

FPT (HOSE: FPT)

Thời điểm đầu tư hấp dẫn vào công ty đầu ngành CNTT

Ngày 09 tháng 04, 2009

Cổ phiếu được giao dịch với mức giá hấp dẫn...

Chúng tôi đề xuất **mua** cổ phiếu của FPT. Là nhà cung cấp các sản phẩm và dịch vụ IT lớn nhất trong nước, FPT đang được giao dịch trong khoảng 8.0-8.5x theo ước tính lợi nhuận 2009 của chúng tôi. Điều này khiến cổ phiếu FPT trở thành đối tượng đầu tư hấp dẫn đối với những ai có quan điểm tích cực về tiềm năng phát triển dài hạn của ngành IT Việt Nam (mức tăng trưởng ngành trung bình 20% hàng năm trong khoảng thời gian 2003-2008) và khả năng FPT vẫn giữ được tính cạnh tranh trong ngành.

So sánh về tiềm năng tăng trưởng dài hạn và giá của các cổ phiếu cùng có giá trị vốn hoá cao...

Dựa trên cơ sở so sánh giá trên doanh thu và giá trên lợi nhuận trước thuế, cổ phiếu FPT hiện đang được giao dịch ở mức thấp hơn đáng kể so với các cổ phiếu cùng có giá trị vốn hoá cao khác như DHG, VNM và PVD. FPT là cổ phiếu điển hình cho các công ty công nghệ đang cần nhắc để mua vào khi chu kỳ kinh tế đang ở mức xấu. Tuy nhiên, chúng tôi tin tưởng rằng sự tồi tệ nhất của cuộc suy thoái – bao gồm cả việc doanh thu tăng không đáng kể trong năm 2009 – đã được tính vào giá của cổ phiếu và với khả năng doanh thu phục hồi và tăng trong năm 2010, chúng tôi vẫn nhìn nhận khía cạnh tích cực.

Có 3 đơn vị có lợi nhuận cao, tăng trưởng cao...

Nếu có những lý do để quan ngại về FPT Phân phối - đơn vị lớn nhất của FPT thì đồng thời cũng có những lý do mạnh mẽ đối với sự lạc quan về ba lĩnh vực khác của FPT: phần mềm, kết nối internet, và hệ thống thông tin. Hai trong ba lĩnh vực này, FPT Phần mềm và FPT Viễn thông, đã chiếm một nửa doanh thu của FPT. Với tỷ suất lợi nhuận khá hấp dẫn, 33% của FPT Phần mềm và 30% của FPT Viễn thông cùng triển vọng tăng trưởng xuất sắc, chúng tôi kỳ vọng 2 công ty này sẽ là những người lèo lái con tàu cải thiện tỷ suất lợi nhuận ở FPT.

Có cơ sở tài chính vững chắc...

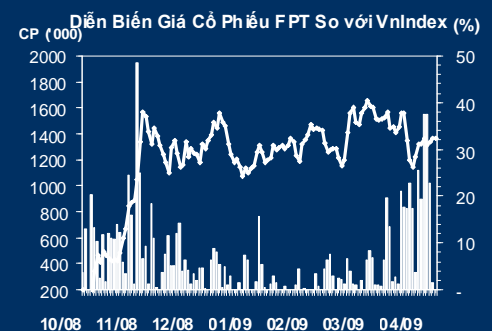
FPT hoạt động với tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu thấp hơn 1%, tạo ra lượng tiền mặt dồi dào để đáp ứng cho các yêu cầu chi phí vốn đang diễn ra. FPT là một trường hợp hiếm hoi có sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận đáng kể do sự chuyển đổi từ dòng doanh thu có tỷ suất lợi nhuận thấp sang dòng doanh thu có tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Sự biến động giá gần đây thể hiện sự quan tâm của thị trường...

Kể từ khi giá giảm xuống còn 38.000 - mức thấp trong nhiều năm vào đầu tháng Hai, cổ phiếu FPT đã tăng 37% bỏ xa mức tăng của VN-Index. Chúng tôi tin tưởng thị trường cũng đã nhận thấy rằng mặc dù EPS năm 2008 tăng 8% (mức thấp đối với FPT) và rủi ro lợi nhuận (beta của FPT là 1,2), mức giá gấp 8 lần so với lợi nhuận cho thấy hiện tại là thời điểm hấp dẫn để mua vào một cổ phiếu hàng đầu trong ngành cung cấp dịch vụ phần mềm của Việt Nam.



www.fpt.com.vn



Mã CK/Sàn giao dịch	FPT/HOSE
Giá trị vốn hóa	420 triệu USD
Giá trị gđịch bqun một tháng	1.9 triệu USD
Giá gần đây nhất (09/04/09)	52.000đ/3.0 USD
2009 EPS	6.191đ
2009 PE	8.4x
2009 PB	2.5x
Hệ số sinh lợi cổ tức	5.0%
CAGR EPS 4 năm ('05-'08)	31%
ROE bình quân 3 năm ('06-'08)	45%
Giá cao/thấp 52 tuần	90.700đ/34.600đ
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	28.4%

Chuyên viên phân tích: Trần Hữu Chung Tú

CÁC SỐ LIỆU TÀI CHÍNH NỔI BẬT

Báo cáo KQHĐKD (Tỷ đồng)	2006	2007	2008	2009E	2010E
Tổng Doanh thu	21,400	27,349	33,811	34,920	40,413
Doanh Thu Nội Bộ	9,707	13,455	17,005	17,563	20,326
Doanh Thu Thuần	11,693	13,894	16,806	17,357	20,088
Giá vốn hàng bán	20,049	24,955	30,423	31,421	36,364
Chi phí quản lý và bán hàng	793	1,418	1,882	1,945	2,251
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao	796	1,223	1,483	1,598	1,939
Khấu hao	129	151	153	195	239
Thu nhập trước thuế và lãi vay	667	1,072	1,330	1,403	1,700
Chi phí lãi vay	58	43	80	50	50
Lợi nhuận trước thuế	609	1,029	1,249	1,353	1,650
Thuế	74	149	207	262	320
Lợi nhuận sau thuế	450	737	839	874	1,113
EPS	7,407	7,985	5,976	6,191	7,887
Bảng cân đối tài sản (Tỷ đồng)	2006	2007	2008	2009E	2010E
Tiền mặt	669	896	1,246	1,801	1,599
Đầu tư ngắn hạn	0	0	3	3	3
Các khoản phải thu	1,757	1,849	2,015	1,996	2,310
Hàng tồn kho	584	1,428	1,278	1,398	1,618
Tài sản ngắn hạn khác	64	170	202	202	202
Tổng tài sản ngắn hạn	3,074	4,343	4,743	5,399	5,731
Tài sản cố định hữu hình	247	598	650	497	758
Tài sản cố định vô hình	16	35	40	109	249
Tổng tài sản	3,409	5,356	6,146	6,738	7,589
Nợ và các khoản vay ngắn hạn	659	1,249	1,237	1,113	1,002
Nợ và các khoản vay dài hạn	122	65	7	6	6
Vốn chủ sở hữu	1,566	1,981	2,444	2,918	3,425
Dòng tiền (Tỷ đồng)	2006	2007	2008	2009E	2010E
Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp	450	737	839	874	1,113
Khấu hao	129	151	153	195	239
Chi Phí lãi vay sau thuế	51	37	67	40	40
Thay đổi vốn lưu động	(443)	(291)	55	(73)	(295)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	187	635	1,115	1,035	1,098
Chi phí đầu tư thuần	(301)	(503)	(205)	(42)	(500)
Dòng tiền tạo ra cho công ty (FCFF)	(114)	132	910	994	598
Các hệ số	2006	2007	2008	2009E	2010E
Tăng trưởng doanh thu	52%	28%	24%	3%	16%
Tăng trưởng thu nhập trước thuế, lãi vay & KH	91%	54%	21%	8%	21%
Tăng trưởng thu nhập trước thuế, lãi vay	78%	61%	24%	6%	21%
Tăng trưởng thu nhập trước thuế	77%	69%	21%	8%	22%
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao/Doanh Thu	7%	9%	9%	9%	10%
Nợ ròng/vốn chủ sở hữu	50%	66%	51%	38%	29%
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	41%	42%	38%	33%	35%
Lợi nhuận trên tổng tài sản	13%	14%	14%	13%	15%
Giá trị sổ sách/cổ phần	25,750	21,157	17,300	20,657	24,248
Dòng tiền/cổ phần	11,009	9,572	8,824	12,761	11,330

GIỚI THIỆU CÔNG TY

Khởi đầu là một doanh nghiệp được thành lập vào năm 1988 từ sự hợp nhất một số doanh nghiệp nhà nước, ngày nay FPT đã trở thành công ty niêm yết lớn nhất hoạt động trong lĩnh vực công nghệ tại Việt Nam, đứng đầu thị phần trong ba trong số bốn hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty. Bên cạnh một số dịch vụ nhỏ, bốn hoạt động kinh doanh chính đem lại doanh thu và lợi nhuận cho FPT là (1) phân phối điện thoại di động, phần cứng và phần mềm, (2) cung cấp dịch vụ và tư vấn phần mềm (cho các doanh nghiệp trong nước), (3) gia công phần mềm (cho các doanh nghiệp nước ngoài), và (4) cung cấp các dịch vụ viễn thông. Hiện nay, FPT có hơn 9.000 lao động, 16 chi nhánh và đối tác, hoạt động tại 6 quốc gia với doanh thu đạt 1 tỷ USD và lợi nhuận đạt 73,6 triệu USD.

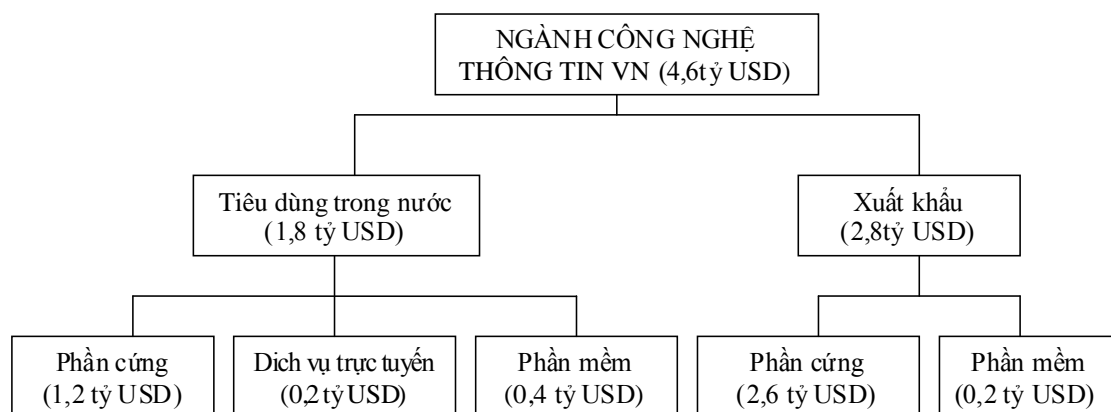
TỔNG QUAN VỀ NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN VIỆT NAM

Trong tình hình kinh tế khó khăn hiện nay, khi các doanh nghiệp và người tiêu dùng đều cắt giảm chi tiêu, chúng ta có thể dàng không nhận thấy một thực tế là các doanh nghiệp có mức tăng trưởng ổn định và nhiều hứa hẹn về lâu dài tại Việt Nam ngày nay chính là những doanh nghiệp hoạt động trong ngành công nghệ. Ngành công nghệ thông tin tại Việt Nam đã có được vị thế vững chắc do nhu cầu tiêu dùng trong nước gia tăng và số lượng công ty xuất khẩu phần cứng và các dịch vụ phần mềm cũng ngày càng tăng.

Trong 6 năm qua, ngành công nghệ thông tin tại Việt Nam đạt mức tăng trưởng hàng năm khoảng 25%. Mặc dù trong 6 tháng cuối năm 2008, tốc độ tăng trưởng này có chậm hơn trước nhưng vẫn cao hơn 20% so với năm 2007. Chúng tôi dự đoán rằng tỷ lệ tăng trưởng này sẽ không thay đổi đáng kể trong năm 2009.

	(Triệu USD)	Ph. mềm	Ph. Cứng	Dvụ online	T/cộng
Sản xuất nội địa		600	3,800	200	4,600
Xuất khẩu		200	2,600		2,800
Tiêu thụ trong nước		400	1,200	200	1,800
Nhập khẩu		100	1,600		1,700
Chỉ tiêu cho IT (nhập khẩu và sx)		500	2,800		3,300

Nguồn: TVS phân tích từ các nguồn tin của ngành và chính phủ



Tiêu dùng: Ước tổng mức chi tiêu cho các sản phẩm và dịch vụ công nghệ thông tin trong năm 2008 đã lên đến khoảng 3,3 tỷ USD, trong đó mức chi tiêu cho phần cứng là khoảng 2,8 tỷ USD và cho phần mềm vào khoảng 500 triệu USD. Theo như được thảo luận dưới đây, gần như toàn bộ doanh thu từ kinh doanh phần mềm tại Việt Nam chủ yếu là từ các dịch vụ giá trị gia tăng sau khi bán phần mềm, chứ không phải từ chính doanh thu bán phần mềm do tình trạng sao chép phần mềm bất hợp pháp khá phổ biến tại Việt Nam. Việt Nam nhập khẩu khoảng 1,7 tỷ USD phần cứng và các dịch vụ phần mềm.

Sản xuất: Tính cả số lượng phần cứng và phần mềm xuất khẩu, tổng giá trị sản phẩm sản xuất tại Việt Nam (4,6 tỷ USD) cao hơn đáng kể so với mức tiêu thụ trong nước. Theo ước tính của Bộ Thông tin và Truyền thông Việt Nam, trong năm 2008, ba loại hình hoạt động kinh doanh chính đem lại doanh thu cho ngành công nghệ thông tin là phần cứng (doanh thu đạt khoảng 3,8 tỷ USD), phần mềm (0,6 tỷ USD), và nội dung số (các dịch vụ trực tuyến) (200 triệu USD).

Triển vọng của ngành công nghệ thông tin trong năm 2009: Chúng tôi dự đoán rằng trong năm 2009 mức tăng trưởng của ngành sẽ không thay đổi đáng kể mặc dù về lâu dài ngành công nghệ thông tin sẽ đạt mức tăng trưởng cao, chủ yếu là nhờ sự hồi phục kinh tế. Thu nhập của người tiêu dùng tăng sẽ là động lực giúp làm tăng doanh thu và mở rộng mạng lưới phân phối, và sự hồi phục của các doanh nghiệp cũng sẽ giúp làm tăng nhu cầu sử dụng phần cứng và các dịch vụ phần mềm.

Ngành công nghiệp phần cứng

Ngành công nghiệp phần cứng của Việt Nam chủ yếu bao gồm các doanh nghiệp trong nước và các doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài sản xuất phần cứng để xuất khẩu, và các doanh nghiệp trong nước nắm quyền kiểm soát các kênh phân phối (như FPT) nhập khẩu phần cứng cho nhu cầu tiêu thụ trong nước. Trong hoạt động kinh doanh phần cứng, FPT chủ yếu đóng vai trò phân phối mặc dù công ty có một dây chuyền lắp ráp qui mô nhỏ để phục vụ các doanh nghiệp nước ngoài.

Sản xuất phần cứng máy vi tính: Mặc dù có nhiều công ty có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam sản xuất phần cứng, nhưng chủ yếu là để xuất khẩu. Các công ty hoạt động thành công tại Việt Nam gồm Fujitsu (sản xuất bo mạch in), Canon Việt Nam (máy in), Intel (chất bán dẫn), Hewlett Packard, Apple và Acer. Chỉ một số ít các sản phẩm do các công ty này sản xuất được bán ra thị trường trong nước. Hiện tại, trong ngành công nghệ thông tin, có một phân ngành nhỏ chuyên sản xuất phần cứng để tiêu thụ trong nước và đang phát triển mạnh, trong đó có khoảng 10 công ty Việt Nam chuyên sản xuất máy vi tính mang thương hiệu riêng như hiệu Thánh Gióng do FPT Elead sản xuất. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu từ sản xuất máy vi tính vẫn còn thấp, và chỉ có hai công ty dẫn đầu phân ngành này đạt doanh thu hàng năm trên 5 triệu USD.

Phân phối phần cứng máy vi tính: Cũng giống như các công ty nhập khẩu khác, FPT nhập khẩu phần cứng và bán cho khách hàng trong nước – gồm khách mua lẻ (thông qua Công ty Phân phối FPT) và khách mua sỉ (thông qua Công ty Hệ thống Thông tin FPT). Trước đây, FPT được hưởng nhiều lợi ích từ việc phân phối sản phẩm cho các công ty có vốn đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, điều này đã thay đổi kể từ năm 2009 khi các công ty nước ngoài được phép phân phối sản phẩm dù có phần hạn chế tại Việt Nam. Đây cũng chính là một trong những nguyên nhân làm giảm doanh thu của Công ty phân phối FPT, công ty lớn nhất trực thuộc FPT.

Phân phối thiết bị viễn thông: FPT cũng hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ điện thoại di động. Mặc dù đây là một lĩnh vực khá lớn nhưng nó đã bước vào giai đoạn bão hòa với tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại và tỷ suất lợi nhuận sẽ sụt giảm trong tương lai. Theo ước tính, doanh thu từ thị trường này đạt 926 triệu USD trong năm 2007, 1.041 tỷ USD trong năm 2008 và dự đoán sẽ đạt 1.237 tỷ USD trong năm 2009. Khi xem xét triển vọng tăng trưởng của lĩnh vực phân phối điện thoại di động về lâu dài, chúng tôi nhận thấy số đăng ký thuê bao điện thoại di động đã tăng từ 9,3 triệu trong năm 2005 lên đến khoảng 70 triệu thuê bao vào thời điểm hiện nay. Hiện tại, nếu so sánh số lượng đăng ký thuê bao này với dân số Việt Nam thì gần

nếu mỗi người dân Việt Nam đều sở hữu một điện thoại di động. Tỷ lệ tăng trưởng của hoạt động phân phối điện thoại di động chậm lại được thể hiện rõ qua việc giá bán lẻ điện thoại di động giảm. Cụ thể, trong ngành điện thoại di động, giá tiêu dùng trung bình cho một điện thoại di động đã giảm từ 152 USD vào tháng 6/2007 xuống còn 126 USD vào tháng 6/2008 (nguồn: Gfk Asia).

Số liệu quá khứ và dự đoán về thuê bao điện thoại di động								
	2005	2006	2007	2008	2009f	2010f	2011f	2012f
Số thuê bao ĐTDĐ ('000)	9,300	18,980	35,805	56,630	69,455	85,280	99,105	110,930
Số thuê bao trên 100 người dân	11	22.2	41.4	67.8	78.1	94.6	108.5	119.8

Ngành công nghiệp phần mềm:

Theo ước tính hiện có khoảng 750 doanh nghiệp phần mềm tại Việt Nam, đem lại 600 triệu USD doanh thu trong năm 2008 (theo Hiệp hội Doanh nghiệp Phần mềm Việt Nam). Sau khi đạt mức tăng trưởng 40% trong nhiều năm liên tiếp, ngành công nghiệp phần mềm Việt Nam chỉ tăng trưởng 20% trong năm 2008, thấp hơn nhiều so với dự đoán nhưng đây vẫn là mức tăng trưởng khá cao. Trong ba mảng hoạt động chính của ngành là các dịch vụ phần mềm, phát triển phần mềm, và các dịch vụ liên quan đến Internet thì mảng thứ nhất và thứ ba chiếm tỷ trọng doanh thu cao nhất trong ngành.

Gia công phần mềm để xuất khẩu: Công ty Phần mềm FPT là doanh nghiệp dẫn đầu về gia công phần mềm tại Việt Nam. Doanh thu từ gia công phần mềm chiếm khoảng một phần ba doanh thu của ngành công nghiệp phần mềm. Các chuyên gia quốc tế cho rằng vị thế của Việt Nam trở thành trung tâm gia công phần mềm ngày càng được khẳng định. Tiền lương của các chuyên viên lập trình Việt Nam thấp hơn phân nửa so với Ấn Độ- nếu tính luôn các chi phí quản lý, các doanh nghiệp thuê gia công phần mềm chỉ trả khoảng 20.000 USD/năm cho một lập trình viên tại Việt Nam, trong khi tại Nga hoặc Ru-ma-ni là 30.000 USD và tại Ấn Độ là 40.000 USD. Theo báo cáo của công ty tư vấn Andersen Vietnam Ltd., các công ty công nghệ hàng đầu trên thế giới như IBM, Cisco, Nortel, Compaq, Hewlett-Packard, Sony và Fuji đều có phần mềm gia công tại Việt Nam.

Tư vấn phần mềm cho các doanh nghiệp trong nước: Công ty Hệ thống Thông tin FPT là nhà cung cấp các dịch vụ tư vấn phần mềm hàng đầu tại Việt Nam. Mảng cung cấp các dịch vụ phần mềm này đem lại khoảng hai phần ba doanh thu cho ngành công nghiệp phần mềm trong nước, tập trung của yếu vào việc cung cấp các dịch vụ phần mềm cho các doanh nghiệp lớn hiện đang sử dụng các phần mềm như Microsoft hoặc Oracle. Cũng có một số công ty nước ngoài hoạt động trong lĩnh vực này, đặc biệt là hệ thống mạng, trong đó có Novell và France Telecom.

Doanh thu bán phần mềm: Ngành công nghiệp cung cấp phần mềm ứng dụng cho khách hàng là một ngành rất nhỏ do tình trạng sao chép phần mềm bất hợp pháp khá phổ biến tại Việt Nam. Theo Microsoft, Việt Nam hiện là nước có tỷ lệ sao chép phần mềm bất hợp pháp cao nhất thế giới. Có một số công ty chuyên phát triển và bán phần mềm cho khách hàng nội địa như Lạc Việt, Misa, và FAST, còn FPT chỉ cung cấp một vài phần mềm ứng dụng trong nước.

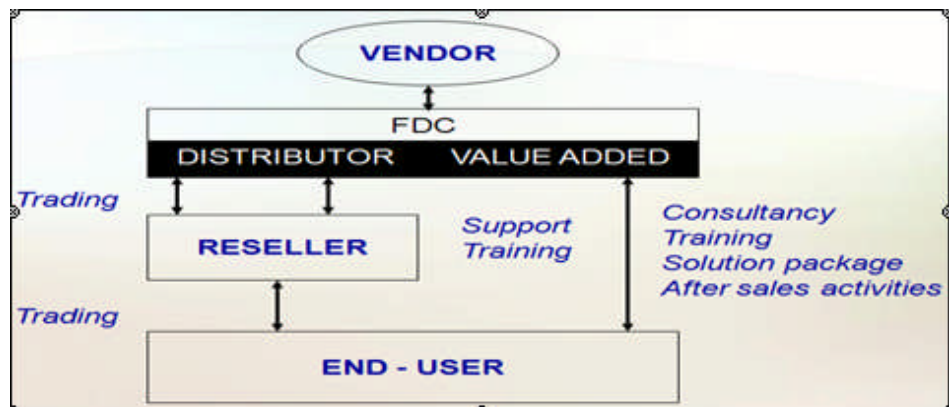
Dịch vụ Internet: Số đăng ký thuê bao đường truyền Internet trực tiếp đến các hộ gia đình đã tăng đáng kể qua các năm, với số thuê bao năm 2007 đạt 1,2 triệu hộ thuê bao, tăng gấp đôi so với 2006. Do tỷ lệ đăng ký thuê bao so với dân số Việt Nam vẫn còn thấp nên FPT và các doanh nghiệp khác vẫn còn nhiều cơ hội để phát triển hoạt động kinh doanh này trong tương lai.

PHÂN TÍCH CÁC HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA FPT

Phần lớn doanh thu của FPT do 4 bộ phận kinh doanh độc lập đem lại, mỗi bộ phận hoạt động trong một lĩnh vực khác nhau của ngành công nghệ. Bốn bộ phận này gồm: Công ty Phân phối FPT chuyên phân phối điện thoại di động, máy vi tính và thiết bị máy tính (chiếm 68% doanh thu năm 2008); Công ty Hệ thống Thông tin FPT chuyên cung cấp dịch vụ phần mềm và phần cứng cho khách hàng doanh nghiệp (chiếm 16,4% doanh thu 2008); CTCP Viễn thông FPT với bộ phận viễn thông chuyên lắp đặt kết nối Internet cho các hộ gia đình (chiếm 8% doanh thu 2008); và bộ phận gia công phần mềm chuyên phục vụ các doanh nghiệp phát triển phần mềm nước ngoài (chiếm 4% doanh thu 2008). Phần doanh thu còn lại đến từ các hoạt động kinh doanh có qui mô nhỏ hơn như đào tạo, tài chính và truyền thông. Mỗi ngành sẽ được thảo luận riêng biệt dưới đây.

Công ty Phân phối FPT (FDC)

Giới thiệu hoạt động kinh doanh: FDC là công ty con lớn nhất của FPT với doanh thu năm 2008 đạt 714 triệu USD, chiếm 68% doanh thu của FPT. Đây là công ty phân phối sỉ và lẻ điện thoại di động và các sản phẩm công nghệ thông tin (IT) trên toàn quốc. Doanh thu năm 2008 của FDC tăng 10% so với năm 2007 mặc dù tỷ lệ tăng trưởng đã giảm kể từ 45% năm 2006 xuống còn 20% trong năm 2007. Lợi nhuận trước thuế của FDC giảm 8% trong năm 2008 và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu đạt khoảng 2%.



Nguồn: Công ty phân phối FPT

Phân phối điện thoại di động: Doanh thu từ phân phối điện thoại di động chiếm ba phần tư doanh thu của FDC, đạt 479 triệu USD trong năm 2008 và chiếm hơn phân nửa doanh thu toàn thị trường điện di động tại Việt Nam. Tuy nhiên, số lượng điện thoại di động bán ra được dự đoán sẽ không có nhiều thay đổi trong những năm tới và giá bán có thể sẽ giảm, ảnh hưởng không tốt đến doanh thu và lợi nhuận của FDC. Tình hình càng xấu hơn khi Nokia, công ty sản xuất điện thoại di động chủ chốt, đem lại 80% doanh thu từ phân phối điện thoại di động cho FDC trong năm 2006, không còn lệ thuộc vào FPT làm nhà phân phối độc quyền tại Việt Nam nữa kể từ khi hơn 40% các sản phẩm của Nokia được bán ra bởi đại diện hiện tại là Petrosetco. Thêm vào đó, hai công ty phân phối trong nước mới hiện chiếm 22% thị phần điện thoại di động là Viễn Thông A (13%) và Thế giới Di động (9%).

Phân phối phần cứng: Doanh thu từ các sản phẩm IT chiếm khoảng một phần tư doanh thu của FDC, đạt 170 triệu USD trong năm 2008. FDC là công ty phân phối các sản phẩm phần cứng và phần mềm cho IBM, Microsoft, HP, Toshiba và các nhãn hiệu nổi tiếng khác trên toàn cầu. Nhu cầu sử dụng các sản phẩm IT ở Việt

Nam tiếp tục tăng và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu từ mảng kinh doanh này tiếp tục tăng qua các năm.

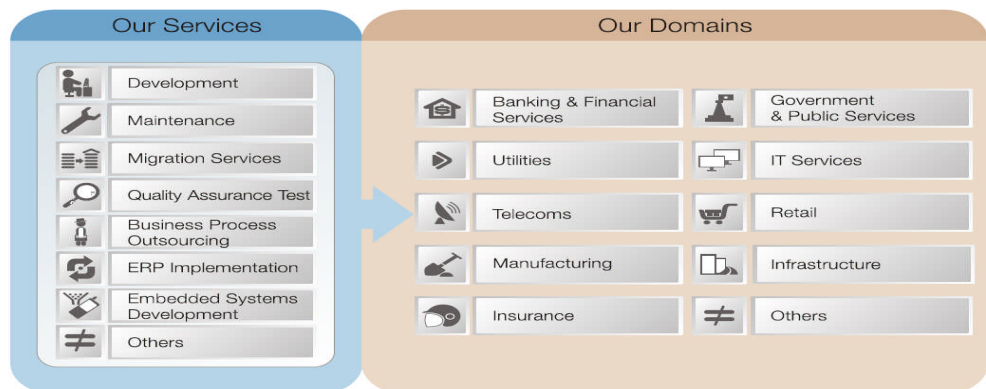
Triển vọng: Thuận lợi: FDC có mạng lưới phân phối sỉ các sản phẩm IT hàng đầu tại Việt Nam và có mối quan hệ tốt với 470 cửa hàng bán điện thoại di động và 357 cửa hàng bán các sản phẩm IT. Khó khăn: Việc nhiều nhà phân phối nước ngoài tham gia thị trường trong thời gian gần đây đã làm quá trình cạnh tranh giữa các đơn vị bán lẻ diễn ra mạnh mẽ hơn và làm giảm tỷ suất lợi nhuận của FPT. Công ty đã nỗ lực mở các cửa hàng bán lẻ sản phẩm cho riêng mình nhưng lại thực hiện quá trễ nên khó tránh khỏi những ảnh hưởng bất lợi đến hoạt động bán sỉ của công ty. Chúng tôi dự đoán doanh thu của công ty sẽ không thay đổi đáng kể hoặc thậm chí sẽ sụt giảm và lợi nhuận trước thuế sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới.

Công ty Hệ thống Thông tin FPT (FIS)

Đây là công ty lớn thứ hai của FPT, chuyên cung cấp các dịch vụ tư vấn phần mềm và phần cứng cho các tổ chức có qui mô lớn tại Việt Nam như các ngân hàng, công ty phục vụ công ích, cơ sở y tế... mặc dù phần lớn doanh thu từ hoạt động kinh doanh này là từ các dịch vụ cung cấp cho chính phủ. FIS đem lại 16% doanh thu và khoảng 18% lợi nhuận trước thuế cho FPT.

Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu kép hàng năm trong 4 năm tính đến hết năm 2008 là 13%. Mặc dù FIS đạt kết quả kinh doanh vượt trội trong năm 2008, với doanh thu tăng 40% và lợi nhuận trước thuế tăng 77%, nhưng chúng tôi dự đoán kết quả kinh doanh của công ty sẽ không thay đổi đáng kể hoặc thậm chí sẽ sụt giảm trong năm 2009 do có nhiều công ty cắt giảm chi tiêu về IT trong tình hình kinh tế khó khăn hiện nay. Tuy nhiên, mối quan hệ thân thiết của FPT với chính phủ và gói kích cầu đang được thực hiện có thể sẽ giúp tỷ lệ tăng trưởng của công ty giảm ít hơn.

Các hoạt động kinh doanh của FIS



Nguồn: Công ty FIS

Phần cứng: Phần lớn doanh thu của FIS là từ bán phần cứng cho các khách hàng doanh nghiệp và chính phủ, chiếm 82% doanh thu FIS trong năm 2008. Mảng hoạt động kinh doanh này tăng trưởng khoảng 46% trong năm 2008. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế đạt khoảng 10% và được dự đoán sẽ vẫn duy trì ở mức này trong thời gian tới.

Dịch vụ phần mềm: Dịch vụ phần mềm đem lại 12% doanh thu cho FIS và tăng trưởng 53% so với năm 2007. FIS phát triển và bán các giải pháp phần mềm cho các cơ quan nhà nước (Bộ Tài chính, Tổng cục thuế Việt Nam và Kho bạc nhà nước), ngân hàng (Vietcombank, BIDV), doanh nghiệp nhà nước (VMS, Viettel, Vietnam Airlines) và các doanh nghiệp tư nhân (Unilever Vietnam, Savimex...). Các dịch vụ phần mềm này bao gồm "tòa nhà thông minh", hệ thống

thanh toán điện tử, hệ thống “ngân hàng thông minh”, và hệ thống thanh toán tích hợp.

Tích hợp hệ thống: chiếm 6% doanh thu của FIS trong năm 2007 và tăng trưởng 100% so với năm 2006. FPT cung cấp dịch vụ tư vấn cho các tổ chức có quy mô lớn trong quá trình bảo trì, phát triển hoặc tích hợp các hệ thống thông tin có sẵn. Hiện nay, hoạt động kinh doanh chính của FIS là cung cấp, hướng dẫn và trợ giúp các doanh nghiệp trong nước và các cơ quan nhà nước sử dụng phần mềm của các công ty nước ngoài nổi tiếng trên thế giới như IBM, HP, Cisco, Microsoft, Oracle, NCR, Diebold ...

Triển vọng: Mặc dù việc các công ty lớn cắt giảm chi phí đầu tư chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của FIS, nhưng mối hệ mật thiết của FPT với chính phủ là một lợi thế trong tình hình kinh tế khó khăn hiện nay. Mới đây, Bộ Thông tin và Truyền thông đã công bố tất cả các bộ phận IT của các cơ quan nhà nước phải lắp đặt phần mềm mã nguồn mở trước ngày 30 tháng 6. Đây là một tín hiệu cho thấy chính phủ Việt Nam đang hướng đến việc giảm thiểu các phần mềm không có bản quyền và tăng cường sự thành thạo của các viên chức trong việc sử dụng các chương trình ứng dụng. Tuy nhiên, nhìn xa hơn nữa thì điều này có thể cản trở doanh nghiệp gia tăng doanh số của FIS.

Công ty Truyền thông FPT (FPT Telecom)

FPT Telecom cung cấp đường truyền Internet, điện thoại cố định và các dịch vụ viễn thông giá trị gia tăng như quảng cáo trực tuyến. Mặc dù không phải là một doanh nghiệp nhà nước được phép khai thác cơ sở hạ tầng viễn thông nhưng FPT Telecom là một trong số ít các doanh nghiệp đã được chính phủ cấp phép bán các dịch vụ viễn thông. Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu kép hàng năm trong 4 năm qua là 44%. FPT Telecom chỉ đem lại 7% doanh thu nhưng đến 30% lợi nhuận cho FPT. Tỷ suất lợi nhuận đã tăng từ 27% trong năm 2007 lên 30% trong năm 2008. Khả năng sinh lợi cao và triển vọng đầy hứa hẹn của hoạt động kinh doanh này là dịch vụ cung cấp đường truyền ADSL. Vì đây là dịch vụ thuê bao nên sau khi đã tính chi phí lắp đặt, dịch vụ này sẽ đem lại nguồn doanh thu ổn định cho công ty với rất ít chi phí phát sinh thêm. Có 3 mảng hoạt động kinh doanh trong FPT Telecom như sau:

Dịch vụ Internet/băng thông rộng: Mặc dù đây là mảng hoạt động kinh doanh rất mạnh của FPT Telecom nhưng có một vài vấn đề cần phải quan tâm do các công ty viễn thông lớn của nhà nước như Viettel và VNPT đang ngày càng mở rộng hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực này nên số thuê bao của FPT trong năm 2008 chỉ tăng 8% trong khi thị phần giảm 6%. Tuy nhiên, do tỷ lệ đăng ký thuê bao so với dân số Việt Nam vẫn còn thấp nên FPT sẽ có nhiều cơ hội tăng trưởng trong tương lai.

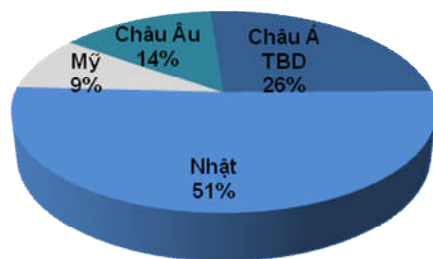
Dịch vụ giá trị gia tăng: Mặc dù dịch vụ này chiếm tỷ trọng doanh thu rất nhỏ nhưng công ty hiện đang nhắm đến phát triển các dịch vụ Internet giá trị gia tăng trong tương lai. Chẳng hạn như FPT là một trong những công ty đầu tiên giới thiệu dịch vụ IPTV (truyền hình trực tuyến) và truy cập Internet bằng Wifi. Trang web vnexpress.net của FPT Telecom đem lại khoảng 2 triệu doanh thu từ quảng cáo cho công ty mỗi năm.

Triển vọng: Theo FPT thì FPT Telecom có triển vọng rất tốt. FPT Telecom đề ra mục tiêu tăng doanh thu 20% và lợi nhuận trước thuế tăng 26% trong năm 2009. Điều này có nghĩa là công ty sẽ tiếp tục đóng góp 35% lợi nhuận cho FPT.

CTCP Phần mềm FPT (FPT nắm giữ 69% cổ phần)

CTCP Phần mềm FPT chuyên gia công phần mềm xuất khẩu, có khoảng 2.000 lập trình viên, và hiện là công ty gia công phần mềm lớn nhất Đông Nam Á. Khách

Doanh Thu Từ Các Thị Trường



hàng của công ty là các công ty IT như IBM, Microsoft, HP và người sử dụng cuối cùng các sản phẩm của những công ty này như Unilever, Panasonic và Sony. Hoạt động cung cấp dịch vụ phần mềm của công ty rất đa dạng, gồm phát triển phần mềm, bảo trì phần mềm, nâng cấp phần mềm, đảm bảo chất lượng, gia công qui trình kinh doanh.....

Công ty chủ yếu xuất khẩu phần mềm với tỷ trọng doanh thu như sau: hơn phân nửa doanh thu (25 triệu USD, tương đương 51%) từ các công ty phát triển phần mềm tại Nhật Bản, một phần tư doanh thu từ Châu Âu và Hoa Kỳ và một phần tư doanh thu từ khu vực Châu Á-Thái Bình Dương. Công ty đã mở rộng hoạt động sang Úc và New Zealand trong thời gian gần đây. Cũng giống như các công ty phần mềm khác tại Việt Nam, FPT luôn nỗ lực tiết kiệm chi phí cho khách hàng bằng cách cung cấp các sản phẩm có chất lượng phù hợp. CTCP Phần mềm FPT cũng phục vụ thị trường nội địa và cạnh tranh với các công ty trong nước khác như Lạc Việt, Misa và FAST.

CTCP Phần mềm FPT đạt mức tăng trưởng doanh thu 42% (42 triệu USD) trong năm 2008, thấp hơn so với kế hoạch và đóng góp 18% lợi nhuận (và 4% doanh thu) cho FPT. Hoạt động kinh doanh có mức sinh lợi cao của công ty với tỷ suất lợi nhuận trước thuế 2008 đạt 33% có thể sẽ là động lực chính giúp làm tăng doanh thu và lợi nhuận của FPT trong tương lai. Với việc FPT là cổ đông chính, kết quả báo cáo từ CTCP Phần mềm FPT được dựa trên cơ sở hợp nhất.

Các hoạt động kinh doanh khác của FPT

Với nỗ lực tăng cường hoạt động cung cấp dịch vụ do kết quả hoạt động phân phối cốt lõi của công ty sụt giảm, FPT đã đa dạng hóa sang nhiều lĩnh vực khác nhưng vẫn đảm bảo tập trung vào các hoạt động kinh doanh chính. Một số các hoạt động đầu tư này có mối liên quan mật thiết với hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty (như Công ty Bán lẻ FPT – một chuỗi cửa hàng bán lẻ được lập ra để giữ thị phần trong lĩnh vực phân phối), và các lĩnh vực mới (như Ngân hàng FPT, một liên doanh với hai công ty lớn khác tại Việt Nam). Vui lòng xem tóm tắt các hoạt động kinh doanh này tại Phụ lục 2.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Phân tích kết quả hoạt động kinh doanh

FPT	Doanh Thu ('000\$)					% trong tổng Doanh Thu					CAGR 05-08
	2005	2006	2007	2008	2009(E)	2005	2006	2007	2008	2009(E)	
Phân phối	378,062	540,474	649,300	714,230	720,693	73.0%	74.0%	75.2%	68.4%	66.8%	17%
Phân phối sản phẩm IT	84,341	105,644	170,652	200,632	216,208	16.3%	14.5%	19.8%	19.2%	20.0%	24%
Phân phối ĐTDD	293,721	434,830	478,648	513,598	504,485	56.7%	59.5%	55.4%	49.2%	46.7%	15%
Hệ thống thông tin	106,989	123,932	114,577	171,522	177,662	20.7%	17.0%	13.3%	16.4%	16.5%	13%
Phát triển phần mềm	8,373	12,512	13,273	20,411	24,493	1.6%	1.7%	1.5%	2.0%	2.3%	25%
Dịch vụ phần mềm	1,832	3,527	5,068	10,291	12,350	0.4%	0.5%	0.6%	1.0%	1.1%	54%
Phần cứng	96,784	107,893	96,235	140,819	140,819	18.7%	14.8%	11.1%	13.5%	13.0%	10%
Viễn Thông	20,337	36,120	54,925	79,532	95,438	3.9%	4.9%	6.4%	7.6%	8.8%	41%
Xuất khẩu phần mềm	9,178	16,604	29,614	42,614	51,137	1.8%	2.3%	3.4%	4.1%	4.7%	47%
Giáo dục và Đào tạo	1,667	2,663	4,612	9,113	13,669	0.3%	0.4%	0.5%	0.9%	1.3%	53%
Bán lẻ	n/a	n/a	3,658	6,463	n/a	n/a	n/a	0.4%	0.6%	n/a	n/a
Đầu tư tài chính	n/a	n/a	n/a	n/a	500	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bất động sản	n/a	n/a	n/a	12,000	6,000	n/a	n/a	n/a	1.1%	0.6%	n/a
Truyền thông	1,268	10,643	5,450	6,100	9,150	n/a	n/a	0.6%	0.6%	0.8%	48%
Dịch vụ bảo trì	n/a	n/a	1,087	2,800	4,200	n/a	n/a	0.1%	0.3%	0.4%	n/a
Hoạt động khác	86	8	289	475	713	n/a	n/a	n/a	n/a	0.1%	53.3%
Tổng cộng	517,586	730,444	863,511	1,044,848	1,079,161						

Doanh thu giảm: FPT đạt mức tăng trưởng tốt trong năm 2008, với doanh thu tăng 21% và lợi nhuận trước thuế tăng 8% mặc dù cả hai tỷ lệ tăng trưởng này đều thấp hơn so với 3 năm trước. Kết quả doanh thu của từng quý giảm đều trong năm 2008 với mức tăng trưởng doanh thu của quý 4 giảm 9% so với cùng kỳ năm 2007. Mặc dù FPT không cung cấp thông tin chi tiết kết quả hoạt động kinh doanh theo từng quý của các bộ phận nhưng chúng tôi tin rằng việc người tiêu dùng, các doanh nghiệp vừa và nhỏ, và các doanh nghiệp nhà nước cắt giảm chi tiêu đã phần nào ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của từng bộ phận của FPT. Mặc dù công ty đã đề ra mục tiêu tăng trưởng doanh thu năm 2009 lên khoảng 10% nhưng chúng tôi dự đoán rằng tỷ lệ tăng trưởng này sẽ thấp hơn, dao động trong khoảng 0% - 4% và theo ước tính của chúng tôi là vào khoảng 3%.

K/q kinh doanh theo từng quý năm 2008 so với cùng kỳ 2007		
	Doanh thu	Lợi nhuận trước thuế
2008-Q1	58.9%	46.6%
2008-Q2	36.7%	9.5%
2008-Q3	17.5%	38.7%
2008-Q4	-9.0%	9.8%

Lợi nhuận trên cổ phần (EPS): Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CARG) của EPS từ năm 2005 đến 2008 của FPT là 31% mặc dù tỷ lệ tăng trưởng EPS năm 2008 giảm xuống còn 13%. Chúng tôi dự đoán rằng EPS chỉ tăng trưởng 4% trong năm 2009. Lợi nhuận trước thuế từng quý của năm 2008 so với năm 2007 có nhiều biến động và càng giảm mạnh càng vào cuối năm 2008.

EPS điều chỉnh 2005-2008				
	2005	2006	2007	2008
EPS theo báo cáo	5,125	7,407	7,985	5,976
EPS điều chỉnh	1,999	3,210	5,255	5,976
CAGR				31%

Tỷ suất lợi nhuận tăng: Một phần chiến lược đầu tư của FPT là giảm bớt đầu tư vào các hoạt động phân phối có tỷ suất lợi nhuận thấp và tăng cường đầu tư vào các hoạt động viễn thông và phần mềm có tỷ suất lợi nhuận cao để giúp làm tăng lợi nhuận của công ty. Chiến lược này đã có hiệu quả trong năm 2008 do công ty đạt tỷ suất lợi nhuận gộp 20,6% và tỷ suất lợi nhuận ròng sau thuế 6,3%, cao hơn so với tỷ lệ 17,23% và 5,3% của năm 2007. Kết quả hoạt động kinh doanh chi tiết của từng bộ phận cho thấy lợi nhuận tăng chủ yếu là nhờ kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty Hệ thống Thông tin FPT, Công ty Phần mềm FPT và Công ty Viễn thông FPT được cải thiện. Theo số liệu về lợi nhuận trước thuế của FPT trong bảng trên, sự cải thiện này là có xu hướng lâu dài: tỷ suất lợi nhuận trước thuế năm 2005 là 4,2% so với 7,4% trong năm 2008.

Thuế suất: FPT được hưởng thuế suất ưu đãi dành cho các công ty hoạt động trong ngành công nghệ thông tin và truyền thông (ICT), đặc biệt là các công ty phần mềm. FPT cũng được miễn thuế trong năm 2007 và 2008 theo qui định giảm thuế 2 năm cho các công ty niêm yết (công ty niêm yết vào cuối năm 2006). Do thời hạn được miễn thuế 2 năm đã hết nên dự đoán công ty sẽ chịu thuế suất 20% trong năm 2009 (từ mức 16%).

Triển vọng trong năm 2009: Chúng tôi rất thận trọng khi dự đoán mức tăng trưởng doanh thu 3% của công ty trong năm tới, dẫn đến tỷ lệ tăng trưởng EPS 4,2%, tương đương EPS 6.191 đồng (sau khi điều chỉnh cho cổ phiếu thưởng) với giả định là các tỷ suất lợi nhuận không đổi. Khi xem xét triển vọng lợi nhuận của công ty trong năm 2009, NĐT nào cho rằng kết quả kinh doanh năm 2008 có thể dễ dàng được lặp lại cần lưu ý kết quả kinh doanh không mấy khả quan của công ty

trong quý 4/2008. Tuy nhiên, Công ty phần mềm FPT (bộ phận xuất khẩu phần mềm) và Công ty Viễn thông FPT có tỷ lệ tăng trưởng ổn định, bền vững và hai công ty này đem lại khoảng 50% lợi nhuận trước thuế cho FPT.

Quản trị tài chính hiệu quả

Tại thời điểm cuối năm 2008, tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu của FPT chỉ ở mức 0,3% nhưng do khoản vay nợ ngắn hạn là đáng kể nên tổng nợ vay chiếm 51% vốn chủ sở hữu. Xem xét khả năng chi trả lãi vay của công ty qua các chỉ tiêu như lợi nhuận trước thuế, chi phí tài chính và các chi phí khác, chúng tôi tính được hệ số đảm bảo lãi vay năm 2008 là 19x, cùng lượng tiền mặt có sẵn tương đương với các khoản vay nợ. (khoảng 1250 tỷ đồng), rõ ràng khả năng trả nợ vay của FPT là rất tốt

Xét về tài sản và nguồn vốn lưu động, FPT đang sở hữu các chỉ số thể hiện khả năng thanh toán đang nằm trong giới hạn an toàn - hệ số thanh toán hiện thời vào khoảng 1.6 lần và hệ số thanh toán nhanh tương đương 1.05 lần. Ngoài ra với vòng quay hàng tồn kho 11.9 lần - tương ứng số ngày dự trữ hàng tồn kho là 30 ngày thì chỉ số này cũng phản ánh được hiệu quả quản trị của FPT (70% doanh thu cả tập đoàn là từ hoạt động phân phối). Vì thế chúng tôi nhận định FPT sẽ không gặp trở ngại nào về tính thanh khoản trong vòng 3 năm tới

Tuy nhiên, vẫn rất khó dự đoán kết quả lợi nhuận của công ty trong tương lai.

Dòng tiền

Dòng tiền (Tỷ đồng)	2006	2007	2008	2009E	2010E
Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp	450	737	839	874	1,113
Khấu hao	129	151	153	195	239
Chi Phí lãi vay sau thuế	51	37	67	40	40
Thay đổi vốn lưu động	(443)	(291)	55	(73)	(295)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	187	635	1,115	1,035	1,098
Chi phí đầu tư thuần	(301)	(503)	(205)	(42)	(500)
Dòng tiền tạo ra cho công ty (FCFF)	(114)	132	910	994	598

Mặc dù EPS giảm nhưng trong năm 2008, nhưng công ty dồi dào và được cải thiện đáng kể, đủ đáp ứng các nhu cầu về vốn hoạt động, các hoạt động kinh doanh và các dự án đầu tư đang tiến triển.

Định giá

FPT	2006	2007	2008	2009E	2010E
EPS điều chỉnh	3,210	5,255	5,976	6,191	7,887
Giá đầu năm	n/a	182000	138000	52000	n/a
Giá cuối năm	182000	138000	52000	n/a	n/a
PE tương lai	n/a	34.6x	23.1x	8.4x	n/a
PE quá khứ	56.7x	26.3x	8.7x	n/a	n/a
PE thị trường	23.6x	24.8x	9.2x	n/a	n/a

Định giá cổ phiếu theo phương pháp P/E: Giá đóng cửa ngày 10/04/2009 của cổ phiếu FPT là 52.000 đồng, tương đương PE 2008 8,7 lần và PE 2009 8,4 lần theo dự đoán của chúng tôi. Cổ phiếu FPT hiện đang được giao dịch với PE thấp hơn nhiều so với PE 2006 56,7 lần và PE 2007 26,3 lần mặc dù rõ ràng đây là hai mức giá quá khứ rất cao. Cổ phiếu FPT cũng đang được giao dịch với PE thấp hơn so với PE của thị trường. So sánh với PE quá khứ của các cổ phiếu có giá trị vốn hóa

cao tại Việt Nam như PE 11,6 lần của VNM, 16,2 lần của DHG và 9,4 lần của PVD, cổ phiếu FPT vẫn có ưu thế hơn. Tương tự, cổ phiếu FPT vẫn tốt hơn so với các cổ phiếu lớn cùng ngành của nước ngoài như cổ phiếu WEAS¹ (công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất trong ngành công nghệ Singapore) với PE 11,6 lần, hoặc cổ phiếu 0000632 (của công ty ZTE², một trong những công ty lớn nhất trong ngành công nghệ của Trung Quốc) với PE 27,2 lần.

Với tỷ lệ tăng trưởng EPS điều chỉnh 4% và giả định PE không đổi, giá cổ phiếu FPT tại thời điểm cuối năm 2009 sẽ dao động trong khoảng 65.000 đồng.

FPT	2006	2007	2008	2009E	2010E
Giá sổ sách điều chỉnh/CP	11,158	14,105	17,401	21,468	27,267
Giá đầu năm	n/a	182000	138000	52000	n/a
Giá cuối năm	182000	138000	52000	n/a	n/a
P/B	16.3x	9.8x	3.0x	2.4x	n/a
P/B thị trường	5.8x	4.6x	1.2x	n/a	n/a

Định giá cổ phiếu theo phương pháp P/B: Cổ phiếu FPT hiện đang được giao dịch với giá trị sổ sách 2008 2.6x và ước tính là 2.1x trong năm 2009. Tuy nhiên, mặc dù cao hơn so với thị trường nhưng chỉ số P/B của FPT so với thị trường vẫn ngang bằng với các chỉ số P/B quá khứ (cao hơn 50% so với thị trường do các tỷ suất lợi nhuận cao, vốn chủ sở hữu thấp và tỉ suất lợi nhuận trên vốn cao).

Mã CK	PE	PB	Giá CP/Doanh thu	Giá CP/LN từ h.động sau thuế	Giá CP/Lợi nhuận từ h.động	Giá CP/Lợi nhuận trước thuế
FPT	8.7x	3.0x	0.4x	5.2x	6.1x	5.7x
DHG	16.2x	2.9x	1.5x	16.2x	14.6x	14.4x
PVD	9.4x	4.1x	2.3x	8.1x	10.1x	10.0x
PPC	n/a	2.7x	2.4x	6.0x	n/a	n/a
VNM	11.6x	3.0x	1.8x	13.3x	11.0x	10.0x
VNIndex	10.0x	1.5x	0.7x	n/a	n/a	n/a
SRB	31.6x	0.4x	3.2x	n/a	52.7x	52.7x
SAM	n/a	0.5x	0.9x	n/a	n/a	n/a
WEAS ^(*)	11.6x	1.1x	0.4x	n/a	5.4x	5.6x
000063 ^(**)	27.2x	3.2x	1.0x	n/a	36.3x	20.0x

^(*) WEAS: Công ty WBL, niêm yết tại SGD chứng khoán Singapore

^(**) 000063: Công ty ZTE, niêm yết tại SGD chứng khoán Thượng Hải

Nguồn: Reuters & Bp Phân tích TVS

Các phương pháp định giá khác: Để minh chứng thêm cho quan điểm của chúng tôi rằng cổ phiếu FPT hiện đang được bán nhiều hơn mua, chúng tôi xem xét hệ số giá cổ phiếu với doanh thu và lợi nhuận hoạt động sau thuế (không tính các “chi phí khác” và “chi phí tài chính”), và sau đó so sánh các hệ số này với các hệ số tương tự của các cổ phiếu blue-chip và thuộc ngành nghề vào thời điểm này. Kết quả so sánh được trình bày trong bảng trên. Hệ số giá cổ phiếu trên doanh thu của FPT là 0.4x so với 1.8x của VNM, 2.3x của PVD, 2.4x của PPC, và 0.7x của VN-Index. Kết quả này cho thấy cổ phiếu FPT có nhiều ưu thế đáng kể. Tương tự, kết quả so

¹ WBL Corporation Limited là công ty cổ phần đầu tư hoạt động trong 4 mảng sau: Công nghệ, Ô tô, Bất động sản và Kỹ thuật xây dựng và Phân phối. Bộ phận công nghệ sản xuất và cung cấp các giải pháp liên kết điện tử. Bộ phận Ô tô phân phối xe chở khách và kinh doanh các phụ tùng xe hơi. Bộ phận Bất động sản tập trung vào các bất động sản thương mại và nhà ở. Bộ phận Kỹ thuật xây dựng và Phân phối thiết kế và chế tạo các thiết bị quy trình, phân phối và lắp đặt viễn thông.

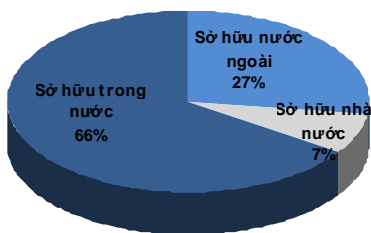
² ZTE Corporation (ZTE) chủ yếu thiết kế, phát triển, sản xuất, phân phối và lắp đặt các hệ thống và thiết bị viễn thông, bao gồm hệ thống thông tin không dây, thiết bị truy cập và chuyển đổi có dây, thiết bị truyền dữ liệu và quang học, điện thoại di động, và các dịch vụ và hệ thống phần mềm viễn thông.

sánh giá cổ phiếu với lợi nhuận hoạt động sau thuế (nhưng không tính chi phí tài chính và các chi phí khác) cho thấy hệ số giá cổ phiếu trên lợi nhuận sau thuế 5,2x của FPT chỉ bằng một phần ba so với VNM, DHG và gần bằng PPC, công ty có tốc độ tăng trưởng chậm.

Diễn biến giá cổ phiếu và tính thanh khoản trong thời gian gần đây

Với giá trị vốn hóa thị trường xấp xỉ 420 triệu USD, FPT chiếm 4,3% tổng giá trị vốn hóa trên sàn HOSE. FPT là một trong những cổ phiếu được giao dịch sôi động nhất với giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 1,2 triệu USD kể từ đầu năm 2009, chiếm khoảng 7% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường trong một ngày. Trong cùng một thời gian, cổ phiếu FPT cũng có diễn biến tốt hơn VN-Index.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cơ cấu cổ đông

Nhà nước sở hữu 7,2% cổ phần FPT trong khi NĐT nước ngoài nắm giữ 28,4% cổ phần. NĐT trong nước, bao gồm cả ban quản trị và cán bộ công nhân viên FPT nắm giữ đa số cổ phần với tỷ lệ sở hữu lên đến 64,4%.

RỦI RO

Ảnh hưởng của việc gia nhập WTO

Việt Nam gia nhập WTO vào đầu năm 2007. Các công ty nước ngoài với nguồn lực dồi dào, nhiều kinh nghiệm và thương hiệu nổi tiếng hiện đang tham gia vào hoạt động phân phối sản phẩm công nghệ thông tin tại Việt Nam. Ngoài ra, để thực hiện đúng các cam kết với WTO, một số hoạt động kinh doanh của FPT sẽ không còn được miễn thuế. Mặc dù thuế nhập khẩu điện thoại di động đã tăng từ 5% lên 8% kể từ giữa năm 2008 nhưng chúng tôi tin rằng sự tăng thuế này chỉ mang tính tạm thời nhằm giảm bớt tình trạng nhập siêu.

Rủi ro từ thị trường xuất khẩu không ổn định

Nguồn doanh thu chính của Công ty Phần mềm FPT là từ nước ngoài. Tình hình kinh tế bất ổn trên toàn cầu trong thời gian gần đây đã làm thay đổi đáng kể sức cầu trên thị trường. Do các khách hàng giảm chi tiêu về IT nên các doanh nghiệp IT buộc phải cắt giảm chi phí.

Rủi ro tiền tệ

Công ty phân phối FPT mua sản phẩm từ nước ngoài để bán lại ra thị trường trong nước. Sự tăng giá của ngoại tệ so với đồng Việt Nam sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến chi phí sản phẩm mặc dù phần nào của chi phí sản phẩm được bù trừ từ doanh thu xuất khẩu.

Rủi ro từ thiếu hụt lao động

Nhiều chuyên viên trẻ, thạo nghề đang bỏ ngành có mức lương còn khá khiêm tốn này do lo lắng sẽ gặp khó khăn khi tìm việc trong tương lai. Chi phí đào tạo nhân viên và việc tăng lương sẽ ảnh hưởng không tốt đến các tỷ suất lợi nhuận của công ty.

Tóm tắt Các công ty con và Các liên doanh của FPT

Liên quan đến IT và Viễn thông

FPT Bán lẻ. (FPT sở hữu 100%, doanh thu 6,4 triệu USD) FPT Bán lẻ là đơn vị bán lẻ của FPT chuyên bán các sản phẩm điện thoại di động và IT. Các kết quả kinh doanh năm 2007-2008 tính riêng theo từng đơn vị, nhưng trong năm 2009 FPT sẽ báo cáo doanh thu và lợi nhuận trên cơ sở hợp nhất với FPT Phân phối..

FPT Dịch vụ bảo trì. (FPT sở hữu 100%, doanh thu 2,8 triệu USD) Cung cấp các dịch vụ sau bán hàng cho các khách hàng FPT..

FPT Truyền thông. (FPT sở hữu 100%, doanh thu 6,1 triệu USD) Công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất chương trình truyền hình, cung cấp các dịch vụ giá trị gia tăng trên truyền hình.

FPT Quảng cáo. (FPT sở hữu 60%). Tập trung vào giới trẻ với các dịch vụ trực tuyến.

FPT Dịch vụ trực tuyến. (FPT sở hữu 23%). Công ty cung cấp các dịch vụ nội dung cho người sử dụng truy cập các nguồn như phim, nhạc, trò chơi, thông tin.

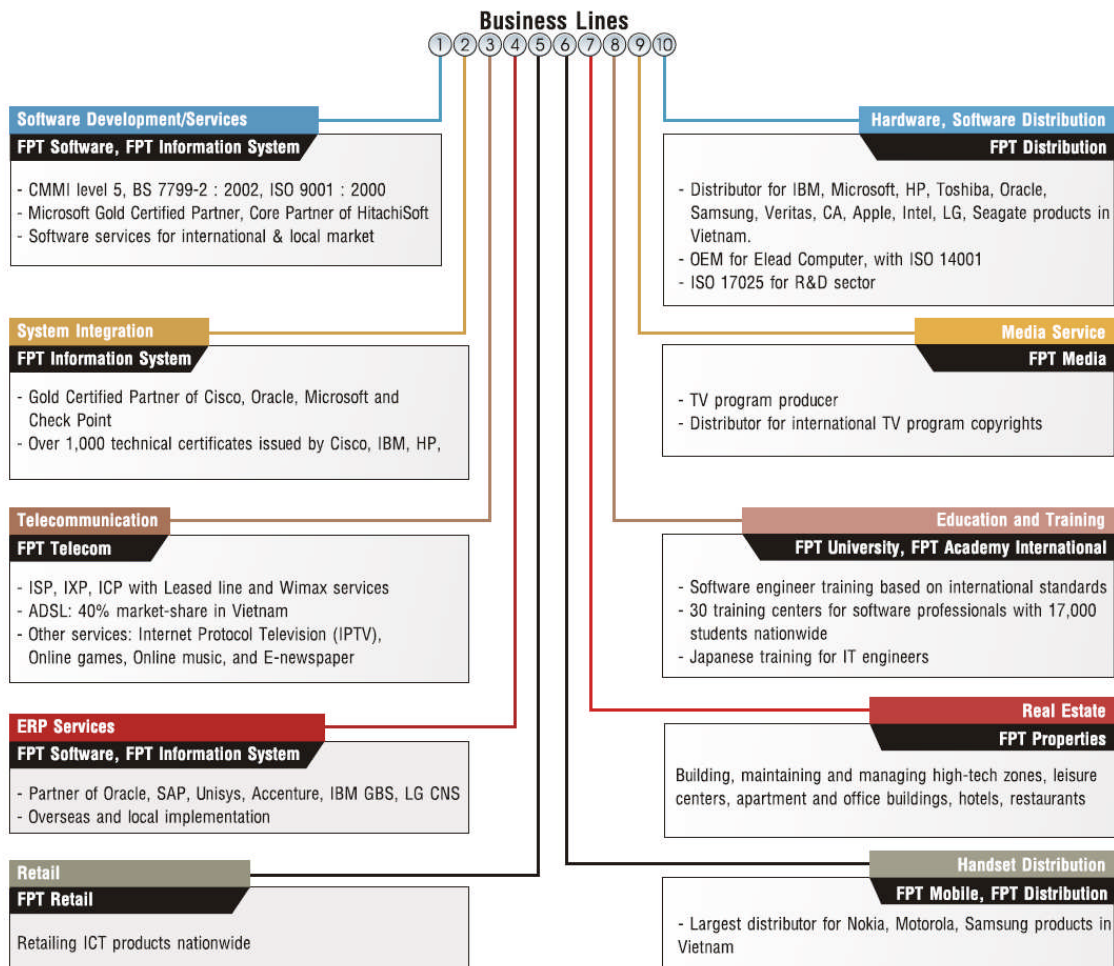
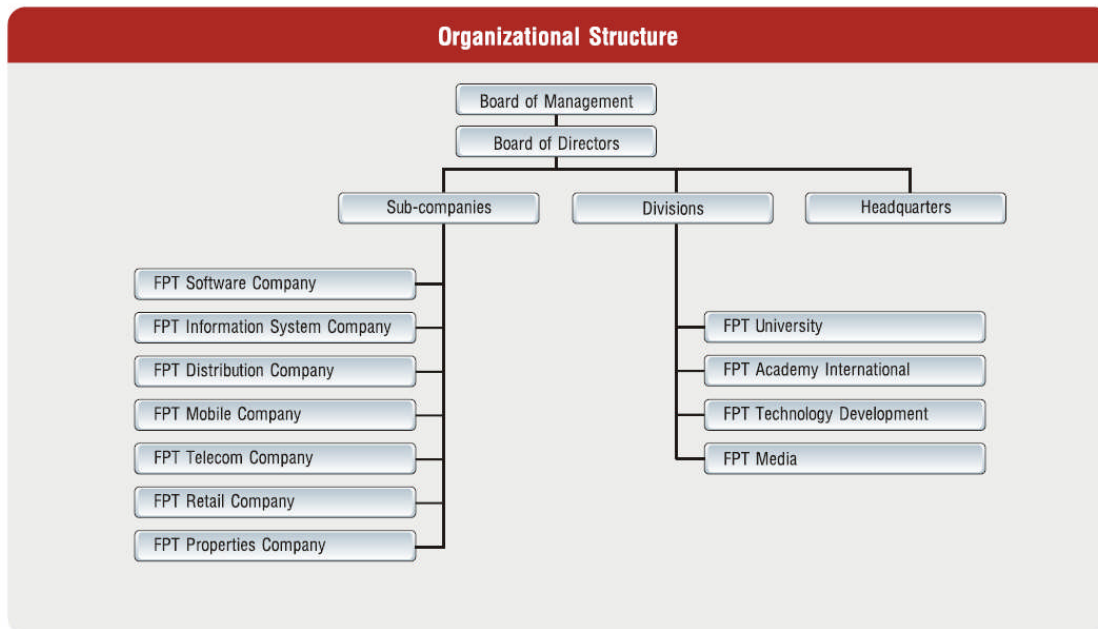
Bất động sản và Tài chính

FPT Bất động sản. (FPT sở hữu 100% doanh thu 12 triệu USD) Bộ phận này được thành lập để phát triển các khu phát triển phần mềm ở Việt Nam như khu công nghệ cao Hoà Lạc ở Hà Nội, và các cơ sở của FPT ở Hà Nội, Tp. Hồ Chí Minh, và Đà Nẵng.

FPT Quản lý đầu tư. (FPT sở hữu 33%) Thành lập bằng hình thức liên danh với SBI Holdings, Inc. – một công ty tài chính hàng đầu của Nhật – chuyên đầu tư vào các công ty liên quan đến mạng internet.

FPT Chứng khoán (FPT sở hữu 25%) Môi giới chứng khoán.

FPT Ngân hàng. (FPT sở hữu 15%) thành lập một ngân hàng mới, Ngân hàng Tiên Phong cùng với [VMS](#) [Mobifone](#) và [Tổng công ty tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam](#) (Vinare).



BỘ PHẬN KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC TVS

Thông tin liên lạc:

Bộ phận phục vụ khách hàng tổ chức	Chức vụ	Thông tin liên lạc
Christian Leitzinger	Giám đốc phụ trách khối khách hàng tổ chức	M: + 84 0902 250 393 Email: chris@tvs.vn
Ian Nguyễn	Chuyên viên tư vấn cao cấp	M: +84 093 416 4716 Email: ian@tvs.vn
Trương Lê Minh	Chuyên viên giao dịch	M: + 84 0982 707 742 Email: minhtl@tvs.vn
Tat Sun Ho	Chuyên viên phân tích	M: + 84 0979 995 720 Email: tat@tvs.vn
Lisa Nguyễn	Chuyên viên phân tích	M: + 84 983 001 682 Email: lentp@tvs.vn

Bộ phận nghiên cứu và phân tích	Chức vụ	Thông tin liên lạc
Nguyễn Thanh Thảo	Trưởng bộ phận	M: + 84 903308310 Email: thaont@tvs.vn
Nguyễn Duy Quang	Chuyên viên phân tích cao cấp	M: + 84 908452046 Email: quangnd@tvs.vn
Nguyễn Trọng Khiêm	Chuyên viên phân tích	M: + 84 904821889 Email: khiemnt@tvs.vn
Trần Thị Hồng Nhung	Chuyên viên phân tích	M: + 84 983601070 Email: nhungth@tvs.vn
Trần Hữu Chung Tú	Chuyên viên phân tích	M: + 84 949886886 Email: tuthc@tvs.vn
Nguyễn Trương Hồng Lĩnh	Biên tập/biên dịch viên	M: + 84 908147760 Email: linhnth@tvs.vn

Hà Nội:

Lầu 10, Tòa nhà Tung Shing, 2 Ngõ Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84) (4) 3926 4116 – Fax: (84) (4) 2220 3227

535 Kim Mã, Q. Ba Đình, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84) (4) 2220 3228 – Fax: (84) (4) 2220 3227

Tp. Hồ Chí Minh:

Lầu 9, Tòa nhà Vitek, 63 Võ Văn Tần, Q. 3, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84) (8) 62299 2099 – Fax: (84) (8) 6299 2088
