ IT trên toàn thế giới đạt 292 tỷ USD trong năm 2014, tăng nhẹ 2%. Theo ước tính này, doanh thu GCPM của F-Soft năm vừa qua (137 triệu USD) chỉ bằng 0,05% tổng chi tiêu gia công dịch vụ IT toàn cầu.

Doanh thu GCPM theo khu vực (2014)



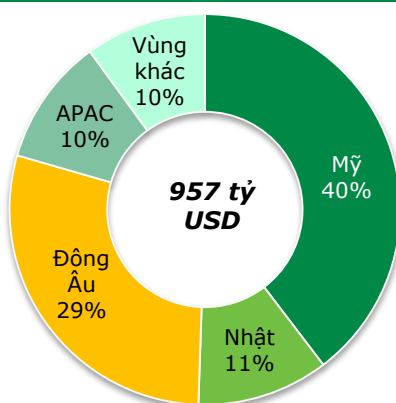
Nguồn: FPT, VPBS

Tăng trưởng DT từng khu vực



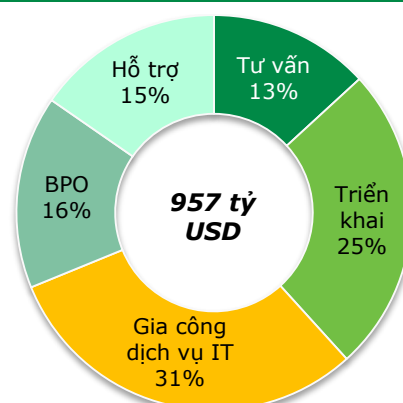
Nguồn: FPT, VPBS

Chi tiêu CNTT toàn cầu theo vùng (2014)



Nguồn: Gartner

Chi tiêu CNTT theo dịch vụ (2014)



Nguồn: Gartner

**VPBS dự phóng:** Do dịch vụ gia công phần mềm tại Việt Nam có giá thành rẻ hơn 30%-40% so với Ấn Độ và Trung Quốc, chúng tôi dự phóng doanh thu của mảng này sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng hai con số trong giai đoạn tới:

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>GCPM</b>	<b>2.154</b>	<b>2.928</b>	<b>3.634</b>	<b>4.442</b>	<b>5.289</b>	<b>6.174</b>	<b>7.099</b>
Tăng trưởng (%)	24,1%	35,9%	24,1%	22,2%	19,1%	16,7%	15,0%
<b>Trong đó</b>							
- Nhật	1.121	1.318	1.512	1.791	2.076	2.412	2.740
Tăng trưởng (%)	11,7%	17,6%	14,7%	18,5%	15,9%	16,2%	13,6%
- Mỹ	585	815	1.104	1.417	1.754	2.121	2.517
Tăng trưởng (%)	62,0%	39,3%	35,5%	28,3%	23,8%	20,9%	18,7%
- Châu Á TBD	253	373	485	606	727	836	962
Tăng trưởng (%)	46,2%	47,4%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	15,0%
- Châu Âu	195	422	533	628	732	805	880
Tăng trưởng (%)	-1,5%	116,2%	26,4%	17,8%	16,5%	10,1%	9,3%

**Biên LNTT giảm xuống 17,7% trong năm 2014 do ghi nhận một số chi phí thời vụ.** Trong năm qua, F-Soft ghi nhận 11 tỷ đồng chi phí di dời văn phòng làm việc về Khu Công nghệ cao Hòa Lạc (Hà Nội) và 25 tỷ đồng chi phí

sau sát nhập FPT-Slovakia vào Tập đoàn FPT. Nếu loại bỏ các chi phí trên, biên LNTT của mảng này trong năm 2014 là 18,9%.

Chúng tôi dự phóng biên LNTT của mảng này sẽ dao động trong khoảng từ 18,5% đến 19,5% trong năm năm tới (thấp hơn quá khứ) do F-Soft dự định giữ mức giá thấp để tăng tốc cho việc giành thị phần trên thị trường quốc tế.

### Viễn thông – Dịch vụ FTTx sẽ là động cơ thúc đẩy tăng trưởng

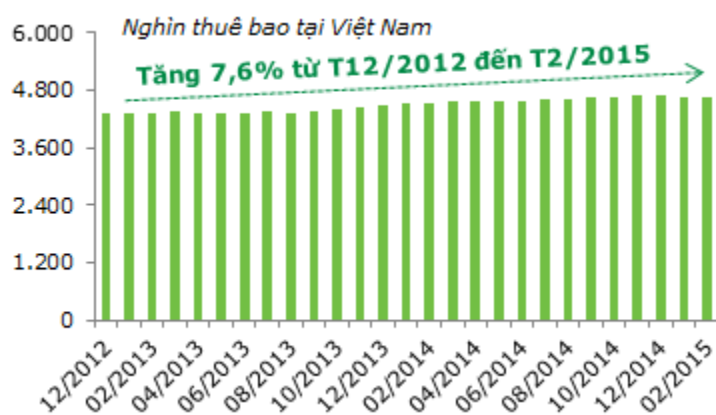
Trong năm 2014, F-Tel ghi nhận 3.876 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 19%, LNTT đạt 834 tỷ đồng, gần như không đổi so với năm 2013. Biên LNTT đã giảm từ mức 25,5% trong năm 2013 xuống còn 21,5% trong năm 2014, chủ yếu do chi phí khấu hao đã tăng mạnh trong năm qua (513 tỷ đồng trong năm 2014 so với 336 tỷ đồng trong năm 2013).

**Trong năm 2014 và 2015, FPT đã và vẫn sẽ tiến hành dự án quang hóa** (thay thế dây cáp đồng bằng cáp quang). Chi phí đầu tư cho dự án này là từ 500 đến 600 tỷ đồng mỗi năm, và được vốn hóa với thời hạn khấu hao là hai năm theo Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (mặc dù trên thực tế các loại cáp này thường có vòng đời từ 10 đến 15 năm). Việc đẩy nhanh thời gian khấu hao là nguyên nhân chính khiến biên LNTT mảng này giảm mạnh trong năm 2014.

*Chúng tôi tin công nghệ FTTx sẽ giúp F-Tel duy trì tốc độ tăng trưởng doanh số ở mức cao trong tương lai. Biên LNTT của mảng này sẽ tiếp tục giảm do chi phí khấu hao cao trong năm 2015 nhưng sẽ bắt đầu cải thiện từ năm 2016 trở đi.*

Tăng trưởng thuê bao xDSL đã chậm lại rõ rệt...

Thuê bao FTTx lại đang tăng trưởng rất mạnh



Nguồn: Cục Viễn thông Việt Nam



Nguồn: Cục Viễn Thông Việt Nam



#### Các gói xDSL:

Mega Save (5MB): 180.000 đồng  
Mega You (8MB): 250.000 đồng  
Mega Me (10MB): 270.000 đồng

#### Các gói FTTH:

Fiber Me (10MB): 270.000 đồng  
Fiber Home (15MB): 300.000 đồng  
Fiber Family (20MB): 360.000 đồng



#### Các gói xDSL:

Mega Basis (3MB): 130.000 đồng  
Mega Basis+ (4MB): 180.000 đồng  
Mega Easy+ (6MB): 250.000 đồng

#### Các gói FTTH:

Gói FM (12MB): 270.000 đồng  
Gói F2H (14MB): 340.000 đồng  
Gói F2E (20MB): 510.000 đồng



#### Các gói xDSL:

Home N+ (3MB): 180.000 đồng  
Home E+ (4MB): 230.000 đồng

#### Các gói FTTH:

FTTH ECO (12MB): 275.000 đồng  
FTTH ECO+ (25MB): 385.000 đồng

Nguồn: FPT Telecom, VNPT, Viettel

Ghi chú: Giá dịch vụ nêu trên sẽ được chiết khấu nếu khách hàng chấp nhận trả trước tiền thuê bao từ ba đến tám tháng

**Người tiêu dùng đang dần chuyển sang FTTH do dịch vụ này có tốc độ internet cao hơn và giá cả khá hợp lý.** Như trình bày ở biểu đồ trên, từ tháng 12 năm 2012 đến tháng 2 năm 2015, số lượng thuê bao FTTH đã tăng gần gấp năm lần. Tốc độ tăng trưởng mạnh trong phân khúc này đã dẫn đến lượng khách đăng ký dùng xDSL giảm đáng kể (số thuê bao xDSL chỉ tăng 7,6% trong cùng giai đoạn trên).

**Chúng tôi tin rằng gói dịch vụ FTTH sẽ giúp F-Tel duy trì mức tăng trưởng cao.** Vào thời điểm cuối năm 2014, chúng tôi ước tính F-Tel chiếm khoảng 20% thị phần trong phân khúc xDSL và khoảng 15% thị phần trong phân khúc FTTH. Trong vòng năm năm tới, chúng tôi dự phóng số lượng thuê bao xDSL của F-Tel sẽ chỉ tăng từ 5,0% đến 7,5% mỗi năm. Trong khi đó, số lượng thuê bao FTTH sẽ tăng từ 15,0% đến 20,0% mỗi năm trong cùng giai đoạn. Đồng thời, chúng tôi dự phóng doanh thu trên mỗi khách hàng sẽ tăng từ 5,0% đến 10,0% mỗi năm, do các gói cước FTTH có giá cao hơn các gói xDSL. Dự phóng doanh thu của chúng tôi đối với phân khúc viễn thông là:

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Viễn thông</b>	<b>3.254</b>	<b>3.876</b>	<b>4.621</b>	<b>5.393</b>	<b>6.187</b>	<b>6.992</b>	<b>7.823</b>
Tăng trưởng (%)	24,1%	19,1%	19,2%	16,7%	14,7%	13,0%	11,9%
<b>Trong đó</b>							
- Internet	2.296	2.779	3.359	3.980	4.605	5.220	5.874
Tăng trưởng (%)	19,0%	21,0%	20,9%	18,5%	15,7%	13,3%	12,5%
- Dịch vụ khác	958	1.097	1.262	1.413	1.582	1.772	1.950
Tăng trưởng (%)	16,6%	14,5%	15,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%

**Biên LNTT sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015 nhưng bắt đầu cải thiện từ năm 2016.** Do đẩy nhanh thời gian khấu hao của dự án quang hóa trong năm 2014, 2015 và 2016, nên chúng tôi dự phóng biên LNTT của mảng này sẽ giảm xuống mức 18,0% trong năm 2015 (2014: 21,5%) nhưng sẽ dần cải thiện từ năm 2016 trở đi. Đến năm 2017, chúng tôi dự phóng biên LNTT sẽ tăng trở lại mức 24,0% và sẽ duy trì mức này cho đến năm 2019.

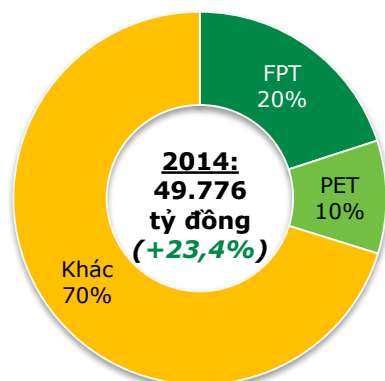
### Phân phối – ĐTTM và máy tính bảng là động cơ tăng trưởng chính

Trong năm 2014, F-Trading ghi nhận 17.504 tỷ đồng doanh thu, tăng 21%, LNTT đạt 548 tỷ đồng, tăng 26%.

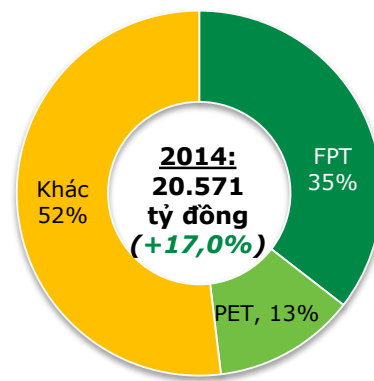
**iPhone dẫn dắt tăng trưởng của phân khúc p/p điện thoại.** Năm 2014, phân khúc này ghi nhận doanh thu là 10.210 tỷ đồng, tăng 19%. Tuy vậy, nếu loại trừ doanh thu từ iPhone (tăng 165% trong năm 2014) thì mức tăng trưởng doanh thu từ các sản phẩm còn lại chỉ là 2%.

Điện thoại iPhone và máy tính bảng sẽ giúp mảng phân phối duy trì mức tăng trưởng cao từ năm 2015.

Thị phần p/p điện thoại ở Việt Nam



Thị phần p/p thiết bị IT ở Việt Nam



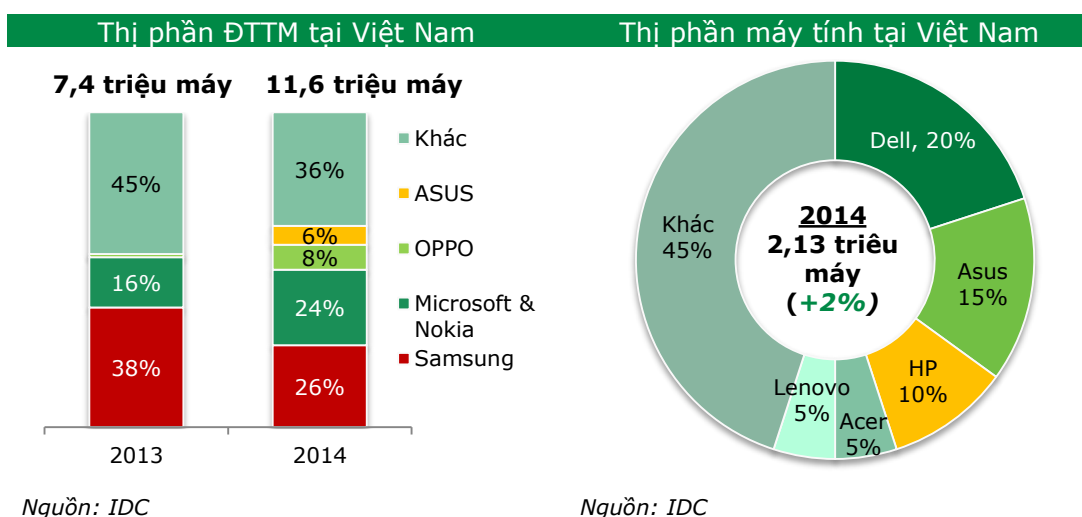
Nguồn: GfK, FPT, PET, ước tính của VPBS



**Tăng trưởng thấp từ hoạt động p/p điện thoại Nokia là nguyên nhân dẫn tới mức tăng trưởng thấp từ các sản phẩm điện thoại ngoài iPhone.**

Trong năm 2014, số lượng ĐT Nokia ở phân khúc thấp đến trung bình mà F-Trading p/p đã tăng khá mạnh. Tuy điều này đã làm tăng thị phần của ĐT Nokia ở thị trường Việt Nam, doanh số thấp hơn từ mỗi ĐT đã khiến doanh thu p/p Nokia chỉ tăng thấp so với năm 2013. Trong năm 2014, doanh thu từ ĐT Nokia chiếm 40% tổng doanh thu p/p ĐT của F-Trading.

**Tương tự, doanh thu p/p máy tính bảng (tablet) giúp mảng p/p các sản phẩm IT tăng trưởng.** Hoạt động p/p các s/p IT ghi nhận 7.294 tỷ đồng doanh thu trong năm 2014, tăng 24%. Doanh số p/p tablet đã tăng 162%. Nếu loại bỏ tablet, doanh số từ các s/p IT đã tăng 14% trong năm vừa qua.



**ĐT Nokia, ASUS, OPPO và máy tính Dell là các sản phẩm nổi trội trong năm 2014.** Theo số liệu từ IDC, người tiêu dùng Việt Nam đã mua 28,7 triệu điện thoại trong năm 2014 (tăng 13%, 11,6 triệu trong số đó là ĐTTM) và 2,13 triệu máy tính (tăng 2%). Cũng trong năm qua, thị phần ĐTTM của Samsung đã giảm 12 điểm % xuống 26%, nhường thị phần cho ĐTTM của Nokia, ASUS và OPPO (phân khúc thấp đến trung bình). Đối với các sản phẩm máy tính, Dell và ASUS vẫn đứng đầu bảng với thị phần tương ứng là 20% và 15%.

**F-Trading là một trong những nhà p/p hàng đầu đối với các sản phẩm ĐT Nokia, ASUS và máy tính Dell, ASUS.** Bên cạnh đó, F-Trading độc quyền p/p đối với các s/p ĐT ASUS Zenphone tại Việt Nam.

**VPBS dự phóng:** Chúng tôi cho rằng iPhone và tablet sẽ vẫn tiếp tục giúp mảng p/p tăng trưởng trong những năm tới. Đồng thời, chúng tôi dự phóng doanh thu từ các s/p còn lại sẽ chỉ đạt mức tăng trưởng một chữ số trong cùng giai đoạn. Chúng tôi giả định biên LNTT của mảng này sẽ duy trì ở mức 3,0%.

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu p/p	14.485	17.505	20.179	22.921	25.435	27.674	30.246
Tăng trưởng (%)	24,1%	20,9%	15,3%	13,6%	11,0%	8,8%	9,3%
<b>Trong đó</b>							
- ĐTDĐ	8.580	10.210	12.170	14.228	16.172	17.942	19.993
Tăng trưởng (%)	15,9%	19,0%	19,2%	16,9%	13,7%	10,9%	11,4%
- Các s/p IT	5.904	7.294	8.009	8.693	9.263	9.732	10.254
Tăng trưởng (%)	-0,1%	23,5%	9,8%	8,5%	6,6%	5,1%	5,4%

## Các mảng khác (F-Retail, FIS và F-Online)

**F-Retail duy trì kế hoạch mở rộng trong năm 2015 và 2016.** Năm vừa qua, F-Retail ghi nhận doanh thu đạt 5.226 tỷ đồng, tăng **78%**, LNTT đạt 41 tỷ đồng (năm 2013 mảng này lỗ trước thuế 31 tỷ đồng). Tại thời điểm cuối năm 2014, F-Retail có 163 cửa hàng đang hoạt động (năm 2013: 100). Trong năm nay và 2016, F-Retail dự kiến sẽ mở thêm từ 50 đến 60 cửa hàng mỗi năm.

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu bán lẻ</b>	<b>2.932</b>	<b>5.226</b>	<b>7.796</b>	<b>10.153</b>	<b>11.905</b>	<b>12.787</b>	<b>13.426</b>
Tăng trưởng (%)	185,8%	78,2%	49,2%	30,2%	17,3%	7,4%	5,0%
# cửa hàng mới	50	63	50	40	10	0	0
# c/h tại cuối năm	100	163	213	253	263	263	263
# c/h trung bình	75	131,5	188	233	258	263	263
Doanh thu mỗi c/h	39,1	39,7	41,5	43,6	46,1	48,6	51,1

**FIS – kết quả năm 2014 kém nhưng sẽ khởi sắc trong năm 2015.** Năm vừa qua, mảng tích hợp hệ thống (THHT) ghi nhận doanh thu đạt 2.679 tỷ đồng, giảm **10%** so với năm 2013, LNTT đạt 137 tỷ đồng, giảm **48%**. Mảng giải pháp phần mềm (GPPM) và dịch vụ IT cũng chịu tình hình tương tự với LNTT giảm lần lượt **98%** và **20%**. Như đã trình bày trong báo cáo lần trước, chi tiêu CNTT từ khối ngân hàng và chính phủ (hai khối khách hàng lớn nhất của FIS) đã giảm mạnh trong năm 2014 so với các năm trước.

Tuy vậy, chúng tôi có lý do để tin rằng ba mảng hoạt động này sẽ đạt được kết quả tốt hơn trong năm 2015. Tại thời điểm cuối năm 2014, tổng giá trị hợp đồng đã ký của ba mảng này là 2.650 tỷ đồng, lớn hơn rất nhiều so với mức trung bình từ 1.500 đến 1.700 tỷ đồng của các năm trước.

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>FIS</b>	<b>4.362</b>	<b>4.112</b>	<b>4.504</b>	<b>4.916</b>	<b>5.271</b>	<b>5.621</b>	<b>5.902</b>
Tăng trưởng (%)	7,2%	-5,7%	9,5%	9,2%	7,2%	6,7%	5,0%
<b>Trong đó</b>							
- THHT	2.977	2.679	2.947	3.242	3.485	3.746	3.933
Tăng trưởng (%)	2,0%	-10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%	5,0%
- Dịch vụ IT	720	780	858	927	1.001	1.051	1.104
Tăng trưởng (%)	5,8%	8,4%	10,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%
- GPPM	665	653	699	748	785	824	865
Tăng trưởng (%)	10,1%	-1,8%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%

**FPT-Online – ngừng cung cấp dịch vụ game và cổng thanh toán trực tuyến trong năm 2015.** Bắt đầu từ năm nay, FPT-Online sẽ chỉ cung cấp dịch vụ quảng cáo trực tuyến. Mảng này ghi nhận 325 tỷ đồng doanh thu trong năm 2014, tăng **7%**, LNTT đạt 142 tỷ đồng (biên LNTT: 43,6%). Chúng tôi ước tính việc đóng cửa mảng game và cổng thanh toán trực tuyến sẽ giúp FPT-Online tiết kiệm khoảng 40 tỷ đồng chi phí mỗi năm.

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>FPT-Online</b>	<b>985</b>	<b>852</b>	<b>348</b>	<b>372</b>	<b>398</b>	<b>426</b>	<b>456</b>
Tăng trưởng (%)	-8,1%	-13,5%	-59,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%



## Các tin khác

**Kế hoạch cổ tức trong năm 2015:** Trong kỳ Đại hội thường niên vừa qua, các cổ đông của FPT đã thông qua kế hoạch cổ tức cho năm 2014 và 2015 như sau:

- Chi trả cổ tức năm 2014 lần hai tại mức 1.000 đồng/cổ phiếu vào Q2/2015. Phần tạm ứng cổ tức lần đầu cho năm 2014 (cùng mức 1.000 đồng) đã được chi trả trong Q3/2014.
- Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức năm 2014 trong Q2/2015 với mức 15% trên mệnh giá (cổ đông sở hữu 20 cổ phiếu sẽ được chia 3 cổ phiếu)
- Trả cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2015 tại mức 2.000 đồng/cổ phiếu căn cứ theo số lượng cổ phiếu mới sau khi chia cổ tức bằng cổ phiếu 15% (tương ứng với mức 2.300 đồng/cổ phiếu trước khi chia tách cổ phiếu, cao hơn 15% so với mức cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2014).

**Kế hoạch kinh doanh cho năm 2015:** Ban quản trị của FPT đề ra kế hoạch doanh thu là 39.600 tỷ đồng, tăng 13%, và kế hoạch LNTT là 2.850 tỷ đồng, tăng 16%. Mục tiêu kinh doanh cho từng mảng là:

Tỷ đồng	Doanh thu			Lợi nhuận trước thuế		
	Kế hoạch 2015	KH tăng trưởng	VPBS dự phóng	Kế hoạch 2015	KH tăng trưởng	VPBS dự phóng
Khối công nghệ	8.310	18%	8.138	998	35%	922
Khối viễn thông	5.134	9%	4.968	1.005	7%	982
Khối p/p và bán lẻ	25.510	12%	27.975	698	18%	722
Khối giáo dục & khác	646	2%	-2.299	149	-23%	172
<b>Tổng</b>	<b>39.600</b>	<b>13%</b>	<b>38.782</b>	<b>2.850</b>	<b>16%</b>	<b>2.799</b>

*Khối công nghệ = gia công phần mềm + giải pháp phần mềm + tích hợp hệ thống + dịch vụ IT*

*Khối viễn thông = Viễn thông + Nội dung trực tuyến*

*Khối phân phối & bán lẻ = Phân phối + Bán lẻ*

**Bổ nhiệm hai thành viên Hội đồng Quản trị:** Tại kỳ đại hội vừa qua, các cổ đông FPT thông qua việc bổ nhiệm ông Tomokazu Hamaguchi và ông Dan E Khoo vào Hội đồng Quản trị của Tập đoàn.

Ông Hamaguchi nguyên là Chủ tịch kiêm TGD của NTT Data, công ty dịch vụ CNTT lớn thứ sáu toàn cầu. Hiện tại, ông là Chủ tịch của Hiệp hội Dịch vụ Công nghệ Thông tin Nhật Bản (JISA).

Ông Khoo hiện là Chủ tịch Danh dự của Liên minh Công nghệ Thông tin và Dịch vụ Thế giới (WITSA), liên minh toàn cầu của các hiệp hội CNTT từ 84 quốc gia khác nhau. Ông là người có quan hệ tốt với các trung tâm CNTT lớn trên thế giới, và đã từng hợp tác với các tổ chức toàn cầu như Liên Hợp Quốc, OECD, Ngân hàng Thế giới và Diễn đàn Kinh tế Thế giới.

**FPT lên kế hoạch bán F-Trading và F-Retail:** Trong kỳ đại hội vừa qua, TGD chia sẻ việc tập đoàn đang lên kế hoạch bán hai mảng phân phối và bán lẻ để tập trung nguồn lực phát triển các phân khúc trong khối công nghệ. Tuy vậy, kế hoạch này mới đang chỉ ở bước dự trù và chưa có thông tin gì chắc chắn.

## Dự phóng tài chính năm 2015 đến năm 2019

### Dự phóng doanh thu và biên LNTT của các mảng hoạt động

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>DT hợp nhất</b>	<b>27.028</b>	<b>32.645</b>	<b>38.782</b>	<b>45.429</b>	<b>51.307</b>	<b>56.165</b>	<b>61.107</b>
Tăng trưởng (%)	24,1%	20,8%	18,8%	17,1%	12,9%	9,5%	8,8%
<b>Trong đó</b>							
- Gia công PM	2.154	2.928	3.634	4.442	5.289	6.174	7.099
- Giải pháp PM	665	653	699	748	785	824	865
- Tích hợp hệ thống	2.977	2.679	2.947	3.242	3.485	3.746	3.933
- Dịch vụ IT	720	780	858	927	1.001	1.051	1.104
- Viễn thông	3.254	3.876	4.621	5.393	6.187	6.992	7.823
- Nội dung trực tuyến	985	852	348	372	398	426	456
- Phân phối	14.485	17.505	20.179	22.921	25.435	27.674	30.246
- Bán lẻ	2.932	5.226	7.796	10.153	11.905	12.787	13.426
- Giáo dục	557	590	620	651	683	718	754
- Loại trừ	-1.700	-2.445	-2.919	-3.419	-3.862	-4.227	-4.599
Tỷ đồng	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>LNTT hợp nhất</b>	<b>2.516</b>	<b>2.459</b>	<b>2.799</b>	<b>3.420</b>	<b>4.273</b>	<b>4.909</b>	<b>5.545</b>
Tăng trưởng (%)	24,1%	-2,2%	13,8%	22,2%	24,9%	14,9%	12,9%
<b>Biên LNTT</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,7%</b>
<b>Trong đó</b>							
- Gia công PM	21,0%	17,7%	18,0%	18,5%	19,0%	19,5%	19,5%
- Giải pháp PM	14,3%	0,3%	5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	12,5%
- Tích hợp hệ thống	8,9%	5,1%	5,0%	5,0%	5,5%	6,0%	7,0%
- Dịch vụ IT	14,5%	10,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
- Viễn thông	25,5%	21,5%	17,5%	19,5%	24,0%	24,0%	24,0%
- Nội dung trực tuyến	15,8%	12,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
- Phân phối	3,0%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
- Bán lẻ	-1,1%	0,8%	1,5%	1,7%	2,0%	2,5%	3,0%
- Giáo dục	23,9%	29,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

### Dự phóng bảng cân đối kế toán

	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
C/p đầu tư (tỷ đồng)	911	1.417	1.928	1.027	1.115	1.076	1.082
Số ngày phải thu	52	41	45	44	43	42	40
Số ngày hàng tồn kho	69	74	62	60	58	55	55
Số ngày phải trả	38	42	40	38	36	34	30

Chúng tôi dự phóng chi phí đầu tư trong năm 2015 của FPT sẽ là lớn nhất trong vài năm tới, do công ty sẽ tiếp tục nâng cấp cơ sở hạ tầng mạng viễn thông cùng với các dịch vụ add-on (ví dụ: kéo thêm dây mạng vào khu vực mới, quang hóa, dịch vụ truyền hình trả tiền). Giải ngân thực tế cho dự án quang hóa trong năm 2014 là 600 tỷ đồng; kế hoạch giải ngân cho dự án này trong năm 2015 cũng được đặt ở mức tương đương.

### Định giá cổ phiếu: Giá mục tiêu FPT là 58.500 đồng/cổ phiếu

**Giá trị nội tại + Định giá theo thị trường = 58.500 đồng/cổ phiếu**

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
Chiết khấu dòng tiền (DCF)	56.800	20%
P/E trượt 10,4 * EPS năm 2015	56.100	60%
Định giá riêng cho từng phân khúc	67.000	20%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>58.500</b>	<b>100%</b>

### Mô hình chiết khấu dòng tiền – định giá FPT ở mức 56.800 đồng/cp

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, hiện tương đương với 5,4% (báo cáo cập nhật FPT tháng 11: 5,7%).
- *Phần bù rủi ro thị trường Việt Nam* là 8,86%.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 15,4% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) với beta là 1,13.
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 13,2%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của FPT được hạ xuống mức 3,5% từ mức 5,0% trong báo cáo lần trước của chúng tôi để phản ánh sát hơn kỳ vọng tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế Việt Nam.

		WACC				
		12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%
Mức tăng trưởng dài hạn	1,5%	53.600	50.300	47.300	44.600	42.100
	2,5%	59.000	55.100	51.600	48.500	45.600
	3,5%	65.600	60.900	56.800	53.100	49.700
	4,5%	73.800	68.200	63.200	58.700	54.700
	5,5%	84.600	77.400	71.200	65.700	60.900

### Định giá từng phân khúc – 67.000 đồng/cp

Tỷ đồng	LN ròng 2015	P/E tương đối	P/E tuyệt đối	Giá trị phân khúc	% Sở hữu của FPT	Định giá
<b>Khối công nghệ</b>						
Gia công phần mềm	589	0,7	8,1	4.783	100,0%	4.783
Giải pháp phần mềm	28	0,7	8,1	227	100,0%	227
Tích hợp hệ thống	118	1,8	22,5	2.652	100,0%	2.652
Dịch vụ IT	69	1,8	22,5	1.545	100,0%	1.545
<b>Khối viễn thông</b>						
Viễn thông	631	1,2	14,6	9.224	45,6%	4.210
Nội dung trực tuyến	136	1,2	14,6	1.983	52,0%	1.030
<b>Khối p/p &amp; bán lẻ</b>						
Phân phối	472	1,0	12,4	5.843	100,0%	5.843
Bán lẻ	91	1,0	12,4	1.129	84,3%	951
<b>Khối giáo dục</b>						
Giáo dục	139	1,0	12,5	1.744	100,0%	1.744
<b>Tổng</b>						<b>22.986</b>
Tổng số cp đang lưu hành						344
<b>Giá trị trên mỗi cổ phiếu</b>						<b>67.000</b>

Nguồn:  $P/E \text{ tuyệt đối} = P/E \text{ tương đối} \times \text{mức } P/E \text{ trượt 12 tháng của VN-Index (12,5 lần)}$   
 Lợi nhuận ròng từng mảng trong năm 2015 là theo dự phóng của VPBS

## Phân tích nhóm công ty cùng ngành

Sàn	Vốn hóa	Tăng trưởng doanh thu (%)		Biên LN ròng (%)		Nợ vay trên vốn chủ sở hữu		LN trên tổng tài sản (ROA)		LN trên vốn chủ sở hữu (ROE)		P/E		P/B		Chỉ số P/E tương đối hiện tại	Chỉ số P/B tương đối hiện tại
		2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	Hiện tại	2015E	Hiện tại	2015E		
triệu USD																	
Thượng Hải	3.447	-7,8	-11,4	0,9	2,2	69,0	N/A	0,8	N/A	1,8	N/A	N/M	N/M	9,2	8,7	N/A	3,6
Ấn Độ	979	31,1	15,8	12,0	12,6	0,0	0,0	17,1	17,6	26,8	26,7	22,1	20,3	4,5	4,2	1,1	1,4
Hồng Kông	1.186	15,8	38,2	4,6	4,5	48,8	56,7	3,7	4,0	7,1	8,4	61,1	27,6	4,8	2,6	5,2	3,1
Ấn Độ	564	49,2	20,3	8,9	9,2	34,1	38,8	12,8	12,7	22,8	21,5	13,7	13,5	2,7	2,4	0,7	0,9
Tô-ky-ô	12.691	4,1	3,2	3,3	1,7	55,3	58,2	2,9	1,4	6,9	3,5	43,9	37,7	2,1	2,1	2,4	1,5
	3.773	18,5	13,2	5,9	6,1	41,4	38,4	7,5	9,0	13,1	15,0	35,2	24,8	4,7	4,0	2,3	2,1
	1.186	15,8	15,8	4,6	4,5	48,8	47,8	3,7	8,4	7,1	15,0	33,0	24,0	4,5	2,6	1,8	1,5
Hàn Quốc	786	7,0	-11,8	2,1	2,4	37,0	36,0	2,9	3,1	8,2	6,8	33,7	17,4	2,2	2,3	0,6	2,1
Ấn Độ	1.602	17,3	13,0	16,6	12,4	0,0	0,0	22,2	17,8	31,6	25,7	31,2	24,5	7,8	7,6	1,5	2,5
Thẩm Quyển	1.023	10,1	-2,9	4,8	2,0	0,0	N/A	2,2	N/A	2,8	N/A	N/M	N/A	12,9	N/A	N/A	2,6
Thẩm Quyển	6.788	7,7	45,9	12,3	23,2	0,0	0,0	1,7	4,2	1,9	5,2	N/M	280,4	35,4	29,6	N/A	7,1
Hàn Quốc	223	8,0	3,7	13,5	10,4	93,1	74,5	9,4	7,0	23,0	15,7	16,7	N/A	2,5	N/A	0,3	2,4
	2.084	10,0	9,6	9,8	10,1	26,0	27,6	7,7	8,0	13,5	13,3	27,2	107,4	12,2	13,2	0,8	3,3
	1.023	8,0	3,7	12,3	10,4	0,0	18,0	2,9	5,6	8,2	11,2	31,2	24,5	7,8	7,6	0,6	2,5
Thẩm Quyển	1.931	27,0	N/A	22,6	N/A	18,5	N/A	17,7	N/A	24,1	N/A	N/A	87,8	17,9	N/A	N/A	3,6
Ma-lay-xia	966	30,8	8,8	N/M	29,2	8,3	5,9	24,6	6,8	28,6	8,0	20,6	23,1	1,5	1,5	1,2	0,7
Colombo	673	12,3	6,3	8,2	9,1	73,9	66,7	5,4	5,6	13,5	14,4	14,5	17,1	2,0	1,9	1,2	1,1
Colombo	638	5,9	8,1	9,0	9,2	34,6	42,4	5,1	5,2	9,4	9,7	14,2	N/A	1,3	N/A	1,1	0,7
	1.052	19,0	7,7	13,3	15,8	33,8	38,4	13,2	5,9	18,9	10,7	16,4	42,7	5,7	1,7	1,2	1,5
	819	19,7	8,1	9,0	9,2	26,5	42,4	11,5	5,6	18,8	9,7	14,5	23,1	1,8	1,7	1,2	0,9
Thẩm Quyển	1.309	31,6	N/A	18,3	N/A	0,5	N/A	4,8	N/A	6,6	N/A	86,4	32,3	6,2	3,3	1,7	1,2
Hàn Quốc	403	6,5	6,5	1,9	2,5	86,1	81,2	0,4	0,5	7,0	9,1	16,6	N/A	1,5	N/A	0,3	1,4
	856	19,1	6,5	10,1	2,5	43,3	81,2	2,6	0,5	6,8	9,1	51,5	32,3	3,8	3,3	1,0	1,3
	856	19,1	6,5	10,1	2,5	43,3	81,2	2,6	0,5	6,8	9,1	51,5	32,3	3,8	3,3	1,0	1,3
Hồng Kông	5.449	10,4	7,0	1,6	2,1	17,5	21,4	2,3	3,1	5,8	7,8	26,3	24,7	2,0	1,9	2,2	1,3
Hàn Quốc	1.476	9,2	6,7	3,7	2,6	50,1	N/A	4,8	N/A	8,4	N/A	12,6	13,4	1,0	0,9	0,2	1,0
In-đô-nê-xi-a	703	8,1	4,0	4,6	2,9	276,5	254,1	7,0	3,6	26,0	14,7	29,2	N/A	4,0	N/A	1,3	1,5
Tô-ky-ô	218	-26,9	-9,6	-9,1	0,9	66,4	50,4	-14,7	1,5	-41,4	4,0	13,2	N/A	0,6	N/A	0,7	0,4
Tô-ky-ô	210	-23,9	-7,0	-2,8	0,4	117,1	89,8	-5,3	0,8	-17,2	2,5	24,1	N/A	0,6	N/A	1,3	0,4
Thượng Hải	578	9,6	1,8	3,4	3,9	43,0	33,4	4,6	5,1	9,2	9,6	115,3	N/A	10,3	N/A	5,7	4,1
In-đô-nê-xi-a	127	40,7	10,6	10,3	5,8	2,6	1,9	16,6	6,4	21,6	7,5	12,8	11,3	0,9	0,9	0,6	0,3
Việt Nam	559	28,8	65,9	2,7	4,2	62,2	41,7	13,4	23,7	40,7	58,7	17,2	13,1	8,2	5,6	1,4	4,6
	1.165	7,0	9,9	1,8	2,9	79,4	70,4	3,6	6,3	6,6	15,0	31,3	15,6	3,5	2,3	1,7	1,7
	569	9,4	5,3	3,1	2,7	56,2	41,7	4,7	3,6	8,8	7,8	20,6	13,2	1,5	1,4	1,3	1,1
	1.855	13,0	10,1	6,7	7,0	49,8	50,2	6,8	6,9	11,5	13,7	29,4	52,8	6,6	5,0	1,2	2,0
	876	9,9	6,6	4,6	4,1	40,0	41,7	4,8	5,1	8,8	9,1	29,1	25,5	3,9	3,5	1,1	1,4
Việt Nam	788	9,9	20,8	5,9	5,0	58,6	86,8	13,0	9,2	24,0	20,6	10,4	9,0	2,1	1,9	0,8	1,2

Nguồn: VPBS, Bloomberg, dữ liệu ngày 16 tháng 4 năm 2015

## Phân tích kỹ thuật

Đường giá của FPT rơi xuống phía dưới ngưỡng hỗ trợ MA100 tại 48.300 vào ngày 1/4 vừa qua, tuy nhiên đã lấy lại vị thế phía trên MA100 không lâu sau đó. Kể từ thời điểm đó, FPT bước vào một giai đoạn tích lũy trong biên độ hẹp từ 48.300 – 49.000.

FPT đang giao dịch quanh các đường trung bình động 5 ngày và 10 ngày, và ở giữa các đường trung bình động 50 và 250 ngày, qua đó phát ra tín hiệu trung tính đối với xu hướng ngắn hạn. FPT sẽ phát tín hiệu quay trở lại xu hướng tăng trung hạn nếu có thể vượt qua kháng cự 51.000 trong thời gian tới.

Do vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** tại thời điểm cập nhật báo cáo lần này.

Tại ngày 16/4/2015	FPT (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất 3 tháng	51.000
Giá thấp nhất 3 tháng	46.700
Đường MA 50 ngày	48.600
Đường MA 100 ngày	48.300
Kháng cự trung hạn	51.000
Hỗ trợ trung hạn	48.300
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NẮM GIỮ</b>



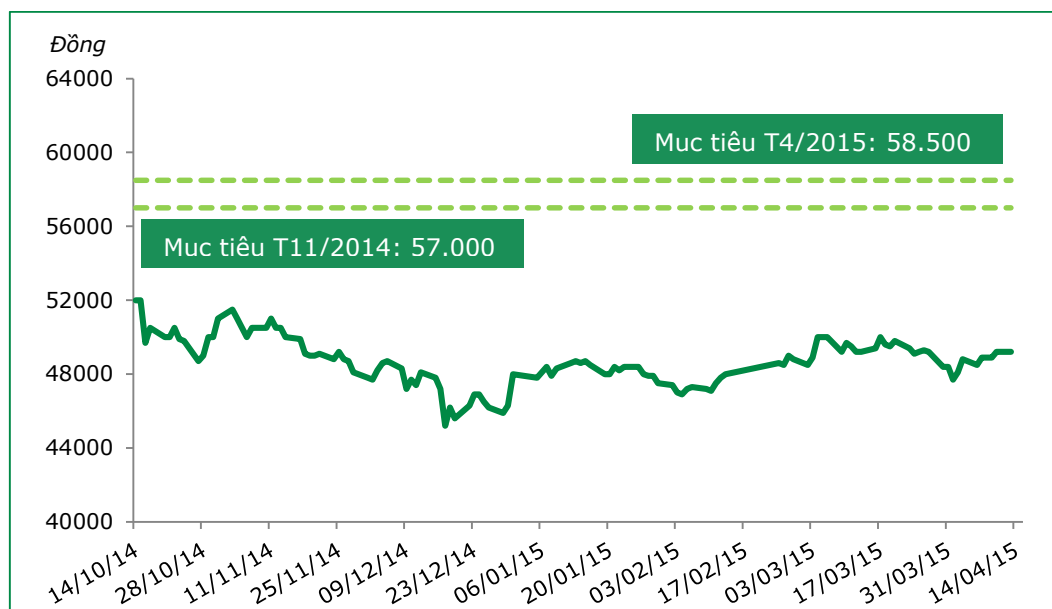
## Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>24.594</b>	<b>27.028</b>	<b>32.645</b>	<b>38.782</b>	<b>45.429</b>	<b>51.307</b>	<b>56.165</b>	<b>61.107</b>
% tăng trưởng	-3,1%	9,9%	20,8%	18,8%	17,1%	12,9%	9,5%	8,8%
Giá vốn hàng bán	19.902	21.489	26.371	31.670	36.857	41.242	44.989	48.808
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4.692</b>	<b>5.539</b>	<b>6.273</b>	<b>7.112</b>	<b>8.572</b>	<b>10.065</b>	<b>11.176</b>	<b>12.299</b>
Chi phí bán hàng và quản lý DN	2.461	3.203	3.886	4.319	5.026	5.624	6.135	6.656
<b>EBIT</b>	<b>2.232</b>	<b>2.336</b>	<b>2.387</b>	<b>2.793</b>	<b>3.546</b>	<b>4.441</b>	<b>5.041</b>	<b>5.643</b>
Khấu hao	400	443	547	1.163	1.136	513	562	611
<b>EBITDA</b>	<b>2.631</b>	<b>2.779</b>	<b>2.935</b>	<b>3.957</b>	<b>4.682</b>	<b>4.954</b>	<b>5.603</b>	<b>6.254</b>
Doanh thu tài chính	637	386	368	462	345	371	400	434
Chi phí tài chính	550	271	354	477	475	531	514	507
Lợi nhuận (chi phí) khác	56	85	70	42	29	20	14	10
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	33	22	41	17	16	14	13	11
Trích lập mảng giáo dục	0	42	53	39	41	43	45	47
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.407</b>	<b>2.516</b>	<b>2.459</b>	<b>2.799</b>	<b>3.420</b>	<b>4.273</b>	<b>4.909</b>	<b>5.545</b>
Chi phí thuế	421	450	380	522	594	746	853	961
Thuế suất hiệu dụng	17,5%	17,9%	15,5%	18,6%	17,4%	17,4%	17,4%	17,3%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.985</b>	<b>2.065</b>	<b>2.079</b>	<b>2.277</b>	<b>2.827</b>	<b>3.528</b>	<b>4.057</b>	<b>4.584</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	445	458	447	422	561	766	867	971
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1.540</b>	<b>1.608</b>	<b>1.632</b>	<b>1.855</b>	<b>2.266</b>	<b>2.762</b>	<b>3.190</b>	<b>3.612</b>
% tăng trưởng	6,3%	5,9%	5,0%	4,8%	5,0%	5,4%	5,7%	5,9%
Lãi pha loãng trên cổ phiếu (đồng) *	4.479	4.675	4.746	5.393	6.589	8.031	9.276	10.504
* điều chỉnh để phản ánh việc phát hành cổ phiếu trả cổ tức								
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.319	2.751	4.336	3.493	4.750	5.232	5.792	8.874
Các khoản đầu tư ngắn hạn	662	1.443	1.441	1.441	1.441	1.441	1.441	1.441
Các khoản phải thu	3.300	3.838	3.710	4.781	5.476	6.044	6.463	6.697
Hàng tồn kho	2.700	3.329	4.573	4.865	5.457	5.950	6.159	6.688
Tài sản ngắn hạn khác	1.249	1.547	2.904	2.446	3.029	2.651	3.105	2.719
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.229</b>	<b>12.908</b>	<b>16.964</b>	<b>17.027</b>	<b>20.154</b>	<b>21.319</b>	<b>22.961</b>	<b>26.420</b>
Tài sản cố định	2.618	3.076	3.838	4.603	4.494	5.096	5.610	6.081
Các khoản đầu tư dài hạn	696	707	797	797	797	797	797	797
Tài sản dài hạn khác	666	880	1.060	1.096	1.096	1.096	1.096	1.096
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3.980</b>	<b>4.662</b>	<b>5.694</b>	<b>6.495</b>	<b>6.386</b>	<b>6.988</b>	<b>7.503</b>	<b>7.973</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.209</b>	<b>17.571</b>	<b>22.658</b>	<b>23.522</b>	<b>26.540</b>	<b>28.307</b>	<b>30.464</b>	<b>34.394</b>
Các khoản phải trả	1.809	2.200	3.019	3.599	3.963	4.234	4.366	4.183
Vay nợ ngắn hạn	2.860	4.167	6.722	6.154	6.615	5.228	4.046	4.367
Nợ ngắn hạn khác	2.150	2.702	3.315	2.714	3.022	3.313	3.565	3.821
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>6.820</b>	<b>9.069</b>	<b>13.057</b>	<b>12.467</b>	<b>13.600</b>	<b>12.775</b>	<b>11.977</b>	<b>12.372</b>
Vay nợ dài hạn	22	55	142	150	100	50	0	0
Nợ dài hạn khác	274	193	202	161	129	103	83	66
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>295</b>	<b>248</b>	<b>344</b>	<b>311</b>	<b>229</b>	<b>153</b>	<b>83</b>	<b>66</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>7.115</b>	<b>9.317</b>	<b>13.401</b>	<b>12.778</b>	<b>13.829</b>	<b>12.929</b>	<b>12.060</b>	<b>12.438</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	2.788	2.801	3.489	3.489	3.489	3.489	3.489	3.489
Lợi nhuận chưa phân phối	3.181	4.207	4.268	5.332	6.738	8.640	10.799	13.379
Cổ phiếu quỹ	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Vốn khác	213	201	157	157	157	157	157	157
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.182</b>	<b>7.209</b>	<b>7.913</b>	<b>8.977</b>	<b>10.383</b>	<b>12.285</b>	<b>14.444</b>	<b>17.024</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	913	1.045	1.344	1.767	2.328	3.093	3.960	4.931
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>14.209</b>	<b>17.571</b>	<b>22.658</b>	<b>23.522</b>	<b>26.540</b>	<b>28.307</b>	<b>30.464</b>	<b>34.394</b>



<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
LCTT từ hoạt động kinh doanh	2.410	1.400	1.151	2.050	2.172	3.129	3.033	3.902
LCTT từ hoạt động đầu tư	(253)	(1.576)	(1.469)	(1.965)	(1.027)	(1.115)	(1.076)	(1.082)
LCTT từ hoạt động tài chính	(2.740)	608	1.903	(929)	111	(1.531)	(1.396)	261
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(583)</b>	<b>432</b>	<b>1.585</b>	<b>(843)</b>	<b>1.257</b>	<b>482</b>	<b>560</b>	<b>3.082</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2.902	2.319	2.751	4.336	3.493	4.750	5.232	5.792
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2.319</b>	<b>2.751</b>	<b>4.336</b>	<b>3.493</b>	<b>4.750</b>	<b>5.232</b>	<b>5.792</b>	<b>8.874</b>
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>1.891</b>	<b>598</b>	<b>(126)</b>	<b>346</b>	<b>1.355</b>	<b>2.236</b>	<b>2.131</b>	<b>2.955</b>
<b>PHÂN TÍCH CHỈ SỐ</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>								
Chỉ số P/E		10,4x	10,4x	9,0x	7,4x	6,1x	5,3x	4,6x
Chỉ số PEG			n/a	0,7x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x
EV / EBIT		7,6x	7,4x	6,3x	5,0x	4,0x	3,5x	3,1x
EV / EBITDA		6,4x	6,0x	4,5x	3,8x	3,6x	3,2x	2,8x
Chỉ số P/S		0,6x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
Chỉ số P/B		2,3x	2,1x	1,9x	1,6x	1,4x	1,2x	1,0x
Cổ tức trên 1 cổ phiếu (đồng)	2.400	1.200	2.000	2.300	2.500	2.500	3.000	3.000
<b>Chỉ số sinh lời</b>								
Biên LN gộp	19,1%	20,5%	19,2%	18,3%	18,9%	19,6%	19,9%	20,1%
Biên EBITDA	10,7%	10,3%	9,0%	10,2%	10,3%	9,7%	10,0%	10,2%
Biên LN hoạt động	9,1%	8,6%	7,3%	7,2%	7,8%	8,7%	9,0%	9,2%
Biên LN ròng	6,3%	5,9%	5,0%	4,8%	5,0%	5,4%	5,7%	5,9%
Tỷ số LN/tổng tài sản	13,6%	13,0%	9,2%	9,9%	11,3%	12,9%	13,8%	14,1%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	26,3%	24,0%	20,6%	22,0%	23,4%	24,4%	23,9%	23,0%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>								
Tỷ số thanh toán lãi vay	9,8x	17,6x	14,4x	10,2x	14,1x	16,5x	23,9x	34,9x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	2,8x	2,7x	1,9x	1,8x	3,7x	3,6x	4,4x	5,0x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	31,8%	36,9%	46,5%	41,3%	39,3%	30,0%	21,9%	20,4%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	46,6%	58,6%	86,8%	70,2%	64,7%	43,0%	28,0%	25,7%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>								
Hệ số vòng quay tài sản	1,7x	1,7x	1,4x	1,7x	1,8x	1,9x	1,9x	1,9x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	49,0	51,8	41,5	45,0	44,0	43,0	42,0	40,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	34,8	38,2	42,3	40,0	38,0	36,0	34,0	30,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	59,9	68,9	73,5	62,0	60,0	58,0	55,0	55,0
Hệ số thanh toán hiện hành	1,5x	1,4x	1,3x	1,4x	1,5x	1,7x	1,9x	2,1x
Hệ số thanh toán nhanh	1,1x	1,1x	0,9x	1,0x	1,1x	1,2x	1,4x	1,6x

## Phụ lục 2 – Diễn biến giá cổ phiếu



Trong báo cáo cập nhật phát hành ngày 17 tháng 11 năm 2014, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT với mức giá mục tiêu là 57.000 đồng/cp. Vào ngày đó, cổ phiếu FPT đóng cửa ở mức 50.000 đồng.

Từ thời điểm đó, giá cổ phiếu FPT giao dịch dao động trong vùng giá từ 45.200 đến 50.000 đồng. Giá mục tiêu mới trong báo cáo lần này của chúng tôi là 58.500 đồng, cao hơn mức giá đóng cửa ngày 16 tháng 4 năm 2015 là 20%.

---

## 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