



BÁO CÁO LẦN ĐẦU

22/10/2018

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích

tungna@kbsec.com.vn

FPT là doanh nghiệp số 1 ngành công nghệ thông tin Việt Nam, có vị thế trong khu vực và là nhà cung cấp dịch vụ viễn thông hàng đầu với thị phần internet đứng thứ 2 cả nước.

FPT hiện đang hoạt động ở 3 mảng kinh doanh chính bao gồm: (1) Công nghệ thông tin; (2) Viễn Thông; (3) Giáo dục. Trải qua 30 năm luôn đi đầu trong các xu hướng công nghệ, FPT hiện là doanh nghiệp số 1 ngành công nghệ thông tin tại Việt Nam và có vị thế trong khu vực với số lượng khách hàng lớn bao gồm cả các khách hàng trong Fortune 500. Đối với mảng viễn thông, FPT đứng thứ hai cả nước chiếm 28.1% thị phần, sở hữu hạ tầng Internet phủ rộng khắp 59 tỉnh thành cùng 4 trung tâm dữ liệu trên toàn quốc. Bên cạnh đó, mảng giáo dục dù chỉ đóng góp tỷ trọng lợi nhuận thấp nhưng cũng đang có những bước phát triển ấn tượng.

Kết quả kinh doanh 8 tháng đầu năm tích cực nhờ lực đẩy của mảng xuất khẩu phần mềm

8 tháng đầu năm 2018, doanh thu và LNTT của FPT tăng lần lượt 19% và 32% so với cùng kỳ trong điều kiện so sánh tương đương (không tính đến doanh thu khối bán lẻ và phân phối trong năm 2017). Doanh thu khối Công nghệ và Viễn Thông đóng góp 94% tổng doanh thu; LNTT khối công nghệ và viễn thông đạt 863 tỷ và 994 tỷ, tăng lần lượt 31% yoy và 19% yoy trong đó riêng mảng xuất khẩu phần mềm đóng góp 773 tỷ, tăng 30% yoy. Dư địa thị trường đối với mảng xuất khẩu phần mềm và mảng viễn thông còn lớn là yếu tố đảm bảo cho tăng trưởng của FPT trong trung hạn.

Rủi ro hiện hữu trong dài hạn

Chúng tôi đánh giá rủi ro hoạt động của FPT trong 3-5 năm tới là khá thấp do dư địa tăng trưởng các mảng kinh doanh chính còn lớn. Trong dài hạn, rủi ro xuất phát từ cạnh tranh khốc liệt trong ngành viễn thông, đặc biệt ở mảng thuê bao Internet và Pay TV. Ở mảng công nghệ, việc nâng cao trình độ chuyên môn nhân sự cùng định hướng phát triển của ban lãnh đạo sang các lĩnh vực mang nhiều giá trị gia tăng hơn sẽ ảnh hưởng then chốt đến khả năng tăng trưởng trong dài hạn.

Mua

Giá mục tiêu	63,870 VND
Tăng/giảm	48.5%
Giá hiện tại(19/10/2018)	43,000 VND
Giá mục tiêu	63,870 VND
Vốn hóa thị trường	26,382 tỷ VND
	(1.12 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 22/10/2018: 1USD = 23,390 VND	

Dự phóng kết quả kinh doanh

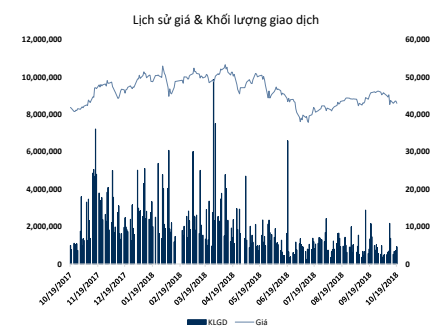
FY-End	2016A	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	39,581	42,659	22,194	24,982
Tốc độ tăng trưởng(%)	4.14%	7.91%	-47.97%	12.56%
Lợi nhuận gộp(tỷ VND)	8,438	9,682	8,434	9,743
Biên lợi nhuận gộp (%)	21.35%	22.70%	38.00%	39.00%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,991	2,932	2,391	2,794
Tốc độ tăng trưởng(%)	3.1%	47.3%	-18.4%	16.8%
EPS (VND)	4,333	5,521	3,896	4,553
Tăng trưởng EPS	-10.8%	27.4%	-29.4%	16.8%
P/E	10.62	8.33	11.00	9.41

Thông tin giao dịch

Số lượng cổ phiếu lưu hành	613,544,396
KLGD(3M)	954,387
% sở hữu nước ngoài	49%
Lợi tức/cổ phiếu	2,500 VND

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
FPT	-5.4%	3.5%	-14.5%	2.6%
VNINDEX	-3.7%	1.5%	-12.4%	15.6%



Nguồn: KBSV

Mục Lục

Công ty cổ phần FPT (FPT:HOSE)	1
THÔNG TIN TỔNG QUAN	3
Lịch sử hình thành	3
Cơ cấu sở hữu	3
Ngành nghề kinh doanh	4
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	5
Mảng Công nghệ	5
FPT Software.....	6
FPT IS	7
Mảng Viễn Thông.....	7
Mảng Giáo dục	9
Phân tích tài chính	10
Rủi ro.....	11
ĐỊNH GIÁ	12
Dự phóng kết quả kinh doanh 2018	12
Định giá	13
PHỤ LỤC	15
Thông tin tài chính	15

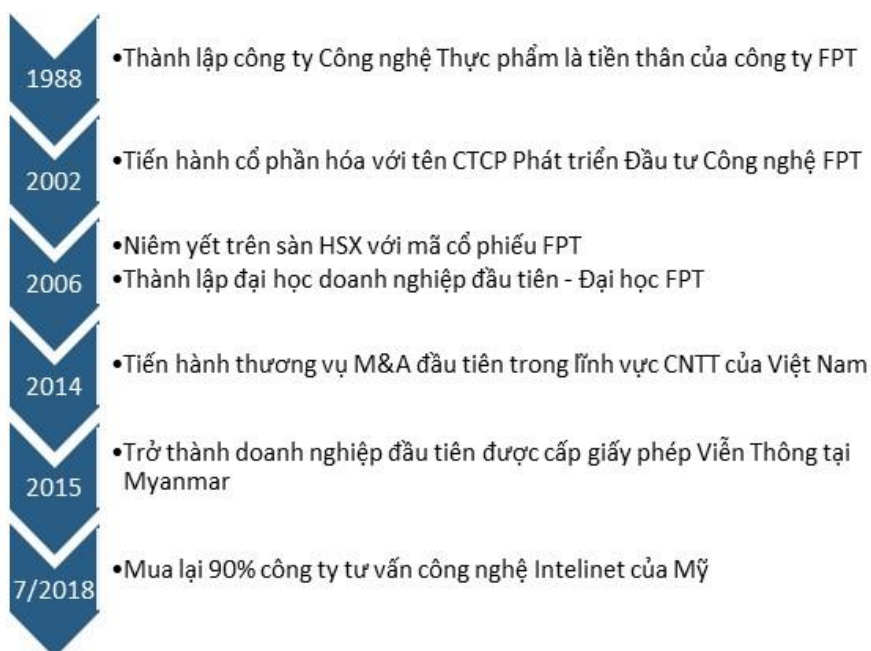
THÔNG TIN TỔNG QUAN

Lịch sử hình thành

Công ty cổ phần FPT hoạt động trong ngành Công nghệ thông tin với 3 mảng kinh doanh chính bao gồm: (1) Công nghệ; (2) Viễn Thông; (3) giáo dục.

Với hơn 30 năm kinh nghiệm, luôn đi đầu trong các cuộc cách mạng công nghệ thông tin của Việt Nam, FPT hiện là doanh nghiệp đầu ngành công nghệ thông tin trong nước cũng như khu vực.

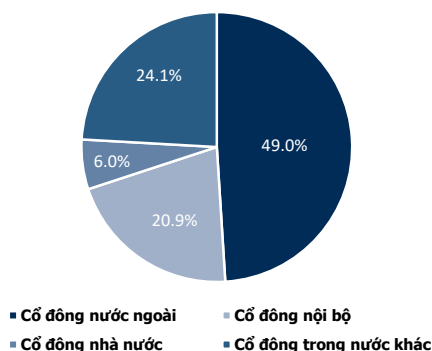
CTCP FPT bắt đầu niêm yết trên sàn HSX vào tháng 12/2006 với mã chứng khoán FPT.



Cơ cấu sở hữu

CTCP FPT có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 6,136 tỷ VND trong đó cổ đông nội bộ nắm giữ 20.9%, cổ đông nhà nước nắm giữ 6%, cổ đông nước ngoài nắm giữ 49% và cổ đông trong nước khác nắm giữ 24.1% (Biểu đồ 1). Ông Trương Gia Bình, Chủ tịch tập đoàn FPT là cổ đông lớn nhất nắm giữ 7.05%. FPT nhận được nhiều sự quan tâm của các quỹ lớn như Red River holding (4.58%); Deutsche Bank (2.42%); Norges Bank (1.68%)... Theo WTO, FTAs, AFAS, tỷ lệ sở hữu vốn điều lệ của nhà đầu tư nước ngoài trong doanh nghiệp viễn thông cung cấp dịch vụ có hạ tầng mạng không vượt quá 49% do đó khả năng nới room của FPT trong thời gian tới là không có.

Biểu đồ 1: Cơ cấu sở hữu CTCP FPT



Nguồn: KBSV

Bảng 2: Danh sách công ty con & công ty liên kết

Công ty con	Tỷ lệ sở hữu (%)
Công ty TNHH Phần mềm FPT	100
Công ty TNHH Hệ thống Thông tin FPT	100
Công ty Cổ phần Viễn thông FPT	45.65
Công ty cổ phần Dịch vụ trực tuyến FPT	51.95
Công ty TNHH Giáo dục FPT	100
Công ty đầu tư FPT	100
Intellinet Corp	90
Công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu
Công ty cổ phần SYNnex FPT	48
Công ty cổ phần Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	47
Công ty cổ phần Chứng khoán FPT	20
Công ty cổ phần quản lý quỹ đầu tư FPT	25

Nguồn: Finnpro

FPT hiện kinh doanh ở 3 lĩnh vực công nghệ, viễn thông và giáo dục. Mạng Bán lẻ và Trading đã thoái vốn trong năm 2017.

Là doanh nghiệp số 1 ngành công nghệ thông tin của Việt Nam và có vị thế lớn trong khu vực.

Là nhà cung cấp dịch vụ viễn thông mạng đứng thứ 2 cả nước với 29.68% thị phần dịch vụ internet.

Đại học FPT hiện đào tạo 24,782 sinh viên, tỷ lệ ra trường có việc làm trong 12 tháng đầu đạt 94%.

Ngành nghề kinh doanh

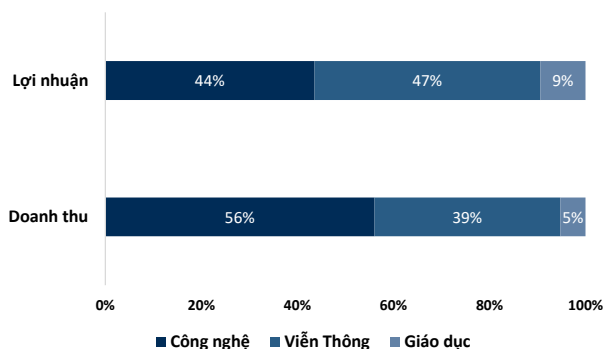
FPT hiện đang hoạt động ở 3 mảng kinh doanh chính bao gồm: (1) Công nghệ thông tin; (2) Viễn Thông; (3) Giáo dục. Mảng công nghệ là mảng kinh doanh có tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận cao nhất, lần lượt đạt 56% và 44%, tiếp sau đó là mảng viễn thông đóng góp lần lượt 39% doanh thu và 47% lợi nhuận. Mảng giáo dục đóng góp tỷ trọng nhỏ nhất với 5% doanh thu và 9% lợi nhuận (Biểu đồ 3). Cuối năm 2017, FPT đã giảm tỷ lệ sở hữu tại FPT Retail vốn là mảng đóng góp tỷ trọng doanh thu lớn nhất và FPT trading xuống lần lượt là 47% và 48% để tập trung vào các mảng cốt lõi của FPT là Công nghệ và Viễn Thông.

Trải qua 30 năm kinh nghiệm, luôn đi đầu trong các xu hướng công nghệ, với 2 công ty con là FPT Software và FPT IS, FPT hiện là công ty đứng số 1 trong ngành công nghệ thông tin của Việt Nam cũng như có vị thế lớn trong khu vực với 2 mảng kinh doanh chính là xuất khẩu phần mềm và cung cấp giải pháp – dịch vụ công nghệ thông tin. Hiện tại, FPT là đối tác với 550 khách hàng trong đó có 64 tập đoàn hàng đầu trong danh sách Fortune 500; cung cấp giải pháp, dịch vụ cho 100 ngân hàng – tổ chức tài chính, 500 đơn vị thuộc chính quyền và 200 bệnh viện.

FPT Telecom hoạt động với 3 mảng sản phẩm chính bao gồm: (1) Dịch vụ viễn thông mạng internet; (2) Dịch vụ truyền hình FPT; (3) Dịch vụ nội dung số. Với hạ tầng Internet phủ rộng khắp 59 tỉnh thành cùng 4 trung tâm dữ liệu trên toàn quốc, FPT Telecom hiện đang chiếm 29.68% thị phần với mức độ nhận biết và tin dùng là 95.7%, xếp trên Viettel đạt 11.43% thị phần và chỉ đứng sau VNPT với thị phần đạt 54.6% (Biểu đồ 4).

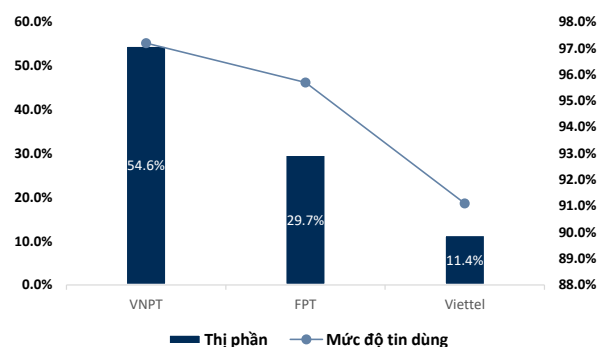
Đại học FPT được thành lập năm 2006, tập trung đào tạo các ngành nghề như Báo Chí & Truyền thông, Ngôn ngữ, Kinh doanh quản lý và đặc biệt chú trọng đào tạo ngành Công nghệ Thông Tin. Tính đến hết năm 2017, đại học FPT hiện đang đào tạo 24,782 sinh viên, học viên với tỷ lệ ra trường có việc làm đạt 94%, cao hơn tương đối so với các trường đại học đào tạo công nghệ thông tin khác. Đặc biệt với nền tảng là công ty con của tập đoàn công nghệ đứng đầu Việt Nam, sinh viên ngành kỹ thuật phần mềm của đại học FPT có tỷ lệ ra trường có việc làm đạt 96%.

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu – lợi nhuận năm 2018



Nguồn: FPT

Biểu đồ 4: Thị phần – mức độ tin dùng ngành viễn thông



Nguồn: Viện nghiên cứu chiến lược thương hiệu và cạnh tranh

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mảng Công nghệ

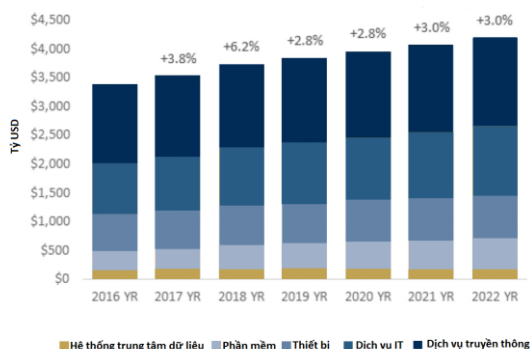
Thị trường Công nghệ thông tin toàn cầu kì vọng tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới

Doanh thu và Lợi nhuận khối công nghệ năm 2017 tăng lần lượt 11% và 3% so với cùng kỳ.

Theo dự báo mới nhất của Garner, quy mô thị trường CNTT toàn cầu năm 2018 sẽ đạt khoảng trên 3,700 tỷ USD, tăng 6.2% so với năm 2017 (Biểu đồ 5). Chỉ số niềm tin kinh doanh CNTT của CompTIA đạt 70 điểm vào cuối năm 2017 cho thấy thế giới đang đặt nhiều kì vọng vào một giai đoạn khởi sắc của thị trường này. Bên cạnh đó, xu hướng tập trung vào phát triển phần mềm đang diễn ra với CAGR 2 năm đạt 7%, trái ngược với sự bão hòa của mảng sản xuất phần cứng với CAGR 2 năm chỉ đạt 1.6%. **Nhằm bắt kịp xu hướng chung, FPT đã có những bước phát triển cũng như động thái tập trung nguồn lực vào mảng Công nghệ thông tin, đặc biệt là mảng xuất khẩu phần mềm.**

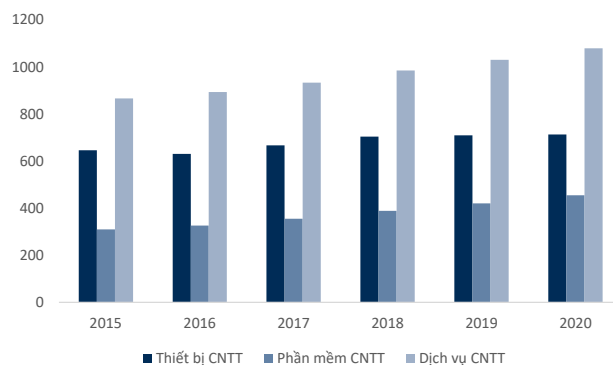
Năm 2017, mảng công nghệ của FPT ghi nhận doanh thu đạt 11,083 tỷ VND, tăng 11% yoy trong đó doanh thu từ khối xuất khẩu phần mềm đạt 6,242 tỷ VND tương đương 56%, tăng 20% yoy; doanh thu khối Tích hợp hệ thống, giải pháp phần mềm và Dịch vụ CNTT tăng 1% yoy, đạt 4,841 tỷ (Biểu đồ 7). Thị trường nước ngoài tiếp tục thể hiện vai trò quan trọng, đóng góp 62% doanh thu toàn khối (Biểu đồ 8), CAGR doanh thu khối nước ngoài đạt 31%/năm trong giai đoạn 2013-2017. LNTT năm 2017 đạt 1,131 tỷ, tăng 3% yoy trong đó khối Xuất khẩu phần mềm đóng góp 94%. 6 tháng đầu năm 2018, khối công nghệ tăng trưởng ấn tượng, ghi nhận doanh thu và LNTT đạt 5,457 tỷ VND và 592 tỷ VND, tăng lần lượt 21% và 31% yoy trong đó doanh thu khối xuất khẩu phần mềm tăng 23% yoy.

Biểu đồ 5: Dự báo quy mô thị trường CNTT toàn cầu



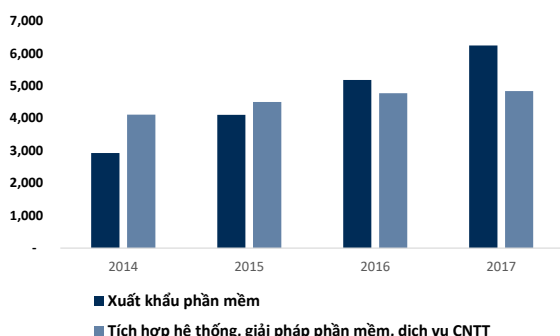
Nguồn: Gartner

Biểu đồ 6: Dự báo chi tiêu CNTT theo sản phẩm/dịch vụ



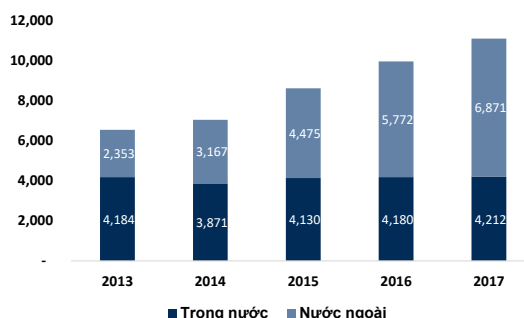
Nguồn: Gartner

Biểu đồ 7: Doanh thu khối công nghệ 2014-2017



Nguồn: BCTN FPT

Biểu đồ 8: Cấu thành doanh thu toàn cầu khối công nghệ



Nguồn: BCTN FPT

❖ *FPT Software*

LNTT 6 tháng đầu năm 2018 của mảng gia công phần mềm tăng 23% yoy nhờ thị trường nước ngoài thuận lợi.

Doanh thu của mảng gia công phần mềm 100% đến từ thị trường nước ngoài. Trong 6 tháng đầu năm 2018, mảng gia công phần mềm tiếp tục tăng trưởng với doanh thu đạt 3,578 tỷ VND, tăng 29% yoy và LNTT đạt 532 tỷ VND, tăng 23% yoy. Nhật Bản là thị trường quan trọng nhất, đóng góp 59% tổng doanh thu, tăng trưởng 29% yoy (Biểu đồ 9). Đặc biệt, trong tháng 5/2018, FPT Software kí kết 2 hợp đồng lớn với tổng giá trị 30 triệu USD với 2 đối tác ISE Foods và Toppan Printing trong lĩnh vực chuyển đổi số. Hoạt động của FPT tại thị trường Nhật bản đang diễn ra thuận lợi với các hợp đồng mở mới thay thế cho các công ty Trung Quốc do: (1) Nhật Bản không muốn phụ thuộc quá nhiều vào Trung Quốc hiện đang là đối tác xuất khẩu phần mềm lớn nhất của Nhật Bản; (2) các công ty Trung Quốc đang rút dần về nước do thu nhập tăng lên đối với ngành Công nghệ Thông tin tại Trung Quốc. Thị trường Mỹ và thị trường Châu Âu lần lượt đóng góp 18% và 9% tổng doanh thu, tăng lần lượt 24% và 22% yoy so với mức biến động 17% và -7% yoy trong năm 2017. Đáng chú ý, tại thị trường Châu Á Thái Bình Dương, doanh thu tăng 40% yoy nhờ đẩy mạnh hoạt động tại thị trường Úc. FPT đặt kế hoạch tăng trưởng tại mỗi khu vực là 25% cho năm 2018.

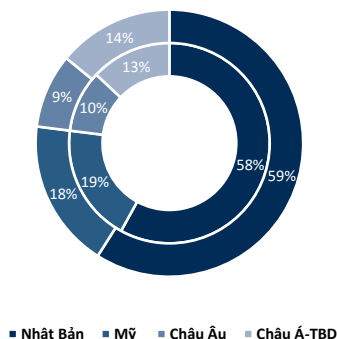
Kì vọng đột phá trên thị trường toàn cầu nhờ thương vụ mua lại Intellinet Consulting, công ty tư vấn công nghệ có tốc độ tăng trưởng cao nhất của Mỹ.

Ngày 12/07/2018, FPT công bố thương vụ mua 90% cổ phần của Intellinet Consulting, một trong những công ty tư vấn công nghệ có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất của Mỹ với CAGR doanh thu đạt 20-25% trong giai đoạn 2013-2016. Intellinet đạt doanh thu 30 triệu USD trong năm 2017 với đội ngũ hơn 150 chuyên gia tư vấn kinh nghiệm và 200 khách hàng lớn, đặc biệt có nhiều khách hàng trong Fortune 500. Theo FPT, thương vụ trị giá 40-50 triệu USD trong đó 30 triệu USD trả ngay, phần còn lại phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của Intellinet. Chúng tôi đánh giá đây là một bước đột phá của FPT nhằm cung cấp dịch vụ công nghệ tổng thể, nâng cao giá trị gia tăng trong các đơn hàng cùng với đó là thu hút đơn hàng mới, đẩy mạnh hoạt động trên thị trường Mỹ và thị trường toàn cầu. Ban lãnh đạo FPT kì vọng doanh thu thị trường Mỹ năm 2018 sẽ đạt 100 triệu USD so với 65 triệu USD năm 2017 nhờ lực đẩy của Intellinet.

Lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ nhờ chi phí lao động thấp

FPT nói riêng và các doanh nghiệp CNTT Việt Nam nói chung có lợi thế lớn ở mảng xuất khẩu phần mềm về giá thành nhân công. Theo số liệu của Agileengine, thu nhập trung bình/tiếng của nhân sự cấp thấp và cấp cao của Việt Nam lần lượt là 14 USD và 20 USD, thấp hơn rất nhiều so với các đối thủ cạnh tranh như Malaysia, Trung Quốc, Ấn Độ (Biểu đồ 10). Bên cạnh đó, thu nhập của ngành công nghệ thông tin tại Việt Nam đang ở mức khá cao so với mặt bằng chung do đó áp lực tăng thu nhập là không cao, đảm bảo khả năng cạnh tranh ở thị trường toàn cầu trong trung-dài hạn. Mặt khác, mặc dù trình độ năng lực của nhân sự FPT chưa thể so sánh được với các nước đã có bề dày về công nghệ thông tin, tuy nhiên ở mảng gia công phần mềm không đòi hỏi kĩ năng quá cao nên trình độ nhân sự hiện chưa là rào cản đối với FPT trong việc tiếp cận các đối tác toàn cầu.

Biểu đồ 9: Tỷ trọng doanh thu FPT Software theo khu vực



Nguồn: BCTN FPT

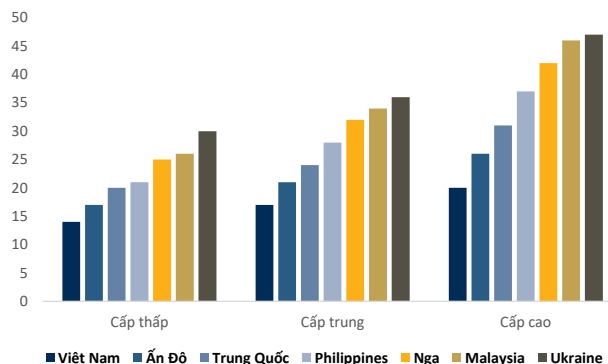
FPT IS cung cấp dịch vụ CNTT, giải pháp phần mềm và tích hợp hệ thống.

6 tháng đầu năm tăng trưởng 68%yoy, kỳ vọng hoàn thành kế hoạch năm

FPT IS trong dài hạn sẽ vẫn tập trung phát triển tại thị trường trong nước và giảm tỷ trọng mảng phần cứng.

Mảng Viễn thông tiếp tục tăng trưởng tốt. 6 tháng đầu năm 2018, doanh thu và LNTT lần lượt tăng 15% yoy và 17% yoy

Bảng 10: Thu nhập bình quân/tiếng khối công nghệ thông tin (USD/h)



Nguồn: BCTN FPT

❖ FPT IS

FPT IS là doanh nghiệp đi đầu cung cấp các dịch vụ giải pháp phần mềm, dịch vụ Công nghệ thông tin và Tích hợp hệ thống, ví dụ như ứng dụng quản trị tổng thể doanh nghiệp (ERP) và dịch vụ nghiệp vụ doanh nghiệp (BPO). Khách hàng trong nước chiếm phần lớn tỷ trọng doanh thu, bao gồm 3 nhóm khách hàng chính: (1) Chính phủ, (2) Ngân hàng, (3) Doanh nghiệp; ngoài ra FPT IS còn có các khách hàng tại các nước đang phát triển như Myanmar, Bangladesh...

6 tháng đầu năm, doanh thu của FPT IS tăng trưởng 68% yoy với tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện từ 1.3% năm 2017 lên 3-4% tính đến thời điểm hiện tại. Doanh thu 6 tháng cuối năm sẽ không tốt như 6 tháng đầu năm, tuy nhiên khả năng cao vẫn sẽ hoàn thành kế hoạch đề ra. Nguyên nhân doanh số thấp trong 6 tháng cuối năm so với năm 2017 đến từ 2 lý do: (1) Năm 2017 có hợp đồng nâng cấp bảo trì ATM từ phía Ngân Hàng; (2) Các dự án đối với chính phủ đang bị trì hoãn.

Trong thời gian tới, với thực trạng các dự án phía chính phủ đang gặp khó khăn, FPT sẽ tập trung phát triển mạng lưới khách hàng doanh nghiệp. Về định hướng phát triển trong dài hạn của FPT IS có 2 nội dung chính bao gồm: (1) tập trung phát triển thị trường trong nước, đối với thị trường nước ngoài chỉ hướng tới các nước đang phát triển do có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam nên dễ dàng tiếp cận và thực hiện; (2) Giảm tỷ trọng mảng kinh doanh phần cứng do có biên lợi nhuận gộp thấp, không có lợi thế cạnh tranh rõ ràng đối với các doanh nghiệp đối thủ.

Mảng Viễn Thông

Mảng Viễn Thông tăng trưởng có phần chậm lại so với giai đoạn trước, doanh thu năm 2017 đạt 7,652 tỷ VND, tăng 14.8% yoy, CAGR trong giai đoạn 2013-2017 đạt 16.64%. LNTT năm 2017 đạt 1,222 tỷ VND, tăng 2% yoy, CAGR 2013-2017 đạt 5% (Biểu đồ 11). Biên lợi nhuận trước thuế đạt 16%, giảm dần qua các năm. Nguyên nhân dẫn tới sự sụt giảm dần của biên lợi nhuận do (1) giảm giá dịch vụ khi mở rộng mạng lưới về các tỉnh, (2) Các nhà mạng liên tục giảm giá gói cước để cạnh tranh tăng thuê bao. Mặc dù vậy, 6 tháng đầu năm 2018,

Triển vọng tăng trưởng thuê bao Internet duy trì 3 đến 5 năm tới

FPT Telecom đã lấy lại tốc độ tăng trưởng về kết quả kinh doanh, cụ thể, doanh thu đạt 4,191 tỷ VND, tăng 15% yoy; LNTT đạt 727 tỷ VND, tăng 17% yoy.

Theo FPT, 6 tháng đầu năm 2018 doanh thu mảng Internet tăng trưởng 13% yoy, trong đó tổng số thuê bao có mức tăng trưởng cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu, đạt 18% do giảm giá cước đối với các thuê bao ở tỉnh lẻ. Tiềm năng tăng trưởng của mảng Internet dự báo vẫn tiếp tục khả quan dựa trên: (1) Nhu cầu sử dụng mạng cáp quang FTTH liên tục tăng. Theo thống kê của cục Viễn Thông, tổng số thuê bao FTTH tại Việt Nam đạt 10,61 triệu thuê bao, tăng 39.6% yoy, CAGR 5 năm đạt 118% (Biểu đồ 13). (2) 45% người dân chưa sử dụng Internet. Theo số liệu của Statista, số lượng người sử dụng internet tại Việt Nam đạt 53.86 triệu người, tương đương khoảng 55.5% tổng dân số Việt Nam (Biểu đồ 12). Statista dự báo số lượng người sử dụng internet sẽ đạt 59.48 triệu người đến năm 2022. Dư địa thị trường còn nhiều cùng với uy tín thương hiệu, tăng lượng thuê bao mới vẫn là động lực tăng trưởng chính của FPT Telecom trong 3 đến 5 năm tới.

Giá gói cước mạng cạnh tranh ở phân khúc tốc độ cao nhờ lợi thế công nghệ. Gói cước 1 Gbps chưa tạo được hiệu ứng lớn do chi phí cao

Nhờ lợi thế về mặt công nghệ, FPT Telecom hiện cung cấp các gói cước tốc độ cao rất cạnh tranh trong khi đó không có khác biệt quá nhiều về giá đối với các gói cước tốc độ thấp. FPT là đơn vị duy nhất trong top 3 cung cấp gói cước tốc độ 45 Mbps và 55 Mbps cho cá nhân hộ gia đình (Biểu đồ 14). Dưới phương diện giá, gói cước 45 Mbps 12 tháng của FPT có giá 3.7 triệu VND, thấp hơn khá nhiều so với gói 40 Mbps 12 tháng của VNPT và Viettel, lần lượt là 4,5 triệu VND và 4,2 triệu VND (giá đã tính VAT, không tính các dịch vụ khuyến mại trừ tháng do thay đổi liên tục từ phía các đại lý). Bên cạnh đó, vào tháng 5/2017, FPT chính thức ra mắt gói Internet 1 Gbps – Sóc dành cho cá nhân hộ gia đình thu nhập cao, là gói cước có tốc độ cao vượt trội hơn tất cả các gói internet hiện tại. Mặc dù vậy, gói cước này chưa nhận được sự đón nhận rộng rãi do chi phí cao gấp 5-7 lần gói cước bình thường.

Pay TV tăng trưởng 50%yoy trong 6 tháng đầu năm, dự kiến đạt điểm hòa vốn vào năm 2019

Dịch vụ Pay TV của FPT tiếp tục có mức tăng trưởng ấn tượng, trên 50% yoy trong 6 tháng đầu năm. Theo ước tính của FPT, thời điểm hòa vốn và bắt đầu có lãi của Pay TV sẽ vào cuối năm 2019. Thị trường truyền hình trả tiền tại Việt Nam đang gặp khó khăn do các nhà mạng liên tục phải giảm giá cước để cạnh tranh dẫn tới thực trạng thuê bao tăng nhưng lợi nhuận giảm. Tuy nhiên FPT TV có những lợi thế nhất định nhờ tích hợp các sản phẩm truyền hình trực tuyến trên nền tảng internet giúp khán giả có nhiều sự lựa chọn hơn.

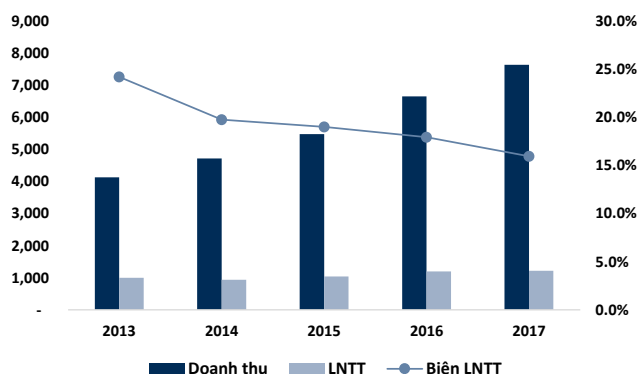
FPT Play là động lực tăng trưởng trong dài hạn của FPT Telecom.

Ở mảng truyền hình OTT, FPT Play cùng với MyK+, Clip TV và Netflix đang thuộc nhóm dẫn đầu thị trường về chất lượng cũng như giá thành dịch vụ. Đầu tư phát triển vào OTT đang được đánh giá là xu hướng tất yếu do sự phát triển của Internet, sự phổ cập FTTH, mạng di động khiến giới trẻ có xu hướng sử dụng cá thiết bị kết nối internet thay vì xem TV truyền thống. Trong thời gian đầu, FPT Play cũng như các nhà cung cấp khác chấp nhận chịu lỗ, giảm giá thành để tăng số thuê bao tuy nhiên vẫn đang gặp khá nhiều khó khăn do vấn đề vi phạm bản quyền truyền hình vẫn diễn ra tràn lan và chưa có giải pháp khắc phục hiệu quả. Mặc dù vậy, với lợi thế về nguồn lực, công nghệ, thương hiệu, chúng tôi đánh giá FPT Play sẽ đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của FPT Telecom trong dài hạn.

Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ được giảm đóng quỹ dịch vụ Viễn Thông Công Ích Việt Nam

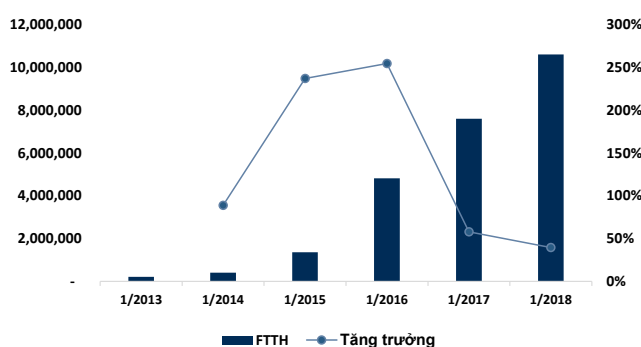
Ngày 16/07/2018, Chính phủ thông qua quyết định số 868/QĐ-TTG về việc giảm đóng góp vào Quỹ dịch vụ Viễn Thông Công Ích Việt Nam từ 1.5% xuống còn 0.7% trên tổng doanh thu bằng thông rộng. Quyết định này sẽ giúp FPT cải thiện đáng kể biên lợi nhuận của mảng viễn thông.

Biểu đồ 11: KQKD khối viễn thông 2013-2017



Nguồn: FPT

Biểu đồ 13: Tăng trưởng thuê FTTH 2013-2018



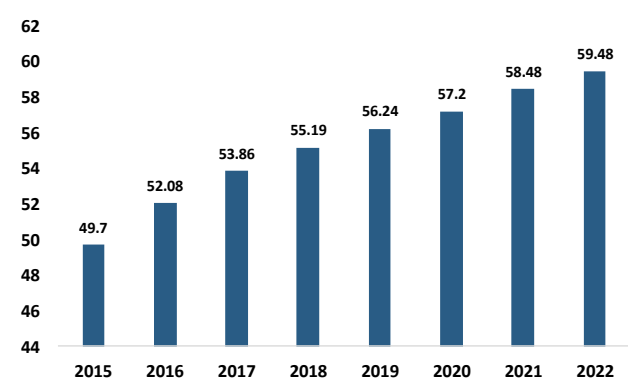
Nguồn: Cục Viễn Thông

FPT University tiếp tục thu hút sinh viên nhờ chất lượng giảng dạy cùng sự đi lên của ngành CNTT.

Mảng Giáo dục

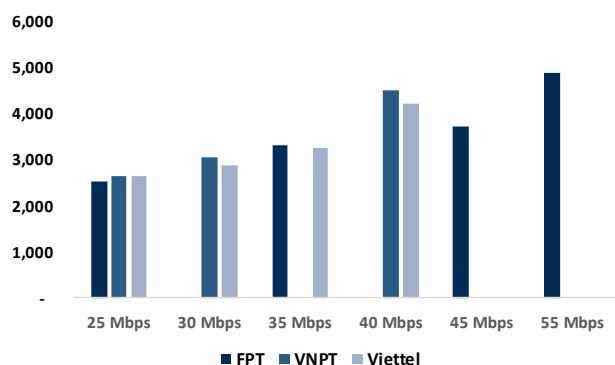
Doanh thu khối giáo dục năm 2017 đạt 1,044 tỷ VND, vượt kế hoạch 6%. Tỷ lệ tuyển sinh mới ghi nhận tăng trưởng 53% so với năm 2016, tương đương 12,500 học sinh mới nhập học tính trên tất cả các cấp học. LNTT đạt 245 tỷ VND. Trong năm 2018, FPT dự kiến số lượng tuyển sinh mới tăng 40% dựa trên: (1) Đại học FPT Cần Thơ đã xây dựng xong và bắt đầu tuyển sinh trong năm nay, cơ sở đào tạo mới sẽ thu hút lượng sinh viên lớn từ các tỉnh Đông Nam Bộ, (2) Nhu cầu học tập ngành công nghệ thông tin tăng do khả năng tìm việc sau ra trường cao cùng mức thu nhập hấp dẫn. Lợi thế cạnh tranh của FPT University đối với các trường đại học đào tạo CNTT khác như Bách Khoa, học viện Công nghệ Bưu chính Viễn Thông... là sinh viên được làm việc thực tế ngay từ trên ghế nhà trường. Các cơ sở của FPT University luôn được đặt cạnh các cơ sở FPT software để sinh viên có thể thực tập và làm việc trong năm cuối đại học.

Biểu đồ 12: Số lượng người sử dụng internet (triệu người)



Nguồn: Statista

Biểu đồ 14: Giá gói cước FTTH theo tốc độ đường truyền



Nguồn: Bloomberg

6 tháng đầu năm 2018, biên lợi nhuận gộp được cải thiện, đạt 40% nhờ thoái vốn khỏi FPT Retail và Syntex. Doanh thu và LNST tiếp tục duy trì tăng trưởng.

Cơ cấu tài sản lành mạnh với lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng gần 9,000 tỷ VND.

Tỷ lệ nợ/tổng tài sản đạt 47.2%, chỉ số thanh toán hiện thời đạt 1.35.

Phân tích tài chính

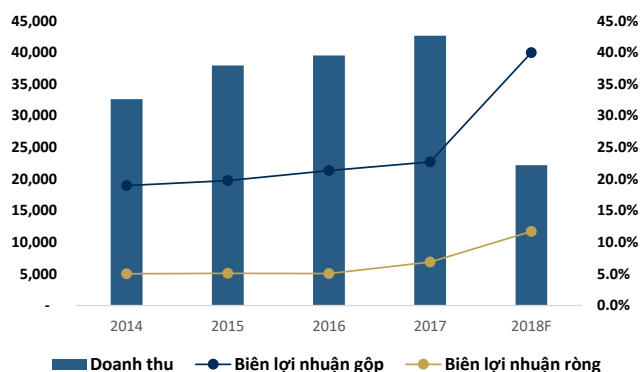
Doanh thu thuần năm 2017 đạt 42,569 tỷ VND, tăng 7.91% yoy, là năm tăng trưởng doanh thu thứ 5 liên tiếp tính từ năm 2012. CAGR doanh thu 10 năm đạt 12.2%. Biên lợi nhuận gộp năm 2017 đạt 22.7%, tăng 1.35% đơn vị so với năm 2016 và 3% so với năm 2015 do tăng tỷ trọng mảng xuất khẩu phần mềm có biên lợi nhuận cao. Lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt 2,932 tỷ VND, tăng 47.3% yoy nhờ doanh thu tài chính đột biến. CAGR LNST 10 năm đạt 14.8%.

Tổng Doanh thu 6 tháng đầu năm 2018 đạt 10,236 tỷ VND, tăng 19% trong trường hợp so sánh tương đương (hợp nhất kết quả kinh doanh của FPT retail và Syntex theo Phương pháp VCSH) và giảm 49% yoy theo so sánh số liệu thực tế. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh, đạt 40% do không còn ghi nhận doanh thu của FPT Retail và Syntex vốn là các mảng có doanh thu lớn nhưng biên lợi nhuận gộp thấp. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng giảm mạnh 37.4% yoy nhờ giảm phần chi phí bán hàng của FPT Retail. LNST 6 tháng đầu năm 2018 đạt 1,103 tỷ, tăng 18% yoy. Theo số liệu cập nhật mới nhất, doanh thu 8 tháng 2018 đạt 14,061 tỷ VND, giảm 49% yoy, LNST đạt 2,340 tỷ VND, tăng 17% yoy.

Tổng tài sản tính đến Q2/2018 đạt 26,286 tỷ VND, tăng 5.1% so với đầu kì. Các khoản phải thu ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong TSNH, tương đương 32.4%, phần lớn đến từ các khoản phải thu khách hàng trong đó không có khách hàng nào tồn đọng phải thu >10%/tổng phải thu. Đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 4,866 tỷ, tăng đều trong các năm gần đây, toàn bộ là các khoản tiền gửi ngân hàng. Lượng tiền mặt+tiền gửi ngân hàng lớn đạt gần 9,000 tỷ VND cho thấy FPT đang khá dư thừa tiền mặt, đủ khả năng đảm bảo tài trợ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp khi cần thiết.

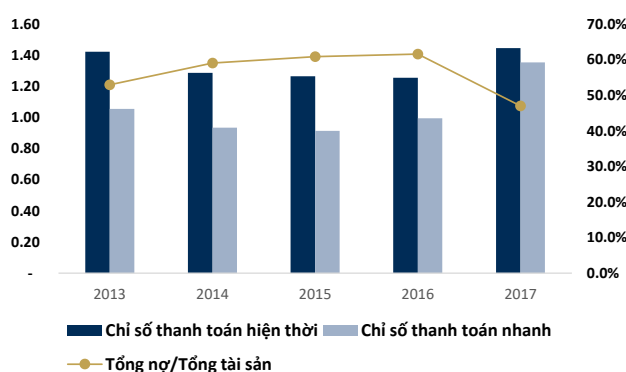
6T/2018, tỷ lệ nợ/tổng tài sản của FPT đạt 47.2%, tăng nhẹ 0.2% đơn vị so với năm 2017 và giảm mạnh 14.4% đơn vị so với năm 2016. Nguyên nhân do năm 2017 FPT tiến hành tái cơ cấu giảm mạnh các khoản vay nợ trả lãi ngắn và dài hạn. Chỉ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh của FPT lần lượt đạt 1.35 và 1.22 cho thấy cơ cấu tài sản của FPT đang rất lành mạnh, đủ khả năng chi trả các khoản nợ đến hạn.

Biểu đồ 15: Kết quả kinh doanh 2014-2018F



Nguồn: FPT

Biểu đồ 16: Cơ cấu nợ và khả năng thanh toán



Nguồn: FPT

Rủi ro

Chúng tôi đánh giá các mảng hoạt động kinh doanh của FPT đều có thể duy trì tốc độ tăng trưởng trong 3-5 năm tới, rủi ro ngắn hạn gần như là không có do dự địa thị trường còn lớn. Trong dài hạn, FPT có thể sẽ phải đối mặt với 2 rủi ro chính sau:

Cạnh tranh gay gắt ở mảng Viễn Thông

Đối với mảng Internet trong dài hạn dưới áp lực tăng thuê bao, các công ty viễn thông sẽ giảm giá các gói cước để cạnh tranh, dẫn tới số lượng thuê bao tăng nhưng biên lợi nhuận giảm, gây ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận. Sự thay đổi về thói quen giải trí của khách hàng cùng với sự cạnh tranh của các ông lớn thế giới như Netflix, Youtube, Facebook... hay các doanh nghiệp lớn của Việt Nam như VNPT, Viettel... khiến cho hoạt động của các mảng FPT TV, FPT Play gặp nhiều khó khăn trong việc mở rộng thị phần.

Năng lực nhân sự công nghệ ở mức trung bình trên thế giới tiềm ẩn rủi ro

Chúng tôi đánh giá cao khả năng mảng gia công phần mềm của FPT sẽ là động lực tăng trưởng của FPT trong thời gian tới tuy nhiên năng lực của nhân sự chỉ ở mức trung bình so với các doanh nghiệp công nghệ trên thế giới tiềm ẩn những rủi ro trong dài hạn. Hiện tại FPT mới chỉ tham gia được ở các khâu có giá trị thặng dư không cao cũng như rào cản gia nhập thấp. Trong trường hợp mất đi lợi thế cạnh tranh là giá nhân công thấp, FPT sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc tìm kiếm hợp đồng mới. Bên cạnh đó, trong nền công nghệ thế giới liên tục phát triển, tăng trưởng kinh doanh của FPT sẽ gặp nhiều trở ngại nếu không nâng cao được chất lượng chuyên môn của đội ngũ nhân viên để tiếp cận và tạo ra các sản phẩm có giá trị thặng dư cao.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh 2018

Lợi nhuận sau thuế của FPT năm 2018 dự kiến đạt 2,391 tỷ giảm 18.45% yoy, EPS forward đạt 3,896 VND/cp.

Năm 2018, chúng tôi ước tính doanh thu của FPT đạt 22,194 tỷ VND, giảm 47.97% yoy trong trường hợp so sánh số liệu thực tế và tăng 20.3% yoy nếu so sánh tương đương dựa trên các yếu tố:

Doanh thu mảng công nghệ tăng trưởng 11.7% yoy, đạt 12,380 tỷ VND trong đó mảng xuất khẩu phần mềm tiếp tục là động lực thúc đẩy với các đơn hàng mới từ Nhật và Mỹ, tăng 20% yoy; mảng Phần cứng và dịch vụ chứng lại, chỉ tăng 1% yoy do định hướng từ phía doanh nghiệp.

Doanh thu khối Viễn Thông ước tính đạt 8,610 tỷ VND, tăng 12.5% yoy trong đó dịch vụ Viễn Thông duy trì tăng 13% yoy dựa trên triển vọng tích cực từ việc tăng thuê bao FTTH, Pay TV và FPT Play; mảng Nội dung số tăng 6% yoy.

Doanh thu khối giáo dục ước tính đạt 1,204 tỷ VND, tăng 15.3% yoy với kì vọng từ tăng trưởng số sinh viên đăng kí mới trong tháng 9 tới.

Biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 38%, cải thiện mạnh mẽ so với các năm trước đó duy trì quanh ngưỡng 20%-22% do FPT trong năm 2017 đã bán FPT Retail và Trading, chuyển thành công ty Liên kết vốn là 2 mảng đóng góp doanh thu cao nhưng biên lợi nhuận rất thấp, chỉ khoảng 12-13%.

Chi phí bán hàng dự kiến giảm mạnh 44.8% yoy do không phát sinh chi phí đối với FPT Retail. Dự phóng tỷ trọng tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu ở mức 24.2%.

Lợi nhuận từ công ty Liên doanh, liên kết dự phóng đạt 431 tỷ VND đến từ đóng góp của FPT Retail và FPT Syntex.

Lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 3,471 tỷ VND, giảm 18.4% yoy, Hoàn thành kế hoạch đề ra đầu năm. LNST của công ty mẹ dự kiến đạt 2,391 tỷ VND, giảm 18.45% yoy, EPS dự kiến đạt 3,896 VND/cp.

Trong năm 2019, doanh thu và LNST của FPT dự kiến lần lượt đạt 24,982 tỷ VND và 2,794 tỷ VND, lần lượt tăng 12.6% yoy và 16.9% yoy dựa trên giả định các hoạt động của FPT vẫn duy trì mức tăng trưởng như năm 2018. EPS forward 2019 đạt 4,553 VND/cp.

Bảng 17: Dự phóng kết quả kinh doanh 2018

Tỷ VND	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	37,960	39,531	42,659	22,194	24,982
Giá vốn hàng bán	30,466	31,093	32,976	13,760	15,239
Lợi nhuận gộp	7,494	8,438	9,682	8,434	9,743
Chi phí bán hàng	2,332	2,751	3,441	1,898	2,136
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,227	2,638	3,075	3,462	3,897
Chi phí/Lợi nhuận tài chính	(168)	(119)	982	(34)	(90)
Lợi nhuận từ công ty liên kết	-	-	-	431	435
Lợi nhuận trước thuế	2,851	3,014	4,255	3,471	4,055
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	1,931	1,991	2,932	2,391	2,794

Source: KBSV

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh tương quan chỉ số P/E các doanh nghiệp cùng ngành có cùng quy mô vốn tại các thị trường đang phát triển của châu Á đối với 2 mảng Công nghệ và Viễn Thông (P/E điều chỉnh dựa trên chênh lệch lãi suất giữa các quốc gia), đối với mảng Giáo Dục do đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận dự kiến, chúng tôi giả định mức P/E hiện tại là hợp lý.

FPT hiện đang giao dịch với mức P/E forward 2018 đạt 11.88x, khá thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

FPT hiện đang được giao dịch với mức P/E trailing là 8.49x và P/E forward 2018 dự báo đạt 11.0x, là mức giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành có vốn hóa thị trường tương tự thuộc các thị trường châu Á đang phát triển cũng như đối với thị trường Việt Nam nói chung.

FPT là doanh nghiệp đầu ngành ở cả 2 mảng Công nghệ và Viễn Thông và duy trì tốc độ tăng trưởng đều đặn trong các năm gần đây. Chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng của FPT còn lớn nhất là khi doanh nghiệp vừa mới tái cơ cấu, tập trung vào mảng kinh doanh có biên lợi nhuận cao thay vì dàn trải nhiều lĩnh vực như giai đoạn trước. Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như mức độ rủi ro thấp trong hoạt động của FPT trong thời gian tới, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FPT. Giá mục tiêu là 63,869 VND, cao hơn 48.5% so với giá ngày 19/10/2018.

Bảng 18: So sánh Tương quan P/E ngành Viễn Thông

	Vốn hóa thị trường(million USD)	P/E dự phóng 2018	P/E điều chỉnh	tỷ trọng	P/E dự phóng 2018 theo tỷ trọng
FPT	1,127.0	11.03			
SHANGHAI ATHUB CO LTD-A	922.0	35.02	21.76	0.12	2.54
TIME DOTCOM BHD	1,158.9	19.76	14.31	0.15	2.10
JASMINE INTL PUBLIC CO LTD	1,354.7	16.09	16.09	0.17	2.76
INESA INTELLIGENT TECH INC-B	1,084.8	19.06	12.71	0.14	1.74
ADDSINO CO LTD -A	1,745.6	32.56	20.23	0.22	4.47
ZHEJIANG DAILY DIGITAL CUL-A	1,635.1	14.40	8.95	0.21	1.85
P/E trung bình					15.46

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 19: So sánh Tương quan P/E ngành Công nghệ

	Vốn hóa thị trường(million USD)	P/E dự phóng 2018	P/E điều chỉnh	tỷ trọng	P/E dự phóng 2018 theo tỷ trọng
FPT	1,127.0	11.03			
SHENZHEN DAS INTELLITECH-A	1,047.9	23.87	12.73	6.3%	0.80
NIIT TECHNOLOGIES LTD	954.0	24.65	25.47	5.7%	1.45
SHENZHEN KINGDOM SCI-TECH-A	1,178.2	43.46	14.06	7.0%	0.99
BEIJING PHILISENSE TECHNOL-A	1,132.8	17.94	8.65	6.8%	0.59
TATA ELXSI LTD	1,014.4	30.70	33.34	6.1%	2.02
BEIJING TEAMSUN TECHNOLOGY-A	1,177.7	89.24	24.04	7.0%	1.69
IREADER TECHNOLOGY CO LTD-A	1,292.2	67.18	30.68	7.7%	2.37
HANGZHOU LIANLUO INTERACT-A	1,579.1	56.46	34.45	9.4%	3.25
CHINASOFT INTERNATIONAL LTD	1,619.8	16.27	11.10	9.7%	1.07
HISENSE ELECTRIC CO LTD-A	1,892.4	14.56	6.61	11.3%	0.75
BEYONDSOFT CORP-A	596.0	18.02	9.15	3.6%	0.33
HWA CREATE CO LTD-A	680.8	63.11	14.42	4.1%	0.59
SHENZHEN SUNWIN INTELLIGEN-A	731.0	21.58	11.15	4.4%	0.49
INSPUR SOFTWARE CO LTD-A	862.6	42.95	16.73	5.1%	0.86
GCI SCIENCE & TECHNOLOGY-A	993.3	31.00	18.31	5.9%	1.09
P/E trung bình					18.31

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 20: Định giá FPT

	P/E hiện tại	P/E trung bình ngành 2018	Tỷ trọng lợi nhuận 2018	P/e dự phóng 2018 theo tỷ trọng lợi nhuận	Giá dự phóng
Công nghệ		18.31	44%	8.06	31,387
Viễn thông		15.46	47%	7.27	28,316
Giáo dục		11.88	9%	1.07	4,166
Tổng				16.39	63,869

Nguồn: KBSV

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn