

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong bản cập nhật trước của chúng tôi vào tháng 5, chúng tôi khuyến nghị mua FPT với mức giá 79.764 VNĐ. Trong bản cập nhật lần này, chúng tôi nhận thấy KQKD năm nay và các năm sau tốt hơn chúng tôi dự đoán trước kia, đồng thời việc phát hành trái phiếu cũng giảm lãi suất nợ. Ước tính mới về giá cổ phiếu FPT là 101.148VNĐ:

- ❖ Chúng tôi dự đoán năm nay, FPT sẽ đạt doanh thu 18.201 tỷ đồng (tăng 11.11%) và lợi nhuận trước thuế 1.543 tỷ đồng (tăng 8.5%).
- Doanh thu FPTel vẫn tăng trưởng cao trong điều kiện kinh tế khó khăn. Cuối tháng 7 vừa qua, FPTel điều chỉnh kế hoạch năm cho LNTT từ 420 tỷ VNĐ lên 535 tỷ VNĐ. Chúng tôi dự đoán rằng, doanh thu FPTel năm nay tăng 35.74% (kế hoạch 33%) và tốc độ tăng trưởng cao này sẽ tiếp tục được duy trì trong vòng 5 năm tới.
- Mạng phân phối (FPT-Distribution) gặp nhiều khó khăn trong nửa đầu năm 2009. Phân phối hàng công nghệ bắt đầu vực dậy quý 2 và chúng tôi hy vọng rằng phân phối điện thoại di động sẽ có kết quả khả quan hơn vào quý 3 và 4. Doanh thu FPT-Distribution ước tăng 3.93% năm nay (so với -9.83% kế hoạch của công ty).
- Nửa đầu 2009 là thời gian khó khăn cho F-Soft. Tăng trưởng doanh thu và LNTT của quý 1 và 2 đều ở mức xấp xỉ 0% hoặc âm so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng, kinh doanh sẽ khả quan hơn vào cuối năm và các năm sau. Trong quý 3, F-Soft ký được khá nhiều dự án với khách hàng tổ chức quốc tế. Các dự án này sẽ được thực thi trong năm nay và năm tới.
- Tăng trưởng doanh thu của FPT-IS giao động trong nửa đầu năm (-24.5% trong quý 1 và 71% trong quý 2 so với cùng kỳ năm ngoái). Chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng 10% cho cả năm.
- Mạng Giáo Dục và Đào Tạo chứng tỏ tiềm năng là một nguồn thu bền vững của FPT kể cả trong điều kiện kinh tế xấu. Số lượng sinh viên hiện tại là 3,300, và FPT đang trên con đường đạt mục tiêu 50,000 sinh viên năm 2015.
- ❖ Phát hành trái phiếu kèm chứng quyền: FPT dự kiến phát hành trái phiếu kèm chứng quyền, trị giá 1.800 tỷ VNĐ vào ngày 1/10/2009, lãi suất cố định 5% - 7%. Chúng tôi tin đây là cơ hội tốt cho nhà đầu tư bởi lãi suất thực (bao gồm chứng quyền) ước tính vào khoảng 16.9% - 21.11%. Tuy nhiên, các cổ đông hiện hữu có thể lo lắng về việc liệu FPT có sử dụng số tiền lớn này (263% tổng số tiền dùng cho đầu tư năm 2008) hiệu quả hay không? Việc phát hành trái phiếu làm giảm chi phí nợ của FPT khá nhiều và làm thay đổi cấu trúc vốn. Đây là nhân tố quan trọng trong việc thay đổi định giá FPT.

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi đã cập nhật doanh thu FPT và việc phát hành trái phiếu của FPT vào mô hình định giá. Mô hình chiết khấu dòng tiền tương lai định giá cổ phiếu FPT giá **101.148 VNĐ** vào cuối năm nay. FPT duy trì là một doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực CNTT ở Việt Nam với nhiều tiềm năng. Chúng tôi khuyến nghị MUA.

Hoàng Việt Phương
Nguyễn Công Hiệp

phuonghv@ssi.com.vn

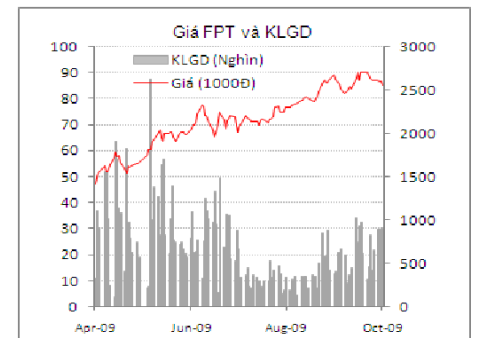
hielpnc@ssi.com.vn

STOCK INFO

Main Index

	30/09/2009
Giá Hiện Tại (VNĐ)	86,500
Lượng Cổ Phiếu Lưu Hành	141,162,074
Vốn Hóa Thị Trường (Tỷ VNĐ)	12,281
Sở Hữu Nước Ngoài (%)	29.17%
Sở Hữu Nhà Nước (%)	7.2%
ROE	31%
ROA	14%

Biểu Đồ Giá và KL Giao Dịch FPT



Định Giá

	2009E	2010E
P/E	14	13
P/B	4.16	3.46
Lãi Cổ Tức	1.8%	2.3%
EV/EBITDA	6.47	5.73

Ước Tính

	2009E	2010E
Doanh Thu	18,201,182	22,231,143
LNST	1,210,391	1,378,526
EPS	6,226.80	6,959.54
Cổ Tức	n.a	n.a

Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ đưa nhận định về việc phát hành trái phiếu, sau đó cập nhật ước tính của chúng tôi về doanh số 5 mảng kinh doanh lớn của FPT trong những năm tới (cấu trúc doanh thu dự kiến 2009: Phân phối : 66.41%, Tích hợp: 18.37%, Viễn thông: 9.49%, Phần mềm: 4.64%, Giáo dục: 1.09%). Cuối báo cáo, chúng tôi đưa ra định giá và khuyến nghị đầu tư.

Phát hành trái phiếu

FPT dự kiến phát hành trái phiếu (có kèm chứng quyền) trị giá 1.800 tỷ VNĐ vào ngày 01/10/2009. Lãi suất cuống là 5% - 7%. Chúng tôi cho rằng đây là một cơ hội tốt cho các nhà đầu tư tham gia đấu giá cho trái phiếu, bởi lãi suất gộp (bao gồm chứng quyền) ước tính từ 16.9% - 21.11%.

Những giả thiết được sử dụng trong mô hình tính toán của chúng tôi:

- ❖ Tăng trưởng EPS cho các năm 2010 – 2012 là giống với trong mô hình định giá cổ phiếu của chúng tôi..
- ❖ FPT sẽ phát hành được tất cả các trái phiếu, tổng vốn huy động được là 1.800 tỷ VNĐ. Mệnh giá của mỗi trái phiếu là 1 tỷ VNĐ.
- ❖ Giá trung bình của cổ phiếu FPT tại 5 phiên giao dịch trước khi phát hành trái phiếu là 90.000 VNĐ. Như vậy, giá thực thi chứng quyền là 94.500 cho mỗi cổ phiếu.
- ❖ Có tất cả 2.700.000 chứng quyền. Tất cả các chứng quyền sẽ được thực thi vào các năm thứ 2, 3, hoặc 4 kể từ thời điểm phát hành bởi giá cổ phiếu FPT tại thời điểm đó được cho là sẽ cao hơn giá thực thi chứng quyền.
- ❖ Lãi suất cuống là 5%, 6%, hoặc 7% cho mỗi trái phiếu.
- ❖ Tỷ lệ pha loãng không quá 15%.

Đối với các nhà đầu tư trái phiếu, lãi suất gộp (kể cả chứng quyền) có thể lên tới 21.11% (trong trường hợp lãi suất cuống là 7% và chứng quyền được thực thi sau 2 năm kể từ ngày phát hành). Lãi suất này cao hơn trung bình lãi suất các khoản vay hiện tại của FPT (7% - 11%) và chi phí vốn chủ sở hữu hiện tại là 19.1%. Như vậy, đây là một cơ hội tốt cho các nhà đầu tư mua trái phiếu, với giả thiết rằng EPS của FPT sẽ tiếp tục tăng trưởng như dự báo.

Tuy nhiên nếu đứng ở phía các nhà đầu tư cổ phiếu FPT hiện tại, họ có thể không được hài lòng đến vậy, trừ khi FPT thuyết phục được rằng các dự án dùng tiền từ trái phiếu sẽ đạt mức lãi suất tốt. Các nhà đầu tư hiện tại có thể lo lắng bởi các lý do sau:

- ❖ Lợi nhuận của các nhà đầu tư trái phiếu thực chất sẽ được trả bởi các nhà đầu tư hiện tại, và mức lợi nhuận này là rất cao.
- ❖ Rủi ro pha loãng: nếu tất cả các chứng quyền đều được thực thi như chúng tôi dự đoán, sẽ có 21.174.311 cổ phiếu mới (15% của số cổ phiếu lưu hành hiện tại)
- ❖ Như chúng tôi phân tích, lãi suất từ trái phiếu là hấp dẫn đối với tất cả các nhà đầu tư. Tuy nhiên việc phát hành trái phiếu sẽ thông qua hình thức phát hành riêng lẻ. Chính vì vậy các nhà đầu tư hiện tại của FPT có thể sẽ không có cơ hội để tham gia.

Như chúng tôi đã nói trong báo cáo trước, chúng tôi một lần nữa cảnh báo lại rủi ro với cả nhà đầu tư trái phiếu và cổ phiếu nếu như FPT không sử dụng tiền vốn từ phát hành trái phiếu một cách hiệu quả. Như chúng tôi được biết thì toàn bộ vốn thu được sẽ được dùng cho các lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận cao như: viễn thông (nâng cấp ADSL tới 30-35 tỉnh và triển khai dịch vụ IPTV), công nghệ thông tin (xây dựng trung tâm dữ liệu và tòa nhà văn phòng 89 Láng Hạ), và giáo dục (xây dựng cơ sở hạ tầng học tập cao cấp tại Hòa Lạc, Đà Nẵng, và Hồ Chí Minh). Tuy nhiên, chúng tôi không biết về kế hoạch chi tiết và dự tính lãi suất cụ thể cho các dự án này trong những năm tới. Trong trường hợp xấu, các dự án này không mang về lợi nhuận cao, giá cổ phiếu của FPT có thể sẽ không tăng hoặc tăng không cao như các nhà đầu tư mong muốn. Tựu chung lại là 1.800 tỷ VNĐ là một số tiền lớn (56.9% tổng số nợ của FPT

tính đến cuối năm 2008, 263% tổng số tiền dùng để đầu tư trong năm 2008). Chính vì vậy FPT cần một kế hoạch cụ thể và nhiều hứa hẹn trong việc sử dụng tiền từ phát hành trái phiếu để đảm bảo sự phát triển bền vững.

Tổng Mệnh Giá Phát Hành (VND)	Mệnh Giá (VND)	Số Lượng Trái Phiếu	Lãi Suất Cuồng
1,800,000,000,000	1,000,000,000	1,800	5-7%

Số Chứng Quyền / 1 tỷ VND Mệnh Giá	Tổng Lượng Chứng Quyền	Số Cổ Phiếu Được Mua / Chứng Quyền	Tổng Số Cổ Phiếu Được Mua	Tỷ Lệ Pha Loãng Tối Đa	Tổng Số Cổ Phiếu Lưu Hành	Tổng Số Cổ Phiếu Thực Được Mua
1,500	2,700,000	10	27,000,000	15.00%	141,162,074	21,174,311

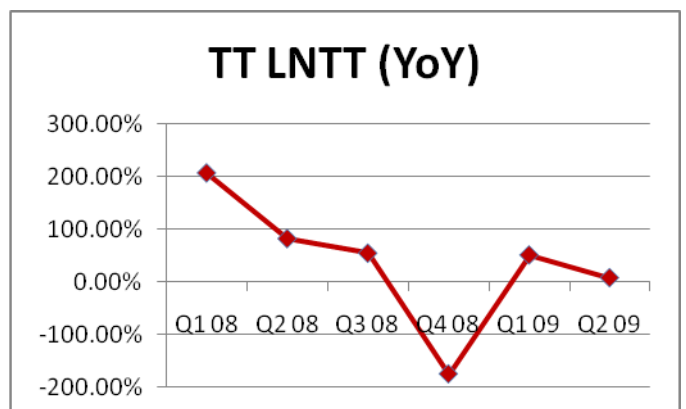
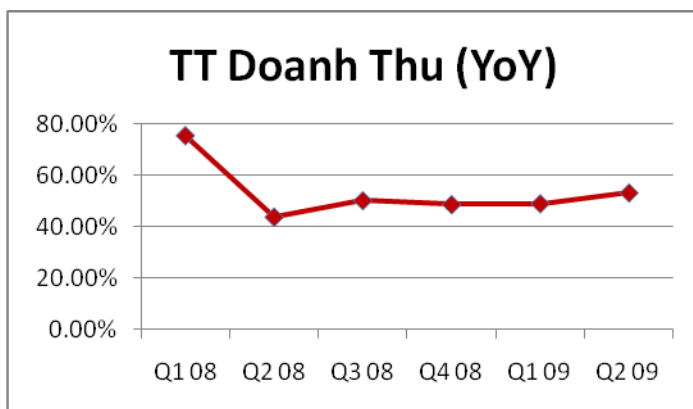
	0	1	2	3	4
Tăng Trưởng EPS		19%	13%	11%	
Giá Cổ Phiếu (VND)		107,100	121,023	134,336	146,426
Giá Thực Thi Chứng Quyền (VND)	94,500				
Giá Trị Chứng Quyền / 1 Cổ Phiếu (VND)		12,600	26,523	39,836	51,926

Lãi Suất Gộp của Trái Phiếu Trong Các Trường Hợp

	Lãi Suất Cuồng = 5%	6%	7%
Thực Thi Sau 2 Năm	19.23%	20.17%	21.11%
Thực Thi Sau 3 Năm	18.10%	19.00%	19.89%
Thực Thi Sau 4 Năm	16.90%	17.75%	18.61%

FPT Telecom: Ngôi Sao Sáng

Tóm lược: Tăng trưởng doanh thu của FPTel được duy trì ở mức cao ngay cả trong điều kiện kinh tế khó khăn (Xem biểu đồ ở dưới). FPTel đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu 2009 là 30,3% (doanh thu 1,7 nghìn tỷ VNĐ, LNTT 465 tỷ VNĐ). Cuối tháng 7, FPTel điều chỉnh mục tiêu LNTT thành 535 tỷ VNĐ. Sau 8 tháng, doanh thu đạt 1,2 nghìn tỷ và LNTT đạt 420 tỷ VNĐ. Do doanh thu chủ yếu đến từ kinh doanh ADSL và tỷ lệ người dùng ADSL trên toàn dân còn thấp, chúng tôi dự đoán tăng trưởng doanh thu năm nay là 35.74%. Tốc độ tăng trưởng cao này sẽ được duy trì trong 5 năm tới.



Những phát triển mới và giả thiết trong dự báo của chúng tôi:

- ❖ **Phát triển mới:** FPTel đang tiến hành mở các chi nhánh mới tại 40 tỉnh với 300 nhân sự. Công ty đã mở thêm chi nhánh tại An Giang, Kiên Giang, Đà Lạt, Buôn Ma Thuột, Phan Thiết, Huế, Thái Nguyên, Vĩnh Phúc, Nam Định, và sẽ mở thêm tại Nghệ An, Đà Nẵng, Nha Trang, Cần Thơ. Kế hoạch của công ty là tất cả các chi nhánh này sẽ sinh lợi nhuận sau 18 – 24 tháng.

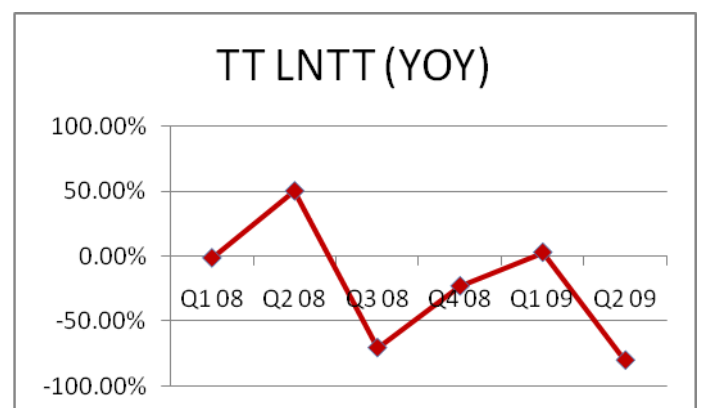
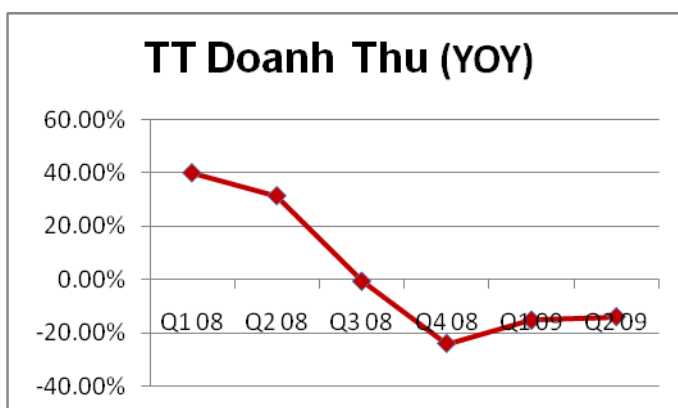
- ❖ FPTel đang trong quá trình nâng cấp tổng dung lượng đường truyền lên 50-60Gbps: Trong năm 2008, FPTel đầu tư 10 triệu USD trong dự án chung nhằm kết nối tuyến cáp quang quốc tế AAG với Việt Nam cùng 3 tổ chức khác là: VNPT, Viettel, và Saigon Postel. Tổng dung lượng đường truyền tới Việt Nam là 240Gbps, và dung lượng cho FPT là 40Gbps, gấp 10 lần dung lượng hiện nay. Dự án này dự kiến được đưa vào khai thác cuối năm nay. Ngoài ra FPT cũng đang hoàn thiện việc kết nối với China Telecom qua Lạng Sơn.
- ❖ Doanh thu từ kinh doanh ADSL chiếm 70% tổng doanh thu của FPTel. Chúng tôi dự đoán tỷ lệ này sẽ tăng lên bởi doanh thu từ dịch vụ FTTH sẽ tăng (hiện nay đang chiếm khoảng 20% doanh thu ADSL). FPT hiện là nhà cung cấp duy nhất cho dịch vụ FTTH, trong khi đó VNPT cũng đang thử nghiệm dịch vụ này.
- ❖ Tính tới 09/09/2009, FPTel có 350 nghìn thuê bao, chúng tôi dự đoán rằng con số này sẽ là 410 nghìn vào cuối năm. Thị phần internet của FPTel ở Việt Nam tính theo lượng thuê bao là 5.21%, và chúng tôi dự tính sẽ tăng lên 10.42% vào năm 2014.

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Lượng Thuê Bao Internet	6,331,818	6,926,013	7,575,969	8,286,918	9,064,585	9,915,230	10,845,702
Lượng Người Dùng Internet	20,834,401	22,088,042	23,417,117	24,826,165	26,319,997	27,903,716	29,582,730
Thuê Bao Internet của FPT	330,000	410,000	524,235	656,300	808,535	983,562	1,130,091
ARPU (triệu VNĐ)	2.67	3.00	3.15	3.31	3.48	3.65	3.83
Thị Phần của FPT	5.21%	5.92%	6.92%	7.92%	8.92%	9.92%	10.42%
Doanh Thu ADSL (Triệu VNĐ)	881,861	1,231,230	1,652,992	2,172,883	2,810,748	3,590,165	4,331,269
ADSL's Portion of Total Sale	70.00%	72.00%	74.00%	76.00%	78.00%	80.00%	80.00%
Doanh Thu FPT Telecom	1,259,801	1,710,042	2,233,773	2,859,057	3,603,523	4,487,706	5,414,086
Tăng Trưởng Doanh Thu	44.33%	35.74%	30.63%	27.99%	26.04%	24.54%	20.64%

FPT Distribution: Kinh Doanh Tốt Hơn Kế Hoạch

Tóm lược: FPT Distribution là mảng gặp khó khăn nhất trong nửa đầu năm 2009, tuy nhiên doanh thu vẫn tốt hơn kế hoạch của công ty (tham khảo biểu đồ ở dưới). Chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng doanh thu cả năm sẽ tốt hơn con số mà công ty đã ước tính. Do con số dự báo cho năm 2009 thấp, FPT Distribution sẽ đạt tăng trưởng ở mức 11.86% năm 2010.

	Q1 09	Q2 09	2009P	2009E SSI	2010E SSI
Tăng Trưởng Doanh Thu (YoY)	-15.4%	-14.08%	-9.83%	3.93%	11.86%



Những sự kiện mới và giả thiết trong mô hình của chúng tôi:

- ❖ **Phân phối điện thoại di động (ĐTDĐ) chiếm khoảng 70% tổng doanh thu:**
 - FTG (nhóm phụ trách thương mại) được thành lập ngày 6/8 với 300 tỷ VNĐ vốn điều lệ (95.06%). Đây là một kế hoạch nhằm giảm thiểu chi phí và tìm một chiến lược phát triển mới cho mảng kinh doanh này. FTG vẫn tiếp tục duy trì bộ phận bán lẻ.

- Chúng tôi nhận thấy rằng, nhu cầu ĐTDĐ sẽ vẫn tiếp tục tăng trong những năm tới. Tỷ lệ ĐTDĐ trên tổng dân số hiện là 66.10% và CAGR cho các năm 2009 – 2014 là 18%. Trong năm 2009, chúng tôi dự đoán lượng ĐTDĐ được bán ra là 9,3 triệu máy tại Việt Nam (mặc dù Nokia dự đoán lượng bán toàn cầu sẽ giảm 10 triệu máy trong năm nay).
- Giá một chiếc ĐTDĐ trung bình đã và đang tiếp tục giảm do những phát triển về công nghệ và ĐT giá rẻ từ Trung Quốc.
- Chúng tôi cho rằng thị phần của FPT có thể giảm dần (hiện tại là 40%) trong những năm tiếp theo. Mức độ cạnh tranh trong ngành phân phối là rất cao, chính vì vậy tỷ suất lợi nhuận chịu nhiều áp lực giảm.
- Như chúng tôi đã viết trong báo cáo trước, doanh thu của Nokia tại châu Á Thái Bình Dương là một chỉ số báo hiệu khá tốt. Doanh thu của Nokia tại khu vực này tăng trưởng -11% trong cả quý 1 và 2. Chúng tôi dự báo rằng doanh thu Q3 của FPT sẽ tăng ở mức tương tự và sẽ không tăng trưởng âm vào Q4 so với cùng kỳ năm trước do kinh tế phục hồi và doanh thu quý 4 năm 2008 rất thấp.

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Trung Bình Giá ĐTDĐ	2,088,960	2,119,531	2,053,770	1,990,198	1,928,463	1,967,033
Lượng ĐTDĐ Bán	9,300,000	10,974,000	12,949,320	14,891,718	16,380,890	18,018,979
Doanh Thu ĐTDĐ Toàn T.Trường	19,427,328	23,259,738	26,594,930	29,637,467	31,589,945	35,443,918
Doanh Thu PP ĐTDĐ của FPT (Triệu VND)	7,789,263	8,838,700	9,840,124	10,669,488	11,056,481	12,405,371
Thị Phần của FPT	40%	38%	37%	36%	35%	35%

❖ Phân phối CNTT phục hồi mạnh mẽ trong quý 2.

- Doanh thu quý 2, 2009, tăng 12% so với cùng kỳ năm ngoái (con số này là -9.2% trong quý 1).
- IDC dự đoán rằng tăng trưởng trung bình của tiêu dùng cho CNTT ở Việt Nam trong các năm tới là 12%. Tốc độ này cũng tương tự với tăng trưởng chi tiêu cho CNTT của chính phủ.
- Thị phần của FPT hiện tại là 19%. Không giống như thị phần của phân phối ĐTDĐ, chúng tôi tin rằng FPT sẽ tăng thị phần trong những năm tới nhờ vào mạng lưới phân phối và kế hoạch kinh doanh tốt. FPT hi vọng rằng thị phần sẽ tăng từ 19% hiện tại lên 30% vào năm 2010. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ đây là một kế hoạch khá táo bạo. Năm 2008, tổng thị phần của 6 công ty có thị phần lớn nhất trong mảng phân phối CNTT ở Việt Nam là 38% (Nguồn: Báo cáo hàng năm), chứng tỏ thị trường phân phối CNTT ở Việt Nam hiện có tính cạnh tranh cao. Mặc dù FPT có lợi thế về một mạng lưới phân phối rộng và là đối tác chiến lược của rất nhiều công ty lớn trên thế giới, chúng tôi tin thị phần của FPT sẽ tăng chậm hơn kế hoạch trên.

Nhìn chung, chúng tôi dự tính doanh thu cho toàn mảng phân phối sẽ tăng 3.93% năm nay. Trong các năm tới, tỷ lệ tăng trưởng được kỳ vọng là 2 chữ số bởi mảng phân phối CNTT sẽ giữ tăng trưởng vững nhờ việc mở rộng thị phần như chúng tôi đề cập ở trên. Ngoài ra, số lượng ĐTDĐ bán ở Việt Nam cũng được kỳ vọng tăng với tốc độ cao như đã diễn ra trong quá khứ.

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Doanh Thu PP CNTT	4,176,665	5,145,651	6,287,050	7,334,892	8,543,682	9,936,960
Tăng Trưởng Doanh Thu PP CNTT		23.20%	22.18%	16.67%	16.48%	16.31%
Tổng Doanh Thu Mảng PP	11,965,929	13,984,352	16,127,175	18,004,380	19,600,163	22,342,331
Tăng Trưởng Doanh Thu Mảng PP	3.93%	16.87%	15.32%	11.64%	8.86%	13.99%

Giáo Dục và Đào Tạo: Tương Lai Nhiều Triển Vọng

Tóm lược: Trong mô hình của chúng tôi, chúng tôi cho rằng Đại học FPT sẽ đạt được mục tiêu 50.000 sinh viên vào năm 2015. Trong những năm tới, tỷ lệ doanh thu trên từng sinh viên sẽ giảm bởi trường Đại học vẫn ở trong quá trình hình thành và mở rộng thị phần. Tuy nhiên, học phí sẽ dần tăng và tiệm cận mức lạm phát.

Chúng tôi nhận định rằng mảng Giáo Dục và Đào Tạo của FPT có rất nhiều triển vọng phát triển. Thành lập năm 2006 với 300 sinh viên, Đại học FPT có 800 sinh viên năm 2007, 1800 sinh viên năm 2008. Ngay cả trong điều kiện kinh tế khó khăn như năm

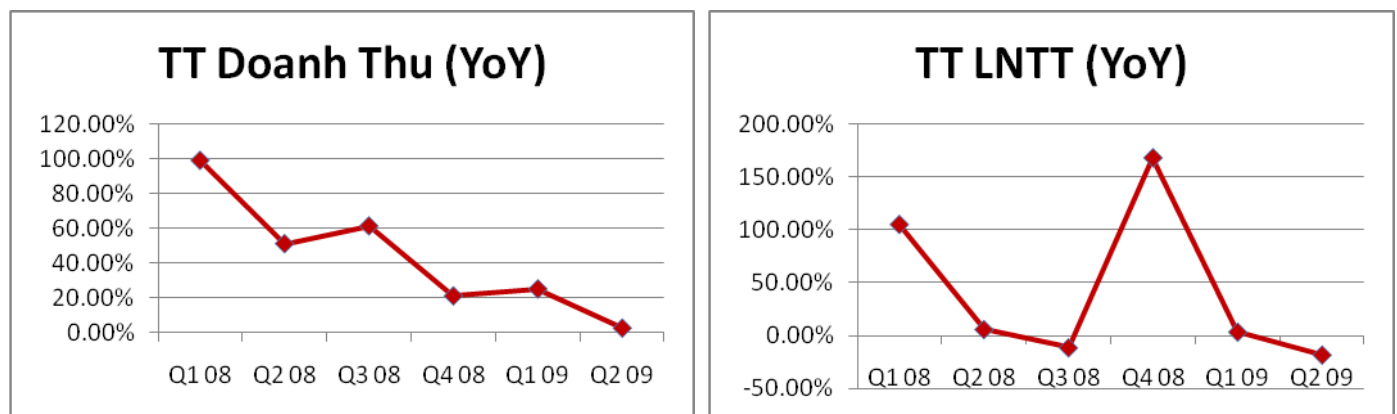
nay, Đại học FPT vẫn có mức tăng trưởng cao. Trong năm 2008, mức tăng trưởng là 107%, và dự đoán là 45% cho năm nay, 2009. Mặc dù tỷ lệ doanh thu của Đại học FPT trong tổng doanh thu toàn tập đoàn là rất nhỏ (khoảng 1%), chúng tôi dự tính con số này sẽ tăng lên nhanh trong tương lai. Tập đoàn FPT cũng có thể trông đợi vào Đại học FPT như một nguồn thu nhập ổn định.

Lợi thế lớn nhất của Đại học FPT là sinh viên sau khi tốt nghiệp được đảm bảo việc làm tại tập đoàn hoặc đủ khả năng để làm việc ở những tổ chức khác với thu nhập tốt. Ngoài ra, với lợi thế hoạt động trong ngành công nghệ thông tin và hệ thống đối tác trên khắp thế giới của công ty mẹ FPT, sinh viên (đặc biệt những học sinh cảm thấy khó để vào được những trường công lập) nghĩ đến Đại học FPT như một lựa chọn hợp lý. Trong năm 2009, Đại học FPT bắt đầu chương trình cử nhân quản trị kinh doanh với kỳ vọng đầu vào khoảng 300 sinh viên. Việc đưa thêm chương trình mới phù hợp với mục tiêu của FPT là đưa Đại học FPT thành đại học đa ngành.

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Doanh Thu (Triệu VND)	64,960	134,528	195,800	264,005	415,294	672,877	1,143,147	1,888,139
Tăng Trưởng		107.09%	45.55%	34.83%	57.31%	62.02%	69.89%	65.17%

Gia Công Phần Mềm: Tăng Trưởng Chậm Nửa Đầu Năm, Nhưng Hy Vọng vào Cuối Năm

Tóm lược: Chúng tôi điều chỉnh dự đoán tăng trưởng doanh thu của F-Soft cho năm 2009 xuống 18% từ 25%, bởi doanh thu nửa đầu của 2009 đã thấp hơn nhiều so với dự đoán trước của chúng tôi. Tăng trưởng doanh thu cho các năm 2006, 2007, 2008 lần lượt là 83%, 78%, và 48%. Trong các năm tiếp theo, với việc nền kinh tế thế giới phục hồi, F-Soft tiếp tục là công ty gia công phần mềm số 1 tại Việt Nam, và việc F-Soft ký thêm nhiều hợp đồng quan trọng vừa qua, chúng tôi tin rằng tăng trưởng doanh thu sẽ tăng và giữ ở mức cao sau đó.



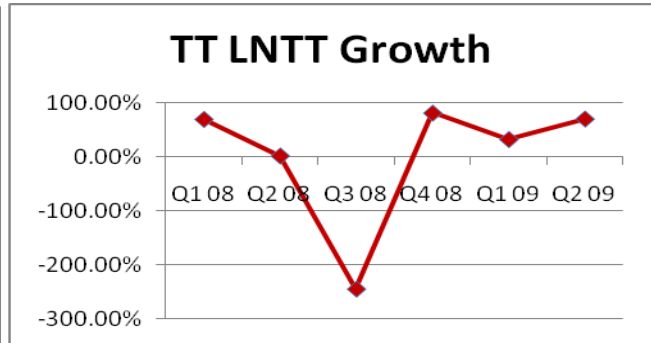
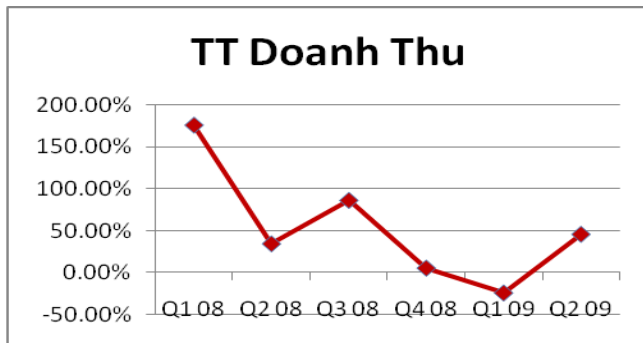
Như chúng tôi đã đề cập ở báo cáo trước, một lượng lớn khách hàng của F-Soft là những tổ chức tài chính. Chính vì vậy họ sẽ kiểm soát chặt chẽ các chi tiêu về công nghệ trong thời kỳ khủng hoảng tài chính hiện nay. Tăng trưởng doanh thu và LNTT đều thấp hơn nhiều so với năm ngoái. Đặc biệt là trong quý 2, tăng trưởng doanh thu chỉ trên 0% so với cùng kỳ năm ngoái và tăng trưởng LNTT âm.

Nhìn nhận từ nay đến cuối năm và cho năm sau, chúng tôi tin rằng F-Soft sẽ tăng trưởng cao hơn khi nền kinh tế phục hồi và F-Soft nhận thêm hợp đồng. FPT USA vừa giành được hợp đồng trị giá 500.000 USD với Twin City Fan, triển khai từ ngày 18/08/2009 đến 31/10/2010, và hợp đồng trị giá 100.000 USD với Freescale, triển khai từ ngày 01/10/2009 – 30/09/2010. Công ty giải pháp phần mềm FPT cũng ký hợp đồng trị giá 2,3 triệu USD với Unilever châu Á. Ngoài ra dự án Wings Recon, dự án lớn nhất trên thị trường Nhật Bản từ trước đến nay và lớn thứ 2 trong F-Soft đã được ký ngày 30/7. Dự án trị giá 1,3 triệu USD.

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Doanh Thu (triệu VND)	476,064	706,655	836,600	1,219,319	1,722,509	2,390,030	3,319,030	4,646,711
Tăng Trưởng Doanh Thu		48.44%	18.39%	45.75%	41.27%	38.75%	38.87%	40.00%

Công Ty Các Hệ Thống Thông Tin (FPT-IS):

Tóm lược: Doanh thu FPT-IS trong quý 2 có sự chuyển biến rõ rệt. Doanh thu tăng 48% trong quý 2 so với cùng kỳ năm ngoái, con số này là -24.5% trong quý 1. Tăng trưởng LNTT trong quý 2 là 71% so với cùng kỳ năm ngoái, và trong quý 1 là 33%. Lợi nhuận của FPT-IS được kỳ vọng là sẽ tăng nhanh hơn mức tăng doanh thu bởi công ty hiện nay chú trọng nhiều hơn đến phần mềm và dịch vụ phần mềm. Đây là những lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận lớn hơn 2 mảng khác của FPT-IS là: dịch vụ công nghệ và phần cứng. Doanh thu từ phần mềm và dịch vụ phần mềm tăng 221.9% trong quý 1 và 61% trong quý 2 so với cùng kỳ năm ngoái.



Nhìn nhận về cuối năm nay và các năm tiếp theo, chúng tôi tin rằng doanh thu FPT-IS sẽ tiếp tục tăng trưởng bởi một số lý do sau:

- ❖ Việc được thừa nhận là đối tác chiến lược với rất nhiều công ty công nghệ nổi tiếng trên thế giới sẽ tiếp tục là lợi thế lớn so với các đối thủ cạnh tranh khác ở trong nước.
- ❖ Nhu cầu trong nước khá vững, và FPT-IS vẫn giữ vững là lựa chọn hàng đầu cho các sản phẩm tích hợp hệ thống. Chỉ tiêu cho IT ở Việt Nam dự kiến tăng 12% trong các năm tiếp theo.
- ❖ Nước ngoài: kinh doanh dịch vụ BPO sang các thị trường Nhật Bản và châu Âu có nhiều triển vọng. Xuất khẩu phần mềm đóng gói sang các thị trường Campuchia, Lào, Nam Phi, và Myanmar cũng đạt những thành công bước đầu. Dự án SAP AMS (phần mềm dịch vụ quản lý) trị giá 1,2 triệu USD đã được giao cho đội SAP của FPT-IS để phát triển cho T-Systems tại Singapore và châu Á trong 30 tháng.

Dự đoán của chúng tôi cho năm nay là doanh số của FPT-IS sẽ tăng 10%. Trong những năm tới, tăng trưởng doanh số tiếp tục ở mức cao.

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Doanh số	2,763,286	3,310,800	4,085,070	4,979,182	6,094,325	7,386,435	9,005,221
Tăng trưởng		10.00%	23.39%	21.89%	22.40%	21.20%	21.92%

Định Giá và Khuyến Nghị

Chúng tôi đã cập nhật mô hình định giá FPT dựa trên 5 mảng kinh doanh lớn nhất của FPT ở trên và đồng thời tích hợp việc phát hành trái phiếu. Trong năm 2009 và các năm tiếp theo, tỷ lệ doanh thu của mảng phân phối trên tổng doanh thu toàn tập đoàn vẫn lớn (60 – 70%). Tuy nhiên, tỷ lệ này sẽ giảm dần qua các năm. FPT sẽ chú trọng hơn đến những mảng mang lại lợi nhuận cao hơn. Chính vì vậy lãi suất biên sẽ tăng lên trong các năm tới.

Chúng tôi ước tính doanh thu FPT năm nay đạt khoảng 18.200 tỷ VNĐ (tăng 11.11% so với năm trước) và LNTT là 1.545 tỷ VNĐ (tăng 24.64% so với năm trước).

Doanh Thu, LNTT, và Dòng Tiền Tự Do của FPT (Triệu VND)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Doanh Thu	16,381,840	18,201,182	22,231,143	26,944,784	32,139,835	37,987,225	45,902,758
Tăng Trưởng Doanh Thu		11.11%	22.14%	21.20%	19.28%	18.19%	20.84%
LNTT	1,240,085	1,545,612	1,718,922	2,064,856	2,538,770	3,255,430	3,978,121
Tăng Trưởng LNTT		24.64%	11.21%	20.13%	22.95%	28.23%	22.20%
Dòng Tiền Tự Do		345,982	590,455	1,017,069	1,517,376	2,014,881	2,852,413

Thành Phần WACC

WACC	12.52%
LS phí rủi ro	10.00%
Beta	1.14
Mức bù rủi ro	8.00%
Chi phí vốn chủ sở hữu	19.12%
Chi phí vốn vay	7.28%
Chủ sở hữu/Tổng tài sản	44.28%
Tổng nợ/Tổng tài sản	55.72%

Chúng tôi đã điều chỉnh chi phí vốn vay cho các năm tới bởi lãi suất cuống cho trái phiếu chỉ 5% - 7%, thấp hơn mức chi phí vay hiện tại (10%). Chúng tôi cũng điều chỉnh lượng cổ phiếu lưu hành cho các năm từ 2011 – 2013 bởi nhà đầu tư trái phiếu có thể sẽ thực thi chứng quyền trong khoảng thời gian đó. Cụ thể, chúng tôi giả định rằng 50% số chứng quyền sẽ được thực thi vào cuối năm thứ 2 và 50% sẽ thực thi vào cuối năm thứ 3 kể từ ngày phát hành. Mô hình của chúng tôi định giá FPT ở mức **101,148 VND** vào cuối năm nay, cao hơn mức giá hiện tại (86,500 VNĐ, ngày 30/09/2009) 16.3%. Như chúng tôi đề cập ở trên, chúng tôi tin rằng FPT là một công ty tốt với nhiều tiềm năng. Việc hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau giúp cho tập đoàn vững vàng trong những điều kiện kinh tế khác nhau. Mặt khác, việc lựa chọn một cổ phiếu công nghệ tốt vào rổ đầu tư là một điều nên làm. Ở thị trường Việt Nam hiện nay, không có nhiều lựa chọn như vậy. Chính vì vậy chúng tôi khuyến nghị **MUA**.

Các Thông Tin Khác:

- ❖ Dự án Visky: ngày 03/07/2009, FPT phê duyệt thành lập Công ty cổ phần Việt Thiên FPT (FPT Visky) với số vốn 18 tỷ đồng, 75% tổng số vốn điều lệ ban đầu (24 tỷ đồng). Dự án Visky, bắt đầu từ năm 2007, gồm các dự án nhỏ để xây dựng các mạng xã hội qua mạng hay điện thoại di động như: vitalk, vimua, vimap, violympic, ... Việc thành lập FPT Visky cho thấy quyết tâm của FPT trong việc phát triển và chiếm lĩnh thị trường web 2.0 ở Việt Nam. Mặc dù đây là một thị trường tiềm năng nhưng cũng đầy thách thức. Việc thành lập một mạng xã hội mới qua di động và internet gặp khó khăn do người dùng Việt Nam đã khá quen thuộc với các mạng quốc tế như yahoo, facebook, hay mspace. Các nguồn thu từ dịch vụ nhắn tin qua điện thoại hay quảng cáo qua mạng cũng chịu sự cạnh tranh từ các dự án web 2.0 của các công ty khác ở Việt Nam như Tinh Van Media hay VinCom Corporation với các dự án, website như: bamboo, kênh14, sân nhạc, cafe, Linkhay, ... Chính vì vậy chúng tôi nghĩ rằng Visky sẽ phải nỗ lực rất lớn để vượt qua được các khó khăn. Việc tập trung vào các sản phẩm phục vụ riêng cho người dùng Việt Nam như vimap (bản đồ trên điện thoại di động), violympic, violet (thư viện trực tuyến), violympic ... sẽ hiệu quả hơn trong việc thu hút người tham gia.
- ❖ Trong thời gian vừa qua, một số thành viên hội đồng quản trị của FPT liên tiếp đăng ký bán cổ phiếu FPT. Từ ngày 01/09 – 04/09, ông Nguyễn Điệp Tùng bán 440.000 cổ phiếu. Từ ngày 27/08 – 31/12/2009, ông Lê Quang Tiến, Phó chủ tịch HĐQT đăng ký bán 350.000 cổ phiếu. Đặc biệt, ông Trương Đình Anh đăng ký bán 1,38 triệu cổ phiếu trong số hơn 2 triệu nắm giữ để góp vốn lập công ty đầu tư gia đình. Như chúng tôi đã nói trong bản tin 07/09/2009 Chúng tôi tin rằng việc bán khối lượng lớn của các thành viên HĐQT như thế này sẽ phát đi tín hiệu không mấy tốt đẹp đến các nhà đầu tư trong ngắn hạn.

KHỎI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lê Lệ Hằng	Giám đốc khối	hangl@ssi.com.vn
Hoàng Việt Phương	PGĐ TVĐT	phuonghv@ssi.com.vn
Nguyễn Công Hiệp	Chuyên viên Phân tích	hiepc@ssi.com.vn