

Việt Nam: Ngành Công Nghệ
29 Sep 2023
FPT
MUA
Giá mục tiêu tăng/giảm +29.8%
Đóng cửa 29/09/2023

Giá 93.000 đồng

Giá mục tiêu 12T 120.740 đồng

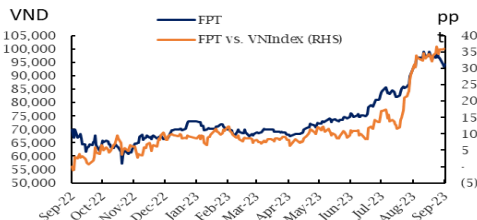
Tiêu điểm

- ▶ **Năng lực chinh phục các thị trường mới được chứng minh.**
- ▶ **Lợi thế cạnh tranh về chi phí là điểm nhấn.**
- ▶ **Giáo dục là mảng tăng trưởng nhanh nhất của FPT.**
- ▶ **Cổ phiếu đã tăng +35% YTD và có thể điều chỉnh trong ngắn hạn.**

Quan điểm

- ▶ **Mảng dịch vụ CNTT sẽ tiếp tục phát triển trên toàn cầu nhờ lợi thế về chi phí.**
- ▶ **Nhưng mảng giáo dục đặc biệt hấp dẫn nhờ tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ và biên lợi nhuận gộp cao.**
- ▶ **Chúng tôi dự báo ROE của FPT sẽ đạt mức trên 20% trong dài hạn**
- ▶ **Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 120.740 đồng/ cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời 31,9%.**

Tổng quan doanh nghiệp: FPT cung cấp đa dạng các dịch vụ giá trị gia tăng về Công nghệ (chiếm 58% doanh thu), Viễn thông (33%) và Giáo dục (9%). FPT hiện đang là nhà cung cấp dịch vụ CNTT hàng đầu Việt Nam, với doanh thu trên thị trường quốc tế đạt 1 tỷ USD trong năm 2022. Ngoài ra, FPT còn là công ty dịch vụ viễn thông lớn thứ ba của Việt Nam và nằm trong số ít các công ty đã xây dựng các cơ sở giáo dục để đào tạo nguồn nhân lực trình độ cao.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	4.828
GTGD BQ 6T (triệu USD)	7,04
SLCP đang lưu hành (triệu USD)	1.270
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	64,2
Sở hữu nước ngoài (%)	49
Cổ đông lớn (%)	35,7
Tài sản/VCSH (x)	2,0
P/E 2024E (x)	15,3
P/B 2024E (x)	3,4
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	0

Tình hình tài chính (Tỷ đồng)

Năm tài chính	2022A	2023E	2024E	2025E
Doanh thu	44.010	53.609	66.726	84.764
LNHD	6.795	9.952	12.035	15.049
LN ròng	5.310	6.488	8.470	11.050
EPS (đồng)	3.818	4.657	6.080	7.930
Thay đổi EPS (%)	22,9	22,0	30,5	30,4
P/E (x)	24,4	20,0	15,3	11,7
ROE (%)	22,7	23,9	26,8	28,9
Tỷ suất cổ tức (%)	2,2	2,2	2,2	2,2
DPS (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

Binh.truong@yuanta.com.vn
<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

TẬP ĐOÀN FPT (FPT)

Câu chuyện tăng trưởng trong nhiều năm

Năng lực chinh phục các thị trường mới đã được chứng minh. Doanh thu tại Nhật Bản tăng trưởng với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 12,5% trong giai đoạn 2017-2022, chiếm 17% tổng doanh thu năm 2022. FPT cũng đã mở rộng trên thị trường Mỹ, đạt mức tăng trưởng doanh thu +50% YoY, chiếm 13% tổng doanh thu trong năm 2022.

Lợi thế về chi phí của FPT là điểm nhấn chính. Giá vốn hàng bán (COGS) trên mỗi nhân viên của FPT là 25 nghìn USD, thấp hơn đáng kể so với mức trung vị ngành là 32 nghìn USD. Tỷ lệ doanh thu và COGS trên mỗi nhân viên tương đối thấp của công ty chứng tỏ đây là nhà cung cấp dịch vụ CNTT có chi phí thấp.

Giáo dục là động lực tăng lợi nhuận trong thời gian tới, đây một mảng kinh doanh đang phát triển nhanh và có biên lợi nhuận cao. Số lượng sinh viên hệ chính quy đã đạt 100 nghìn sinh viên, tăng gấp 5 lần chỉ sau 5 năm. FPT đã tăng cường đầu tư vào việc xây dựng và mở rộng các cơ sở giáo dục, LNTT mảng giáo dục sẽ tăng với tốc độ CAGR 45,6% trong 5 năm tới, chiếm 42% tổng doanh thu vào năm 2027.

Yuanta vs các bên. Dự báo PATMI của chúng tôi cao hơn các bên là 9,8% cho năm 2024E và 16,0% cho năm 2025E, có thể là do quan điểm tích cực của chúng tôi về tăng trưởng đối với mảng kinh doanh giáo dục có biên lợi nhuận cao. Ước tính định giá hợp lý của chúng tôi cao hơn 29% so với giá mục tiêu trung vị (nguồn: Bloomberg).

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 120.740 đồng/ cổ phiếu thông qua kết hợp mô hình định giá FCF (50%) và so sánh P/E (50%). FPT đã duy trì mức ROE trên 20% trong bốn năm qua, một phần do hiệu quả sử dụng tài sản cao, kết hợp dòng tiền hoạt động mạnh và vị thế tiền mặt ròng. Chúng tôi dự báo ROE 2023E của FPT sẽ đạt 23,5%, cao hơn đáng kể so với mức trung vị ngành trong khu vực là 18,7%.

Trong ngắn hạn, thời điểm là tất cả. Cổ phiếu đã tăng +35% YTD ngay cả sau khi điều chỉnh ~7% trong ba tuần qua. Tất nhiên, đợt điều chỉnh hiện tại có thể tiếp tục diễn ra trong những ngày tới và nếu vậy, chúng tôi sẽ xem đây là cơ hội tuyệt vời để các nhà đầu tư mua vào dựa trên câu chuyện tăng trưởng kéo dài trong nhiều năm đối với mảng dịch vụ CNTT (cho thị trường nước ngoài) và giáo dục (cho thị trường Việt Nam). Nói một cách đơn giản, là một trong những cổ phiếu hấp dẫn nhất của Việt Nam.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Mục lục

FPT: Câu chuyện tăng trưởng trong nhiều năm	3
Giáo dục: Động lực tăng trưởng lợi nhuận tiếp theo	6
Mảng công nghệ vẫn là động lực tăng trưởng cốt lõi	9
Mảng kinh doanh viễn thông	12
Tổng quan ngành: Còn nhiều dư địa để phát triển	15
Phân tích tài chính: Tình hình tài chính vững chắc	19
Định giá và rủi ro	21
Appendix A Important Disclosures	25
Ratings Definitions	25
Global Disclaimer	25

FPT: Câu chuyện tăng trưởng trong nhiều năm

FPT là nhà xuất khẩu dịch vụ CNTT số một Việt Nam với doanh thu xuất khẩu hàng năm trên 1 tỷ USD.

Công nghệ & giáo dục. FPT là công ty dịch vụ công nghệ hàng đầu của Việt Nam đồng thời cũng cung cấp dịch vụ giáo dục chất lượng cao (và sinh lợi tốt). Hoạt động kinh doanh chính của FPT bao gồm công nghệ (phần mềm), viễn thông và giáo dục. FPT là nhà xuất khẩu dịch vụ CNTT số một Việt Nam, với kim ngạch xuất khẩu năm 2022 đạt 1 tỷ USD, chiếm 45% tổng kim ngạch xuất khẩu dịch vụ CNTT của cả nước. Với vị thế thống lĩnh này, FPT đã chứng tỏ năng lực trong việc nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng trên toàn cầu về dịch vụ CNTT thuê ngoài (outsourcing).

Khả năng đã được chứng minh trong việc chinh phục các thị trường mới bằng cách khai thác các khách hàng lớn. FPT đã thành công trong việc khai thác thị trường Mỹ với mức tăng trưởng doanh thu 50% YoY trong năm 2022, chiếm 13% tổng doanh thu. Ở thời điểm hiện tại, Nhật Bản vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của FPT. Ngoài ra, FPT đã chuyển đổi chiến lược để tập trung vào các khách hàng lớn, điều này sẽ giúp FPT tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao trong tương lai. Cụ thể, giá trị hợp đồng lớn (tức cao hơn 5 triệu USD mỗi hợp đồng) chiếm 7% tổng doanh thu hợp đồng đã ký trong 6T2023, tăng từ mức 5% trong năm 2022E.

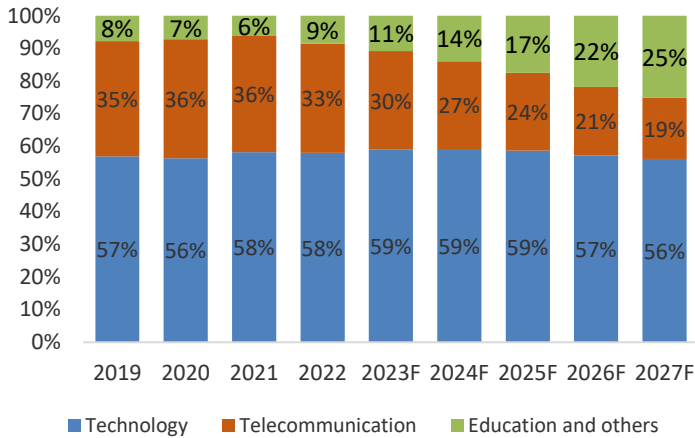
Lợi thế chi phí thấp giúp FPT giành được các hợp đồng trên toàn cầu. Doanh thu trên mỗi nhân viên của FPT đạt 40.952 USD trong năm 2022, thấp hơn nhiều so với mức trung vị 55.702 USD của các công ty niêm yết tương tự cùng ngành trong cùng kỳ. Ngoài ra, giá vốn hàng bán (COGS) trên mỗi nhân viên của FPT chỉ 24.977 USD, thấp hơn nhiều so với mức trung vị ngành là 32.270 USD trong cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng doanh thu/COGS tương đối thấp trên mỗi nhân viên cho thấy FPT là một nhà cung cấp có chi phí thấp. Theo quan điểm của chúng tôi, sự dẫn đầu về chi phí này là một lợi thế cạnh tranh quan trọng.

Giáo dục là động lực tăng trưởng tiếp theo. FPT được nhiều nhà đầu tư xem là cổ phiếu công nghệ hàng đầu của Việt Nam, nhưng giáo dục – chứ không phải dịch vụ CNTT – mới là mảng kinh doanh đang tăng trưởng nhanh nhất. Doanh thu mảng giáo dục tăng ~53% YoY và LNTT tăng ~63% YoY trong năm 2022.

Như vậy, giáo dục chiếm 11% doanh thu năm 2022, tạo ra biên lợi nhuận trước thuế hấp dẫn là 32%. Trong năm 2023, FPT đã phân bổ 29% tổng vốn đầu tư năm 2023 cho giáo dục, tương đương 1,7 nghìn tỷ đồng và tăng +113% YoY. Với cam kết rõ ràng về đầu tư vào giáo dục, chúng tôi kỳ vọng phân khúc này sẽ đạt CAGR đối với doanh thu là 43,0% trong giai đoạn 2022-2027 và chúng tôi dự báo phân khúc này sẽ chiếm 25% doanh thu hợp nhất trong năm 2027.

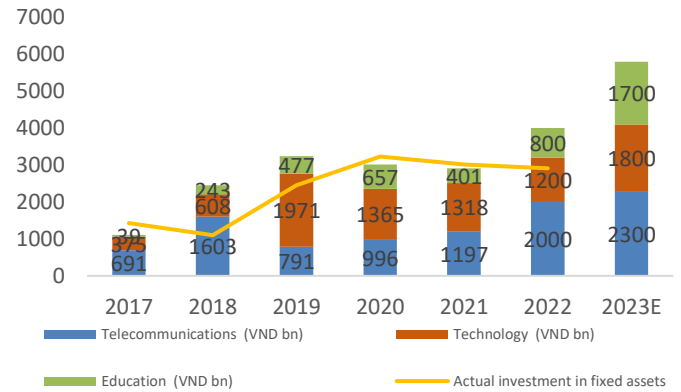
Đầu tư tích cực để thúc đẩy tăng trưởng. Chúng tôi dự báo CAPEX của FPT sẽ đạt 8,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2027, tương đương sẽ tăng với CAGR 22,4% trong 5 năm tới. Kế hoạch đầu tư năm 2023 của FPT tương ứng với mức tăng trưởng +80% YoY với trọng tâm là giáo dục, điều này sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận ròng của công ty trong thời gian tới. Nói cách khác, FPT đã phân bổ 29% ngân sách đầu tư năm 2023 cho giáo dục, tương đương 1,7 nghìn tỷ đồng và tăng +113% YoY.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu: Giáo dục ngày càng đóng góp nhiều hơn



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 2: Đầu tư vào giáo dục tăng mạnh



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành bán lẻ thông qua công ty liên kết FRT? FPT được hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành bán lẻ Việt Nam nhờ sở hữu 46% cổ phần của công ty liên kết FPT Retail ([FRT](#), MUA). Công ty này hiện đang vận hành 2 chuỗi bán lẻ điện tử (đóng góp 69% tổng doanh thu năm 2022) và một chuỗi bán lẻ dược phẩm (chỉ đóng góp 31% doanh thu năm 2022 nhưng lại là động lực tăng trưởng trong tương lai).

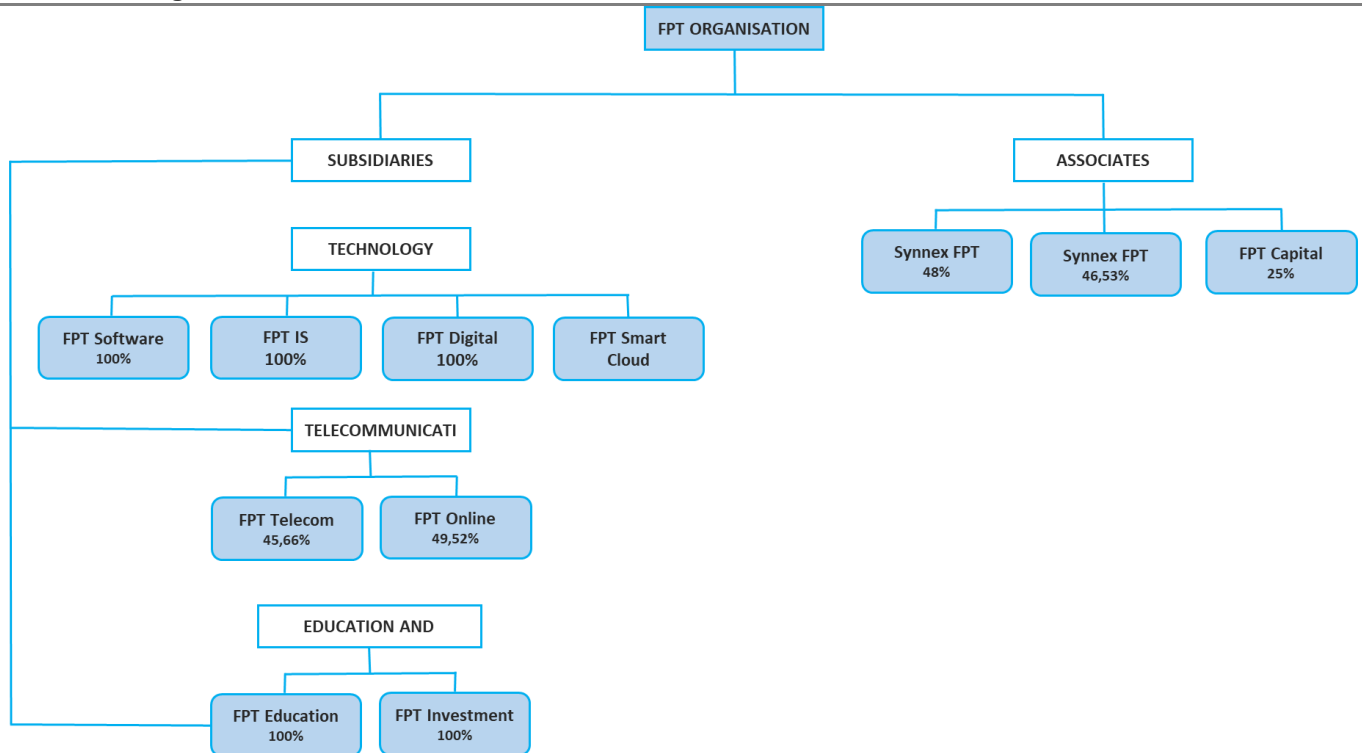
Chúng tôi đã phát hành [báo cáo lần đầu](#) của FRT với khuyến nghị MUA. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của FRT sẽ cải thiện vào năm 2024E với dự báo PATMI tăng +253% YoY, động lực chủ yếu đến từ sự phục hồi của nền kinh tế và sự tăng trưởng vượt trội của chuỗi bán lẻ dược phẩm Long Châu - vốn đang là chuỗi bán lẻ dược phẩm số 1 tại Việt Nam.

Các công ty liên kết khác? Ngoài ra, FPT còn sở hữu 48% cổ phần của nhà phân phối điện tử Synnex FPT, một liên doanh với nhà cung cấp dịch vụ logistics/phân phối Đài Loan Synnex Technology (2347 TT, [NĂM GIỮ - Kém khả quan](#), Chuyên viên phân tích Calvin Wei).

FPT cũng nắm giữ 25% cổ phần của công ty quản lý tài sản FPT Capital, một khoản đầu tư 211 tỷ đồng không có ý nghĩa về mặt định giá đối với tập đoàn, nhưng vẫn cho thấy khả năng tiếp cận một ngành kinh doanh thú vị, dự kiến sẽ phát triển nhanh chóng trong những năm tới.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của nhóm các công ty liên kết sẽ giảm -5,6% YoY trong năm 2023E, chủ yếu do sự suy giảm trong mảng bán lẻ điện tử của FRT, và sau đó sẽ phục hồi tăng +37,8% YoY vào năm 2024E.

Biểu đồ 3: Organizational chart



Source: FPT

Quan điểm về cổ phiếu - Định giá vẫn hấp dẫn, dựa trên những yếu tố cơ bản vượt trội.

FPT đã ghi nhận mức tăng trưởng PATMI liên tục trên 20% trong hai năm qua bất chấp những biến động kinh tế toàn cầu và nhiều sự kiện tiêu cực trong nước. ROE cũng duy trì ở mức trên 20% trong giai đoạn 2019-2022 nhờ lượng tiền mặt ròng dồi dào và đòn bẩy giảm.

Chúng tôi dự báo ROE năm 2023E là 23,5%, cao hơn đáng kể so với mức trung vị ngành trong khu vực là 20,9%. FPT đang giao dịch ở mức PE 2024E là 16,4x, thấp hơn nhiều so với mức trung vị ngành trong khu vực là 19,6x.

Giá cổ phiếu FPT đã tăng 35% YTD, vượt VNIndex 21%. Chúng tôi cho rằng kết quả vượt trội này là hợp lý dựa trên nền tảng cơ bản vững chắc của công ty.

Tuy nhiên, FPT hiện đang giao dịch ở mức +2 lần độ lệch chuẩn so với PE trung bình lịch sử, điều này cho thấy rủi ro ngắn hạn là giá cổ phiếu có thể đã quá nóng. Chúng tôi xem một đợt điều chỉnh lành mạnh là cơ hội tuyệt vời để mua vào.

Biểu đồ 4: P/E dự phóng 12 tháng lịch sử



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: P/B 12 tháng lịch sử



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Giáo dục: Động lực tăng trưởng lợi nhuận tiếp theo

Giáo dục là mảng kinh doanh quan trọng của FPT. Mảng kinh doanh này không chỉ mang lại biên lợi nhuận cao nhất trong các phân khúc mà còn hỗ trợ cho các ngành kinh doanh khác của công ty bằng cách đào tạo nhân lực chất lượng cao – nguồn lực chủ chốt của FPT, cả hiện tại và tương lai.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu giáo dục sẽ đạt 28,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2027, tương đương CAGR 43,0% trong giai đoạn 2022-2027

Được hỗ trợ bởi sự đầu tư tích cực và nhu cầu mạnh mẽ, chúng tôi kỳ vọng doanh thu giáo dục sẽ đạt 28,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2027, tương đương với CAGR 43,0% trong giai đoạn 2022-2027. Ngoài ra, chúng tôi dự báo CAGR LNTT của mảng kinh doanh này sẽ đạt 45,6% trong giai đoạn 2022-2027. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LNTT của mảng này sẽ đạt 9.863 tỷ đồng vào năm 2027, tương ứng 40% tổng LNTT của FPT.

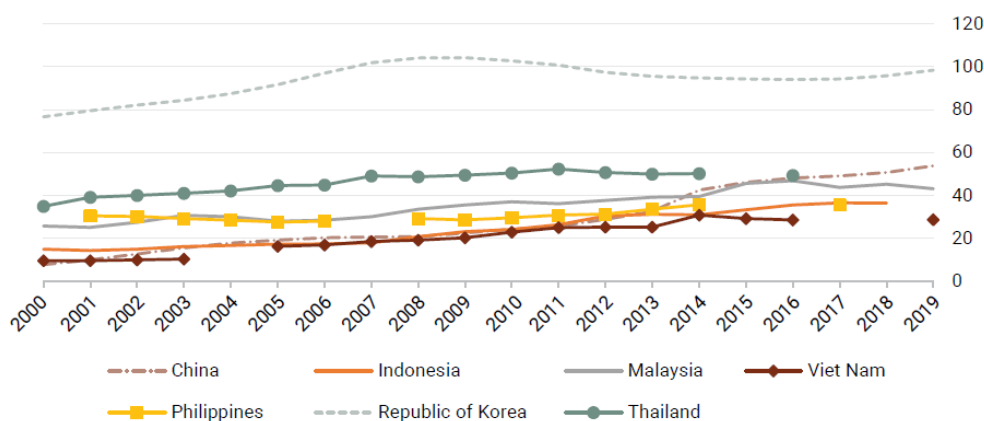
Mảng kinh doanh tăng trưởng mạnh. Giáo dục là mảng kinh doanh tăng trưởng nhanh nhất của FPT. Số lượng sinh viên toàn thời gian của trường đã đạt 100.000 sau khi tăng gấp 5 lần trong 5 năm qua. Phân khúc này đạt mức tăng trưởng doanh thu ~42% YoY trong 6T2023. FPT Education cũng đạt biên lợi nhuận trước thuế ~36% trong 6T2023, đây là biên lợi nhuận cao nhất trong các mảng kinh doanh của FPT.

Nhu cầu cải thiện chất lượng giáo dục đại học là rất cấp thiết. Chúng tôi tin rằng ngành giáo dục nói chung có rất nhiều dư địa để phát triển trong những năm tới. Dân số Việt Nam 100 triệu người bao gồm 20 triệu người trong độ tuổi từ 6-17 và 10 triệu trẻ em dưới 6 tuổi. Nhưng trong khi Việt Nam vượt trội về giáo dục tiểu học và trung học, kết quả của giáo dục đại học (về số học sinh tốt nghiệp có kỹ năng làm việc thực tế) lại không mấy ấn tượng.

Ngân hàng Thế giới (2022) đã báo cáo rằng tính đến năm 2019, chỉ có 1,9% dân số được theo học đại học (1,67 triệu người), thấp hơn nhiều so với Malaysia (4,0%) và Hàn Quốc (3,8%). Tương tự, tỷ lệ nhập học chung của Việt Nam (gross enrolment rate) đối với giáo dục đại học chỉ là 28,6% trong năm 2019, thấp hơn nhiều so với Hàn Quốc (>98%), Trung Quốc (>53%) và Malaysia (43%). Báo cáo của Ngân hàng Thế giới kết luận rằng Việt Nam cần tăng cường đầu tư vào giáo dục đại học để trở thành một nền kinh tế dựa trên tri thức.

Biểu đồ 6: Tổng tỷ lệ nhập học

Figure 2.2. Tertiary Education GER in Vietnam and Selected Countries, 2000–19
percent



Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Nhu cầu về giáo dục chất lượng cao. Đối với tầng lớp trung lưu mới nổi, nhu cầu về giáo dục chất lượng cao là rất lớn. Việt Nam xếp ở vị trí thứ ba từ dưới lên trên tổng số 140 quốc gia trong bảng xếp hạng về năng lực cạnh tranh toàn cầu năm 2018 của Diễn đàn kinh tế thế giới về mức độ phù hợp đối với kỹ năng của sinh viên tốt nghiệp đại học theo báo cáo của các nhà tuyển dụng.

Báo cáo của Ngân hàng Thế giới có tiêu đề “Giáo dục để phát triển vào năm 2022” (Educate to grow in 2022) chỉ ra rằng việc cải thiện chất lượng và tính phù hợp của phương pháp giảng dạy trong các cơ sở giáo dục đại học còn chậm và Việt Nam cần khẩn trương cải cách hệ

thống giáo dục đại học để nâng cao chất lượng, tăng tính phù hợp, và cần tạo điều kiện cho nhiều người có thể theo học đại học.

FPT đang ở vị thế tuyệt vời để cung cấp nền giáo dục phù hợp cho lực lượng lao động công nghệ cao trong tương lai

FPT đang ở vị thế tuyệt vời để cung cấp dịch vụ giáo dục phù hợp cho lực lượng lao động công nghệ cao trong tương lai. Thế mạnh về công nghệ của FPT giúp công ty có vị thế lý tưởng để cung cấp các dịch vụ giáo dục theo nhu cầu. Và nhu cầu về nguồn nhân lực (cũng như lợi nhuận từ học phí) tạo ra động lực cho FPT làm điều đó. Do đó, FPT tiếp tục mở rộng hệ sinh thái giáo dục đa dạng bao gồm mọi cấp độ với nhiều ngành học khác nhau và tăng cường sự hiện diện trên khắp các tỉnh thành trên toàn quốc.

Đáng chú ý, thông qua các cuộc thảo luận của chúng tôi với các chuyên gia tư vấn giáo dục tư nhân cho thấy các bộ kỹ năng của sinh viên FPT Education được xem là phù hợp và hấp dẫn đối với ngành dịch vụ công nghệ phụ thuộc vào nhân lực. Những sinh viên tốt nghiệp như vậy có khả năng tục được săn đón (bởi chính FPT và các công ty khác), do đó tạo điều kiện cho việc tăng số lượng tuyển sinh.

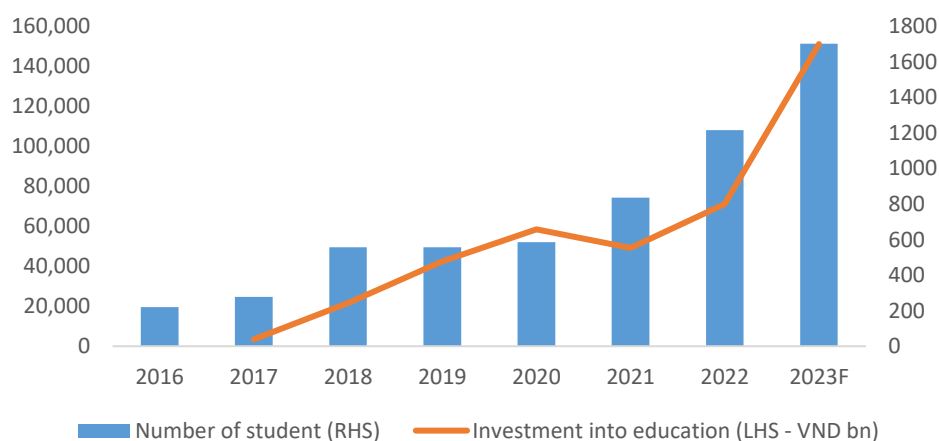
Ngược lại, cũng chính các nhà tư vấn này lại chỉ ra rằng một bất lợi chính đối với những sinh viên có thành tích vượt trội nằm ở yếu tố uy tín của tên trường, điều thường là lợi thế của các trường đại học quốc gia. Việc trúng tuyển vào những trường như vậy được coi là một thành tựu đặc biệt hơn, mặc dù kết quả thực tế thường không quá thuyết phục. Đây là một yếu tố văn hóa thú vị nhưng chúng tôi không cho rằng nó là điều bất thường trong khu vực (hoặc thế giới); cũng như chúng tôi không nghĩ rằng đây là một vấn đề lớn đối với FPT Education trong tương lai.

Đầu tư mạnh vào giáo dục để duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi tin rằng giáo dục là động lực tăng trưởng chính tiếp theo của FPT. Việc mở rộng mảng này được hỗ trợ bởi sự đầu tư mạnh mẽ của FPT vào giáo dục trong những năm gần đây.

FPT dành 29% ngân sách đầu tư năm 2023 cho mảng giáo dục, tương đương 1.700 tỷ đồng và tăng trưởng +113% YoY. Chi phí đầu tư của mảng này tương đương mức tăng trưởng kép CAGR +87,6% trong giai đoạn 2017-2023F. FPT mở 2 trường THPT mới trong năm 2022 và đặt mục tiêu mở thêm 7 trường THPT mới trên toàn quốc trong năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng số lượng sinh viên sẽ tăng với tốc độ CAGR +42% trong năm 2022-2027, tại thời điểm đó, chúng tôi dự đoán con số này sẽ đạt 615.000 sinh viên. Chúng tôi dự báo doanh thu giáo dục sẽ tăng +46,5% YoY trong năm 2023, đây là động lực chính cho mức tăng trưởng lợi nhuận dự kiến của chúng tôi do biên LNTT của mảng giáo dục là 35%, cao nhất trong các mảng kinh doanh của FPT.

Biểu đồ 7: CAGR của số lượng sinh viên là 33% trong giai đoạn 2016-2022



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Mở rộng quy mô đáng kể. Cụ thể, FPT Education có kế hoạch mở rộng quy mô các cơ sở giáo dục tại các khu vực như Hải Phòng, Bắc Ninh, Bắc Giang và Hà Nam để đào tạo nguồn nhân lực có trình độ cao, góp phần vào phát triển kinh tế xã hội địa phương và bảo đảm sự bền vững cho chính công ty trong tương lai.

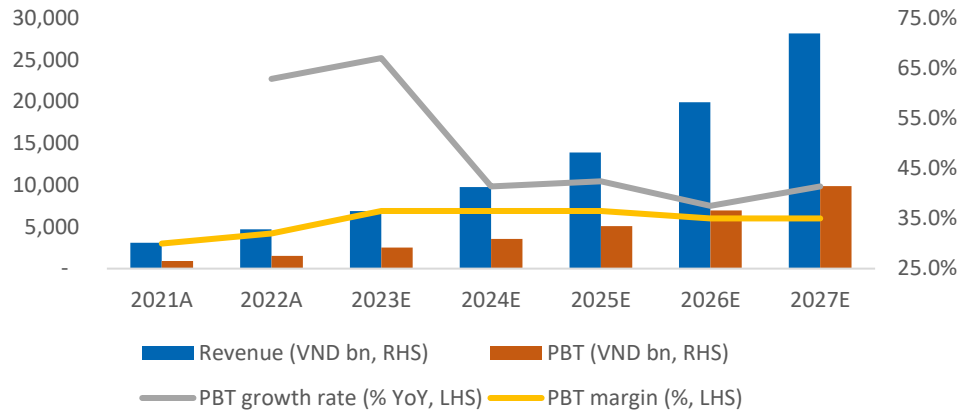
FPT đã gặp gỡ các lãnh đạo để mở rộng cơ sở giáo dục tại tỉnh Bình Dương, trung tâm FDI trọng điểm, với việc phát triển "Khu đô thị Giáo dục Công nghệ FPT". Như vậy, Bình Dương có khả năng trở thành trung tâm lớn nhất của FPT tại khu vực phía Nam.

Vào tháng 9, Đại học FPT đã thành lập Khoa Vi mạch và bán dẫn, với mục tiêu đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao và nghiên cứu về vi mạch, bán dẫn.

Với nhu cầu mạnh mẽ từ sinh viên và sự đầu tư linh hoạt của FPT, chúng tôi dự báo doanh thu giáo dục sẽ đạt 28,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2027, tương đương với CAGR +43,0% trong giai đoạn 2022-2027.

Ngoài ra, chúng tôi dự báo CAGR LNTT của mảng giáo dục là +45,6% trong giai đoạn 2022-2027. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LNTT của mảng này sẽ đạt 9.863 tỷ đồng vào năm 2027, chiếm 40% tổng LNTT của FPT.

Biểu đồ 8: Chúng tôi dự báo CAGR của doanh thu giáo dục là 35,4% trong giai đoạn 2022-2027E.



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Mảng công nghệ vẫn là động lực tăng trưởng cốt lõi

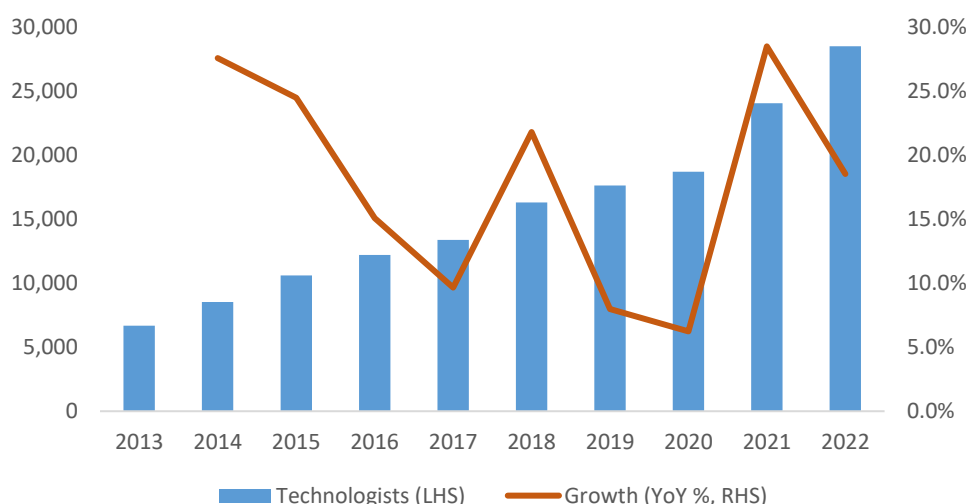
Công nghệ là mảng kinh doanh phát triển nhanh nhất, với sẽ tăng với CAGR của doanh thu là 17,4% trong năm 2019-2022.

Công nghệ chiếm 59% tổng doanh thu năm 2022 sau khi đạt mức tăng trưởng kép CAGR 17,4% trong giai đoạn 2019-2022. Khối lượng đơn hàng mới trong 7T2023 của mảng dịch vụ CNTT tại nước ngoài của công ty đạt 16.695 tỷ đồng, tăng +21,4% YoY.

Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sẽ duy trì ổn định trong tương lai và dự báo doanh thu mảng công nghệ sẽ đạt CAGR 24,5% trong giai đoạn 2022-2027. Quan điểm tích cực của chúng tôi được hỗ trợ bởi 1) khả năng cạnh tranh về chi phí của FPT; 2) mở rộng năng lực đối với mảng CNTT thông qua vốn đầu tư mạnh mẽ; và 3) chuyển đổi chiến lược sang khách hàng quy mô lớn.

Quy mô lớn của FPT trong mảng dịch vụ CNTT được hỗ trợ bởi khoảng 28 nghìn kỹ sư công nghệ được tuyển dụng tính đến cuối năm 2022, tăng +19% YoY. Tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của số lượng kỹ thuật viên được tuyển dụng đạt 16,3% trong giai đoạn 2017-2022 và chiến lược nhân sự mạnh mẽ này đã củng cố sự tăng trưởng chung của ngành công nghệ.

Biểu đồ 9: Tăng trưởng được hỗ trợ bởi việc tuyển dụng tích cực các chuyên gia công nghệ



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

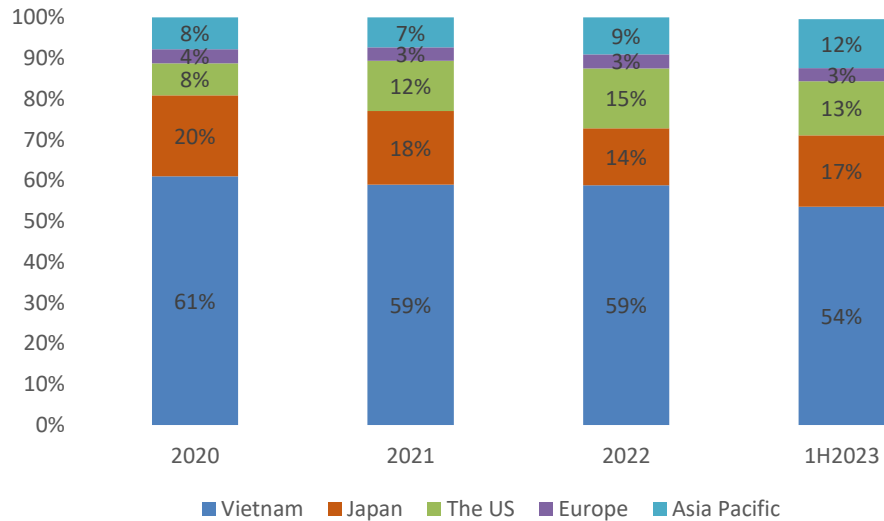
Xây dựng một nền tảng vững chắc trên toàn thế giới. Là một doanh nghiệp công nghệ toàn cầu, FPT có hệ thống 290 văn phòng và chi nhánh tại 29 quốc gia và vùng lãnh thổ trên toàn thế giới. Cơ sở hạ tầng công nghệ của công ty phủ khắp các tỉnh thành và trung tâm đô thị lớn của Việt Nam.

FPT đang thâm nhập các thị trường mới bằng cách mở thêm văn phòng tại Châu Mỹ Latinh, Bắc Mỹ, Trung Đông và Đông Âu với mục tiêu tăng khả năng cung cấp dịch vụ và tính sẵn sàng phục vụ khách hàng toàn cầu.

Khả năng chinh phục các thị trường mới đã được chứng minh. FPT đã chinh phục được thị trường Nhật Bản, hiện là thị trường xuất khẩu lớn nhất của FPT và chiếm 17% doanh thu trong 6T2023, như được trình bày trong biểu đồ dưới đây. FPT cũng thành công trong việc thâm nhập thị trường Mỹ giai đoạn 2021-2022, doanh thu tại Mỹ hiện tăng trưởng nhanh hơn Nhật Bản. Cụ thể, doanh thu từ Mỹ tăng 50% YoY, chiếm 15% tổng doanh thu trong năm 2022, trở thành thị trường nước ngoài lớn nhất trong năm ngoái. Tuy nhiên, trong 1H23, thị trường Mỹ đang chiếm 13% doanh thu, do thị trường Nhật Bản hồi phục mạnh mẽ.

FPT chứng tỏ khả năng thâm nhập các thị trường mới: Nhật Bản, Mỹ

Biểu đồ 10: Cơ cấu doanh thu theo khu vực



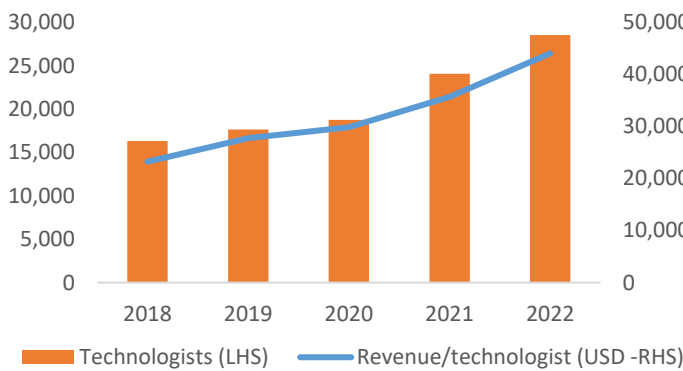
Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Lợi thế chi phí thấp của FPT được thể hiện qua doanh thu trên mỗi nhân viên và giá vốn hàng bán (COGS) tương đối thấp

Lợi thế chi phí là giá trị cốt lõi mà FPT mang lại cho khách hàng toàn cầu. Chúng tôi tin rằng lợi thế chi phí thấp của FPT được thể hiện qua doanh thu trên mỗi nhân viên và COGS tương đối thấp của FPT, điều này sẽ giúp FPT chiến thắng khi cạnh tranh.

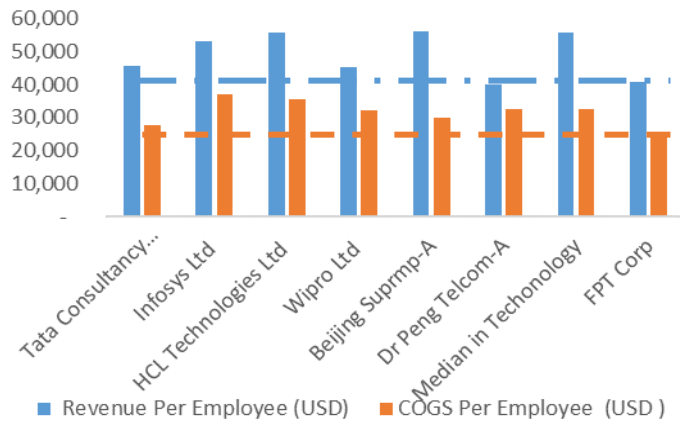
Cụ thể, doanh thu trên mỗi nhân viên của FPT đạt 40.952 USD trong năm 2022, thấp hơn nhiều so với mức trung vị của các công ty niêm yết cùng ngành là 55.702 USD. Ngoài ra, COGS trên mỗi nhân viên của FPT cũng thấp hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành, chỉ ở mức 24.977 USD, thấp hơn nhiều so với mức trung vị ngành là 32.270 USD.

Biểu đồ 11: Doanh thu trên mỗi nhân viên của FPT



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 12: Doanh thu trên mỗi nhân viên của FPT so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

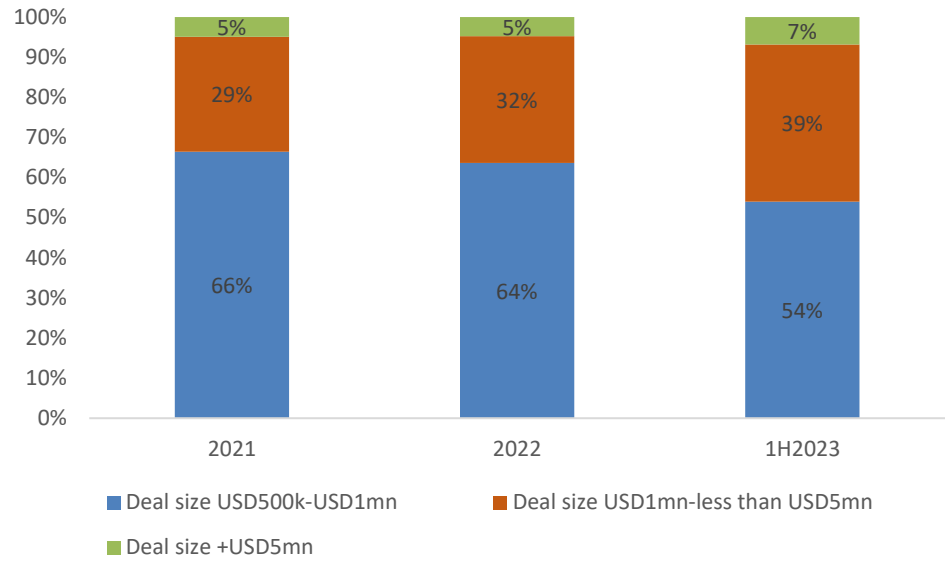
Sự chuyển đổi chiến lược của FPT tập trung vào các khách hàng lớn hơn sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn của công ty.

Năng lực công nghệ cao giúp FPT giành được các hợp đồng lớn hơn. Sự chuyển đổi chiến lược của FPT sang các khách hàng lớn hơn sẽ hỗ trợ tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của FPT. Các hợp đồng thuộc nhóm 1 triệu USD (tức có giá trị từ 1 triệu USD đến dưới 5 triệu USD) và các hợp đồng có giá trị trên 5 triệu USD ngày càng chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu của FPT.

Ví dụ: Các hợp đồng có giá trị lớn hơn 1 triệu USD hiện chiếm 39% tổng số khách hàng, tăng từ mức 32% trong năm 2022; Các hợp đồng có giá trị trên 5 triệu USD chiếm 7% tổng số khách hàng, tăng từ mức 5% trong năm 2022.

Chúng tôi tin rằng sự chuyển đổi này là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng công nghệ: Doanh thu CNTT 6T2023 tăng 25,1% YoY, cao hơn mức tăng 23,5% YoY trong 6T2022, dẫn đến CAGR là 17,4% trong giai đoạn 2019-2022.

Biểu đồ 13: Hợp đồng có giá trị trên +1 triệu USD và +5 triệu USD đang ngày càng chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

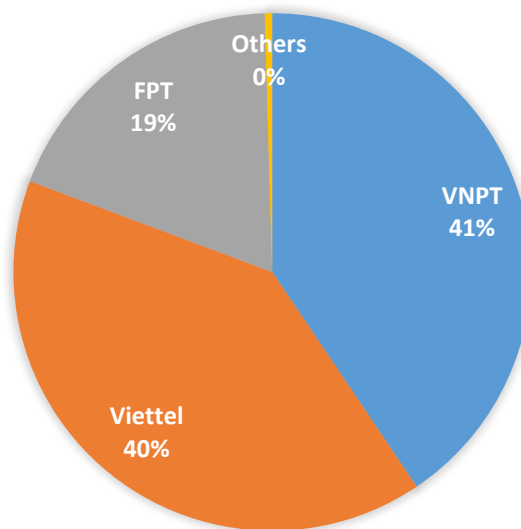
Mảng viễn thông: Duy trì tăng trưởng ổn định

FPT Telecom là công ty viễn thông lớn thứ ba tại Việt Nam, chỉ đứng sau hai ông lớn của nhà nước là Viettel và VNPT.

FPT Telecom là công ty viễn thông lớn thứ ba tại Việt Nam, chỉ đứng sau hai ông lớn của nhà nước là Viettel và VNPT. Mảng kinh doanh viễn thông bao gồm băng thông rộng cố định; dịch vụ truyền hình trả phí đang phát triển nhanh, trong đó FPT là một trong những nhà cung cấp hàng đầu, các sản phẩm nhà thông minh, hệ sinh thái truyền thông kỹ thuật số. Mảng kinh doanh viễn thông chiếm 33% tổng doanh thu năm 2022 của FPT, mang lại biên lợi nhuận trước thuế cao, 19%.

FPT telecom là nhà cung cấp dịch vụ Internet băng thông rộng cố định lớn thứ ba tại Việt Nam với 18,8% thị phần về số lượng hợp đồng, chỉ đứng sau VNPT (40,57%) và Viettel (40,14%) trong năm 2022. FPT Telecom xếp thứ ba trong số các nhà cung cấp trong nước về thị phần trung tâm dữ liệu, chỉ đứng sau VNPT IDC (8 trung tâm) và Viettel IDC (5 trung tâm). Ngoài ra, FPT được xếp hạng là công ty lớn thứ ba trên thị trường phát trực tuyến (streaming) về tương quan truyền thông (Share of Voice), chỉ đứng sau Netflix, Vieon.

Biểu đồ 14: Thị phần dịch vụ Internet băng thông rộng cố định đến cuối năm 2022



Nguồn: tuoitre.vn

Tăng trưởng lợi nhuận của mảng viễn thông chủ yếu được thúc đẩy bởi dịch vụ truyền hình trả phí (tức FPT Play), tăng 25,9% YoY trong năm 2022

Tăng trưởng lợi nhuận của mảng viễn thông chủ yếu được thúc đẩy bởi dịch vụ truyền hình trả phí (tức FPT Play), tăng 25,9% YoY (hoàn thành 100,7% kế hoạch năm) trong năm 2022. Điều này một phần được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng 20% YoY về số lượng thuê bao cũng như ARPU cao hơn. Mức tăng trưởng này cao hơn đáng kể so với mức tăng 15,6% YoY của dịch vụ viễn thông doanh nghiệp.

Đến cuối năm 2021, Việt Nam có 17 triệu thuê bao truyền hình trả phí, trong đó Truyền hình trực tuyến (OTT) là 3,7 triệu, gấp 3,5x so với năm 2020 (1 triệu). Quy mô thị trường xét về doanh thu là khoảng 9 nghìn tỷ đồng. FPT cho biết doanh nghiệp có ~35 triệu thuê bao, chúng tôi giả định bao gồm cả thuê bao không trả phí. Như vậy, chúng tôi giả định FPT có khoảng 3 triệu thuê bao trả phí, chiếm khoảng 17,6% thị phần.

Trong một cuộc khảo sát do Younet Media thực hiện vào năm 2021, FPT được xếp hạng là công ty lớn thứ ba trên thị trường phát trực tuyến (streaming) về tương quan truyền thông (Share of Voice) (9,5%) chỉ đứng sau Vieon (15,9%) và Netflix (24,0%). Share of Voice là một thước đo tiếp thị cho phép người quan sát so sánh mức độ nhận biết của một thương hiệu so với các đối thủ cạnh tranh.

FPT Play có nội dung đa dạng với 15.000 giờ nội dung và 200 kênh, cho phép cung cấp các gói dịch vụ tùy chỉnh để thu hút người dùng mới. Theo chúng tôi, nội dung của dịch vụ này có tính sáng tạo và hấp dẫn hơn so với nội dung của Viettel và hầu hết các kênh truyền hình nhà nước truyền thống.

Luật mới nhằm kích thích nhu cầu về trung tâm dữ liệu, một thị trường đang phát triển nhưng thiếu nguồn cung tại Việt Nam

Luật kích hoạt nhu cầu về trung tâm dữ liệu, một thị trường đang phát triển nhưng thiếu nguồn cung tại Việt Nam. FPT Telecom hiện xếp thứ ba về thị phần trong số các nhà cung cấp trung tâm dữ liệu trong nước, sau Viettel IDC (13 trung tâm với 9.000 rack – vị trí mà công ty có thể sẽ giữ vững với kế hoạch đầu tư 10.000 tỷ đồng để sở hữu 17.000 rack vào năm 2025), đứng thứ 2 là VNPT IDC (8 trung tâm dữ liệu). Như đã thảo luận trong phần Tổng quan ngành bên dưới, các công ty đa quốc gia phải lưu trữ dữ liệu của người dùng Việt Nam tại các cơ sở dữ liệu trong nước, điều này làm tăng nhu cầu về trung tâm dữ liệu.

FPT tự hào là trung tâm dữ liệu trong nước duy nhất tại Việt Nam đạt Tiêu chuẩn TIER III của Uptime Institute có trụ sở tại Hoa Kỳ, cung cấp mức độ bảo mật và khả dụng dữ liệu cao nhất cho khách hàng bằng cách đạt các chứng nhận ISO 20000 (ITIL) Tier iii, iso 27001 (BS7799) và ISO 9001:2000 FPT cũng đang đầu tư vào cáp quang biển để nâng cao hạ tầng mạng và trung tâm dữ liệu trong nước.

FPT Telecom cũng đang mở rộng công suất của các trung tâm dữ liệu để đón đầu tốc độ tăng trưởng vượt bậc của thị trường này tại Việt Nam. Cụ thể, FPT có 4 trung tâm dữ liệu: 3 trung tâm dữ liệu đang hoạt động và trung tâm thứ 4 đang được xây dựng tại Quận 9, TP.HCM.

Tổng công suất hiện tại là 8000 m2 và 2455 racks. FPT có kế hoạch mở rộng công suất thêm 62,9% lên 4.000 racks vào năm 2025 với Trung tâm dữ liệu FPT mới tại Quận 9, TP.HCM. Ban lãnh đạo dự kiến sẽ đưa vào vận hành một phần trung tâm mới vào năm 2024. Ban lãnh đạo kỳ vọng rằng tỷ lệ sử dụng sẽ nhanh chóng đạt 100% sau khi dự án hoàn thành và đi vào hoạt động thương mại.

Doanh thu từ trung tâm dữ liệu đạt 15 triệu USD trong năm 2022 (chiếm 0,8% tổng doanh thu). Đến năm 2025, chúng tôi dự báo các trung tâm dữ liệu sẽ mang về 38 triệu USD (chiếm 1,1% tổng doanh thu), tương đương CAGR 38,4% trong giai đoạn 2022-2025.

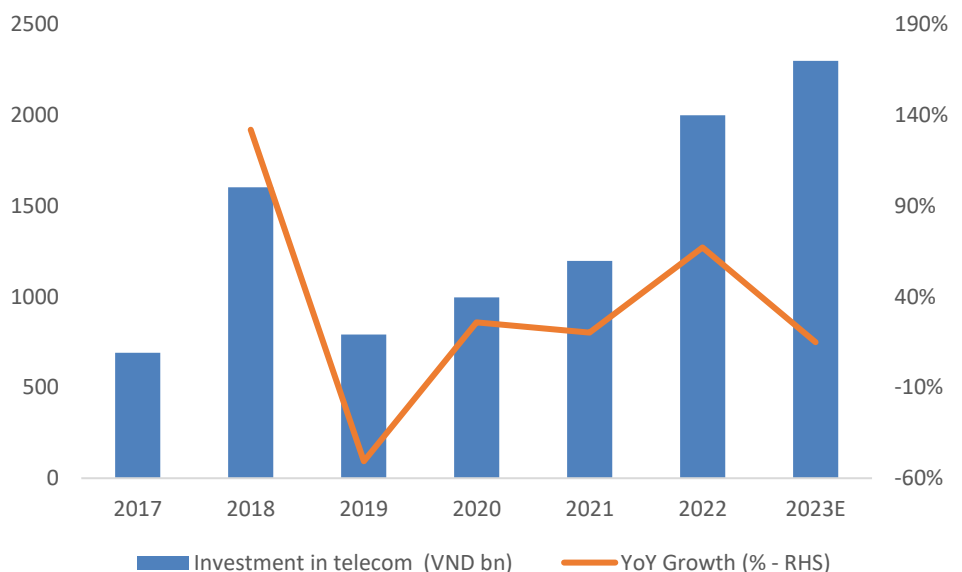
Biểu đồ 15: Doanh thu từ trung tâm dữ liệu: Chúng tôi kỳ vọng CAGR +38% trong giai đoạn 2022-2025

Data center	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (VND bn)	345	540	673	915
Racks	1600	2455	3000	4000
Revenue per rack (VND/bn)	0.216	0.220	0.224	0.229
% total revenue	0.78%	1.01%	1.01%	1.08%

Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Đầu tư vào mạng viễn thông đạt tăng trưởng kép là 22% trong giai đoạn 2017-2023, tăng dần trong ba năm qua với mức 20% vào năm 2021, 67% vào năm 2022 và 15% vào năm 2023E, sự đầu tư này phần lớn dành cho cơ sở hạ tầng viễn thông, trung tâm dữ liệu để đáp ứng nhu cầu cao về việc đưa các doanh nghiệp online hoặc chuyển đổi số.

Biểu đồ 16: Đầu tư vào viễn thông đạt CAGR +22% trong 2017-2023E



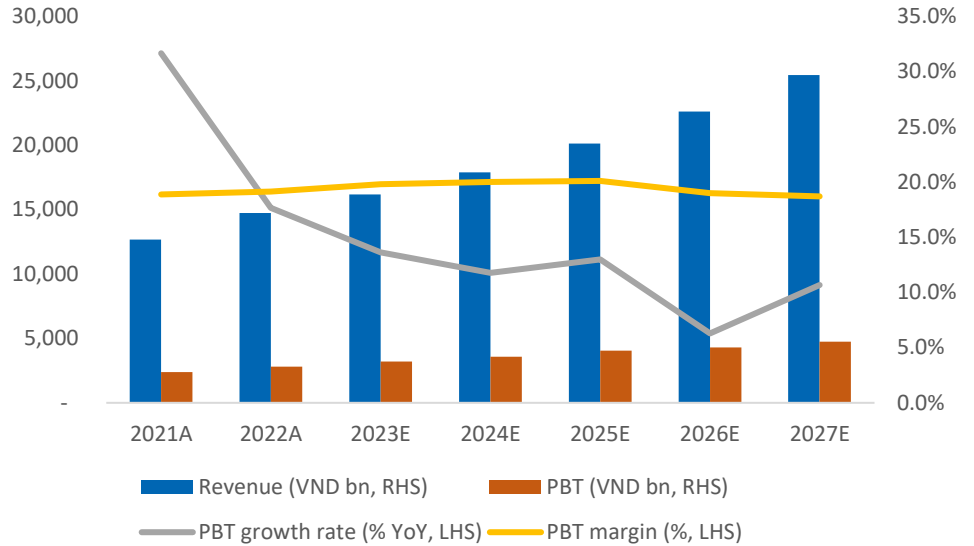
Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Dự báo tăng trưởng doanh thu của chúng tôi trong giai đoạn 2022-2027 đối với mảng kinh doanh viễn thông sẽ đạt tốc độ CAGR 11,5%, mức này hiện đang thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của ban lãnh đạo

Hoạt động kinh doanh viễn thông đã đạt mức tăng trưởng kép CAGR 15% (2019-2022).

Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của mảng viễn thông là +20% mỗi năm trong ba năm tới để đạt được 1 tỷ USD vào năm 2025, nhờ vào trí tuệ nhân tạo (AI), dữ liệu lớn (big data) và phân tích dữ liệu (analytics). Mặc dù kỳ vọng mảng viễn thông có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng cao nhờ cam kết liên tục đầu tư vào công nghệ mới của FPT, chúng tôi vẫn thận trọng trong dự báo của mình. Dự báo tăng trưởng doanh thu của chúng tôi trong giai đoạn 2022-2027 đối với mảng viễn thông sẽ đạt CAGR 11,5% nhờ việc cải thiện doanh thu bình quân trên một khách hàng (ARPU), mức dự báo này hiện đang thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của ban lãnh đạo.

Biểu đồ 17: Lợi nhuận mảng viễn thông sẽ ổn định



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Tổng quan ngành: Còn nhiều dư địa để phát triển

Gartner dự báo chi tiêu cho CNTT toàn cầu sẽ tăng 5,5% YoY trong năm 2023 và 8,6% YoY vào năm 2024, đạt 5,04 nghìn tỷ USD.

Chi tiêu toàn cầu cho AI sẽ tăng với CAGR là 26,7% trong giai đoạn 2022-2026

Dịch vụ đám mây sẽ tăng trưởng 21,7% YoY trong năm 2023, đạt 597 tỷ USD.

Theo dự báo mới nhất của Gartner, chi tiêu cho CNTT toàn cầu được dự báo sẽ tăng 5,5% YoY trong năm 2023 và 8,6% YoY vào năm 2024, đạt 5,04 nghìn tỷ USD. Cơ quan nghiên cứu này cho rằng bất chấp sự bất ổn kinh tế toàn cầu vẫn tiếp tục diễn ra, tất cả các khu vực đều được dự báo sẽ có mức tăng trưởng chi tiêu CNTT tích cực trong năm nay, khi các doanh nghiệp đẩy mạnh các sáng kiến kinh doanh số - một phần là để đối phó với tình trạng bất ổn kinh tế.

Cụ thể, mảng dịch vụ phần mềm sẽ đạt mức tăng trưởng hai con số trong năm 2023 khi các doanh nghiệp ưu tiên phát triển lợi thế cạnh tranh của mình thông qua việc tăng năng suất, tự động hóa và các sáng kiến chuyển đổi dựa trên phần mềm.

Chi tiêu cho AI sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép CAGR là 26,7% trong giai đoạn 2022-2026. IDC dự báo chi tiêu toàn cầu cho AI, bao gồm phần mềm, phần cứng và dịch vụ cho các hệ thống lấy AI làm trọng tâm, sẽ tăng trưởng với CAGR là 26,7% trong 4 năm tới để đạt 118 tỷ USD vào năm 2026.

Dù có thể rất hấp dẫn khi nói về FPT như một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực AI, trong bối cảnh toàn cầu đang sôi sục xung quanh chủ đề trí tuệ nhân tạo, nhưng chúng tôi lại thận trọng trong việc này vì ảnh hưởng của AI đến doanh thu của công ty trong ngắn hạn khá nhỏ. Tuy nhiên, cổ phiếu của FPT có lẽ là đại diện niêm yết tốt nhất của Việt Nam về chủ đề này, nhờ các dịch vụ AI mà công ty cung cấp, và rất có khả năng sẽ mở rộng theo nhu cầu trong những năm tới.

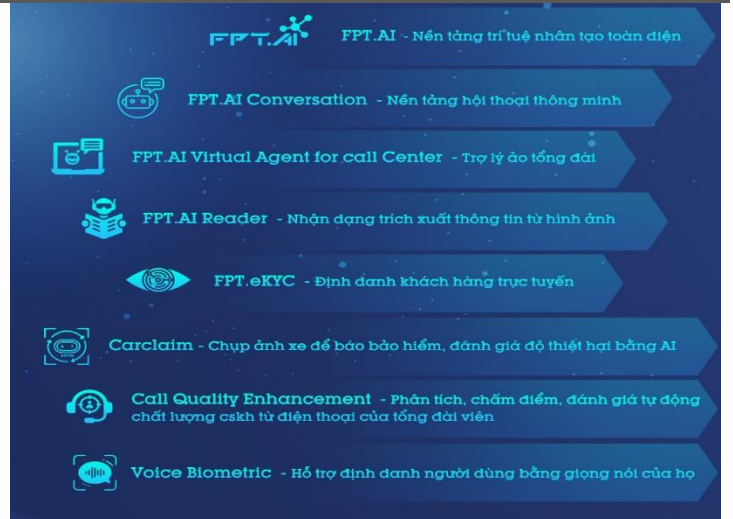
Theo dự báo mới nhất từ Gartner, dịch vụ đám mây sẽ tăng 21,7% YoY trong năm 2023, đạt 597 tỷ USD. Các nhà nghiên cứu của Gartner cho rằng các áp lực lạm phát và tình hình kinh tế vĩ mô hiện nay đang có tác động kéo và đẩy (push-and-pull) đến chi tiêu đám mây, như chúng tôi đã thảo luận ở trên. Tuy nhiên, điện toán đám mây sẽ tiếp tục là pháo đài của sự an toàn và đổi mới, hỗ trợ tăng trưởng trong bối cảnh bất ổn nhờ vào tính linh hoạt, co giãn và có thể mở rộng. Các trung tâm dữ liệu, cơ sở hạ tầng cốt lõi của dịch vụ đám mây cũng sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng mang tính cấu trúc này trong việc sử dụng và chi tiêu đám mây.

Biểu đồ 18: Chi tiêu dự kiến cho đám mây [triệu USD]

Spending on Cloud	2021A	2022E	2023E	2 YEAR CAGR
Cloud Business Process Services (BPaaS)	54,952	60,127	65,145	9%
Cloud Application Infrastructure Services (PaaS)	89,910	110,677	136,408	23%
Cloud Application Services (SaaS)	146,326	167,107	195,208	16%
Cloud Management and Security Services	28,489	34,143	41,675	21%
Cloud System Infrastructure Services (IaaS)	90,894	115,740	150,254	29%
Desktop-as-a-Service (DaaS)	2,059	2,539	3,104	23%
Total Market	412,632	490,333	591,794	20%

Nguồn: Gartner, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 19: Hệ sinh thái AI



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

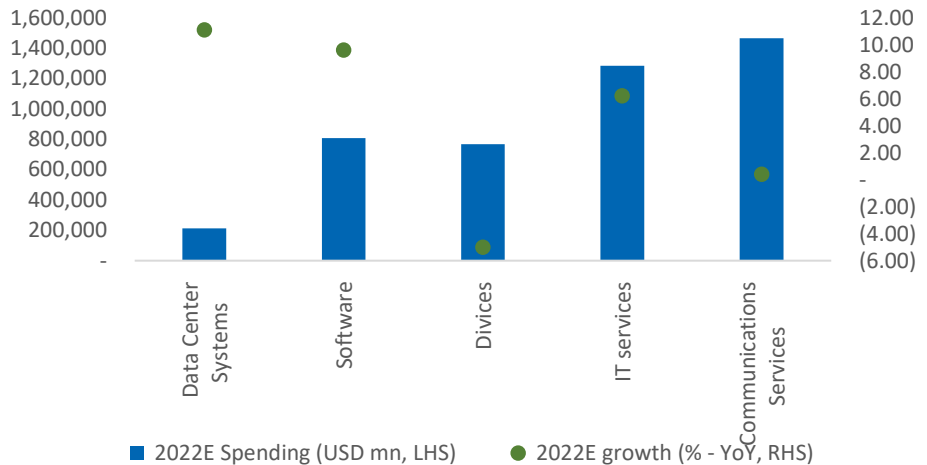
Thị trường trung tâm dữ liệu toàn cầu đạt mức tăng trưởng hai con số. Chúng tôi dự báo trung tâm dữ liệu sẽ tiếp tục là một trong những lĩnh vực được quan tâm nhiều nhất của các doanh nghiệp toàn cầu về việc phân bổ vốn và chi phí trong thời gian tới. Gartner ước tính chi tiêu cho các hệ thống trung tâm dữ liệu toàn cầu đạt 212 tỷ USD trong năm 2022, tăng 11,1% YoY và cao hơn rất nhiều so với mức tăng 3% trong tổng chi tiêu cho CNTT vào năm ngoái.

Luật an ninh mạng mới của Việt Nam yêu cầu các doanh nghiệp phải lưu trữ dữ liệu của người Việt Nam sử dụng dịch vụ trong lãnh thổ Việt Nam.

Chúng tôi ước tính rằng các công ty nước ngoài chiếm khoảng 80% thị phần trung tâm dữ liệu trong nước, được thống trị bởi Amazon Web Services (33%), Google (21%) và Microsoft (21%). Các công ty trong nước chỉ chiếm 20% thị phần.

Tuy nhiên, luật an ninh mạng mới của Việt Nam có hiệu lực kể từ ngày 01/10/2022 yêu cầu các doanh nghiệp phải lưu trữ dữ liệu của người Việt Nam sử dụng dịch vụ trong lãnh thổ Việt Nam. Do đó, các công ty lớn như Apple, Facebook và YouTube phải sử dụng các trung tâm dữ liệu đặt tại Việt Nam. Việc tuân thủ ban đầu có thể không đồng đều, nhưng nhìn chung luật này sẽ kích thích nhu cầu về trung tâm dữ liệu trong dài hạn.

Biểu đồ 20: Doanh thu trung tâm dữ liệu năm 2022 (triệu USD)



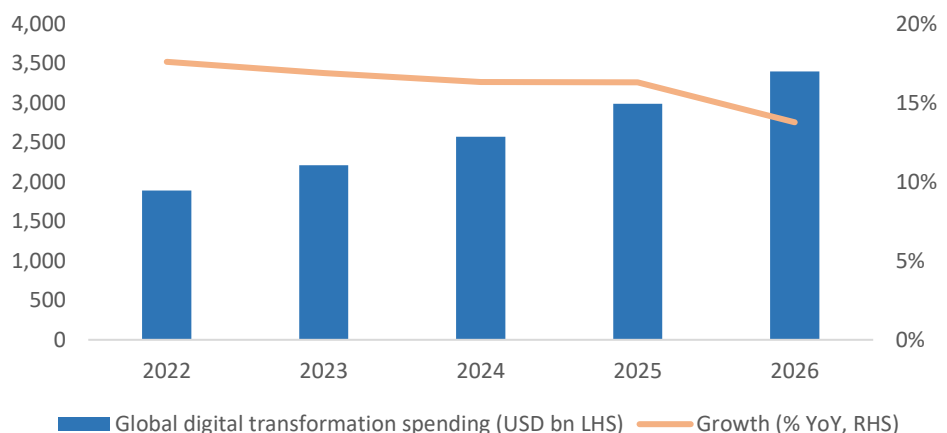
Nguồn: Gartner, Yuanta Việt Nam

Chuyển đổi kỹ thuật số giúp các doanh nghiệp vượt qua những bất ổn kinh tế vĩ mô mà thế giới đang phải đối mặt trong thời kỳ hậu đại dịch/hậu chính sách nới lỏng tiền tệ /hậu toàn cầu hóa.

IDC ước tính rằng chi tiêu cho chuyển đổi số (DX) toàn cầu sẽ đạt 3,4 nghìn tỷ USD vào năm 2026, tương ứng với CAGR trong 4 năm (2022-2026) là 16,3%. Các nhà phân tích của IDC cho rằng 30% chi tiêu DX trên toàn thế giới trong tương lai sẽ được góp bởi các ngành sản xuất riêng biệt và ngành sản xuất quy trình, trong đó robot, hoạt động tự động và tài sản tự phục hồi là một số trường hợp chi tiêu hàng đầu

FPT cũng được hưởng lợi từ xu hướng này. Doanh thu DX của công ty đã tăng +40% YoY trong 1H23.

Biểu đồ 21: Chi tiêu cho chuyển đổi số toàn cầu sẽ tăng trưởng với CAGR là 16,3% trong năm 2023E-2026E



Nguồn: IDC, Yuanta Việt Nam

FPT cũng được hưởng lợi từ xu hướng DX toàn cầu. Doanh thu DX của công ty tăng +40% YoY trong 1H23

Nền kinh tế số Việt Nam tăng trưởng nhanh nhất châu Á đến năm 2026

Nền kinh tế số của Việt Nam đang phát triển nhanh nhất ở châu Á. Theo Financial Times và Công ty nghiên cứu công nghệ Omdia, đến năm 2026, châu Á được dự báo sẽ có 3 trong số 5 nền kinh tế số phát triển nhanh nhất thế giới, với Việt Nam và Ấn Độ lần lượt ở vị trí thứ nhất và thứ hai. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng YoY của Việt Nam đạt 9,3% YoY vào năm 2024, 8,9% YoY vào năm 2025 và 8,7% vào năm 2026.

Các thước đo tăng trưởng của FT-Omdia thuộc 5 hạng mục lớn sau: kết nối, thiết bị di động, giải trí kỹ thuật số, thanh toán; và chi phí của doanh nghiệp.

Theo báo cáo của Google, Temasek và Bain & Company với tiêu đề e-Conomy SEA 2022: "Vượt qua sóng cả, vươn mình ra biển cơ hội" cho biết nền kinh tế số của Việt Nam đạt 23 tỷ USD vào năm 2022 và dự kiến sẽ đạt 49 tỷ USD vào năm 2025, tương đương CAGR là 20,8% (2022-2025) nhờ động lực tăng trưởng nhanh của ngành thương mại điện tử.

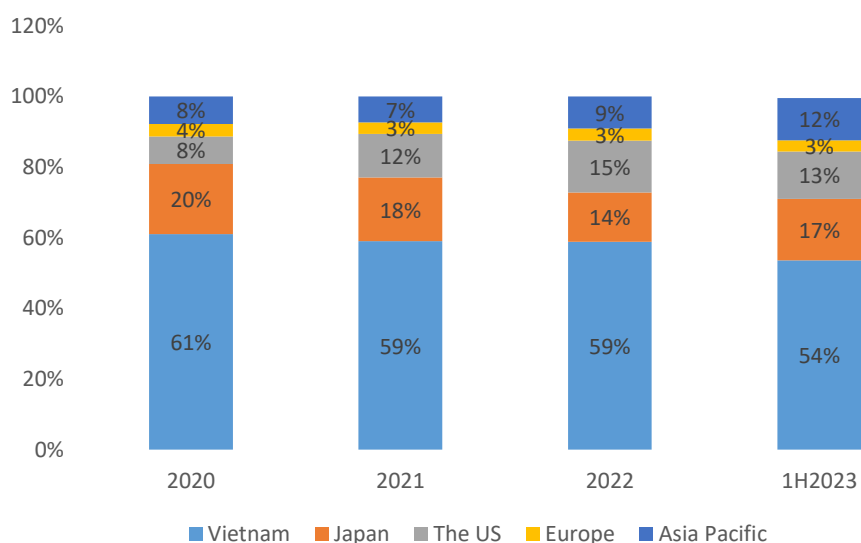
Chính phủ đặt mục tiêu mục tiêu vào năm 2025 kinh tế số Việt Nam sẽ chiếm 20% GDP (~ 80 tỷ USD) và tăng lên 30% (~ 120 tỷ USD) vào năm 2030. Tăng trưởng đáng kể so với mức hiện tại (chiếm 14,3% GDP trong năm 2022). Chủ tướng Phạm Minh Chính cũng là chủ tịch sáng kiến chuyển đổi số quốc gia, cho thấy mức độ khẩn cấp và quyết liệt của những nỗ lực này.

Chiến lược quốc gia cũng đề ra các mục tiêu tăng trưởng quyết liệt cho các dịch vụ công, bao gồm mục tiêu năm 2025 là 80% các dịch vụ công có thể truy cập qua nhiều nền tảng số khác nhau bao gồm thiết bị di động (100% vào năm 2030) so với mức gần như bằng "0" hiện nay; và 70-90% các thủ tục của chính quyền cấp tỉnh, huyện và xã có thể xử lý trực tuyến.

FPT là một công ty có kinh nghiệm và uy tín trong việc hỗ trợ chuyển đổi số cho các dịch vụ công và do đó mang lại lợi ích cho sự phát triển nền kinh tế số của chính phủ. Đến cuối năm 2022, FPT đã hợp tác và cung cấp các dịch vụ chuyển đổi số cho 24 tỉnh thành trên tổng số 63 tỉnh thành trên cả nước: bao gồm An Giang, Nam Định, Quảng Trị, Hưng Yên.

Khả năng mở rộng thị trường mới. FPT đã chinh phục thị trường Nhật Bản, đây là thị trường xuất khẩu CNTT lớn nhất của công ty. Tăng trưởng kéo dài trong 1H23 khi doanh thu từ thị trường Nhật Bản tăng 39,1% YoY. FPT cũng đã thành công trong giai đoạn 2021-2022 trong việc khai thác thị trường Mỹ, đây là thị trường hiện đang tăng trưởng nhanh hơn thị trường Nhật Bản với mức tăng trưởng doanh thu +50% YoY, chiếm 35% doanh thu dịch vụ CNTT toàn cầu của FPT, vẫn thấp một chút so với Nhật Bản, chiếm 39% doanh thu.

Biểu đồ 22: Cơ cấu doanh thu theo khu vực



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

FPT là một công ty có kinh nghiệm và uy tín trong việc hỗ trợ chuyển đổi số cho các dịch vụ công và do đó mang lại lợi ích cho sự phát triển nền kinh tế số của chính phủ.

Chúng tôi kỳ vọng vốn đầu tư của FPT sẽ đạt CAGR +22,4% trong 5 năm tới để thúc đẩy tăng trưởng

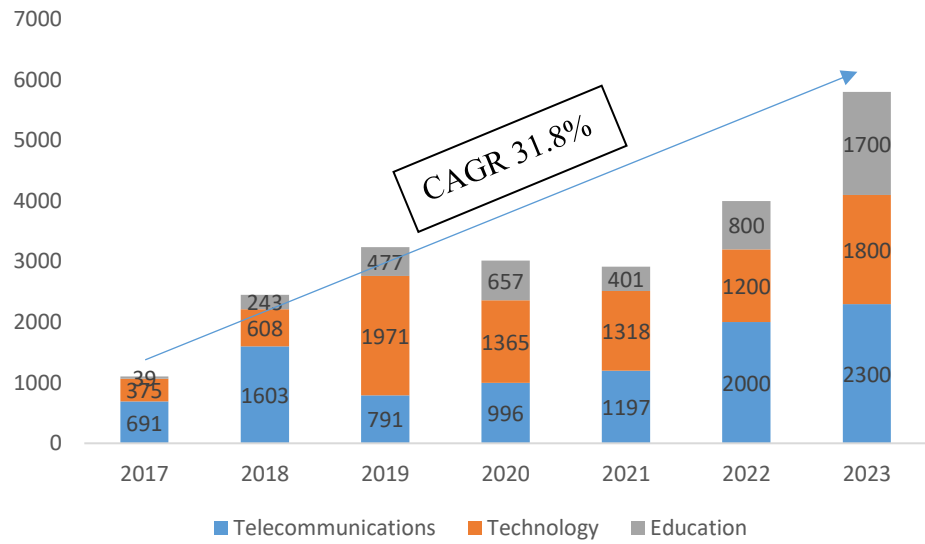
Đầu tư mạnh để thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai. Ngân sách của FPT cho tổng chi phí đầu tư vào năm 2023 đạt 5,8 nghìn tỷ đồng, tăng 45% YoY, tương đương với tốc độ CAGR 31,8% trong giai đoạn 2017-2023. Trong thời gian tới, chúng tôi dự báo chi phí đầu tư của FPT sẽ tăng với tốc độ CAGR 22,4% trong năm năm tiếp theo và đạt 8.843 nghìn tỷ đồng vào năm 2027

Ngân sách vốn đầu tư năm 2023 của công ty được phân bổ 39% cho mảng viễn thông, 31% cho công nghệ và 29% cho giáo dục, chiếm 29% ngân sách của công ty.

FPT đang đầu tư mạnh vào việc phát triển các sản phẩm, nền tảng và giải pháp CNTT mới cho các công nghệ cốt lõi như đám mây, AI và blockchain. Công ty cũng đang tập trung mở rộng các kênh bán hàng trong nhiều lĩnh vực ở Việt Nam và nước ngoài.

Ngân sách đầu tư phản ánh sự cam kết với giáo dục. Trong năm 2023, FPT chi 1,7 nghìn tỷ đồng, tương đương 29% tổng ngân sách đầu tư năm 2023 cho mảng giáo dục có biên lợi nhuận cao, tăng 113% YoY. Như vậy, FPT đã tăng đầu tư vào giáo dục với CAGR là 88% trong giai đoạn 2017-2023. Sự tập trung vào mảng giáo dục có biên lợi nhuận cao này sẽ giúp tăng biên lợi nhuận trước thuế trong thời gian tới.

Biểu đồ 23: Chi vốn lớn để thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ

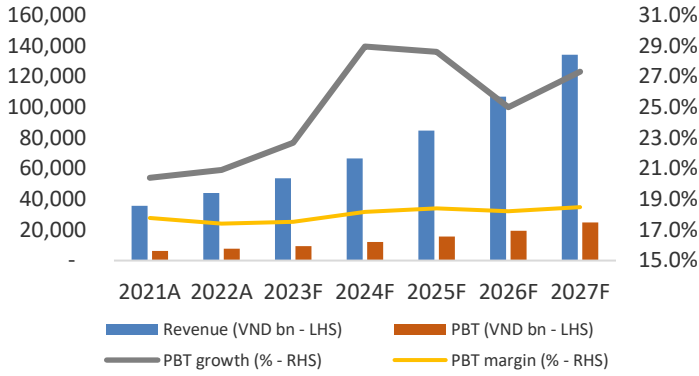


Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Phân tích tài chính: Tình hình tài chính vững chắc

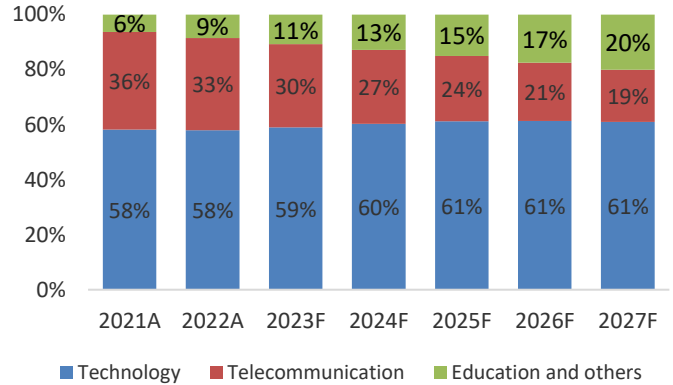
Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất của FPT sẽ đạt CAGR là 25,0% trong giai đoạn 2022-2027, nhờ vào mảng công nghệ và giáo dục. Chúng tôi cũng nhìn thấy tiềm năng lớn cho việc cải thiện biên lợi nhuận trước thuế trong thời gian tới khi mảng giáo dục có biên lợi nhuận cao vượt trội so với các mảng kinh doanh còn lại về mặt doanh thu và LNTT.

Biểu đồ 24: EBITDA sẽ đạt CAGR 16,9% trong năm 2020-2025E



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 25: Giả định về cơ cấu doanh thu



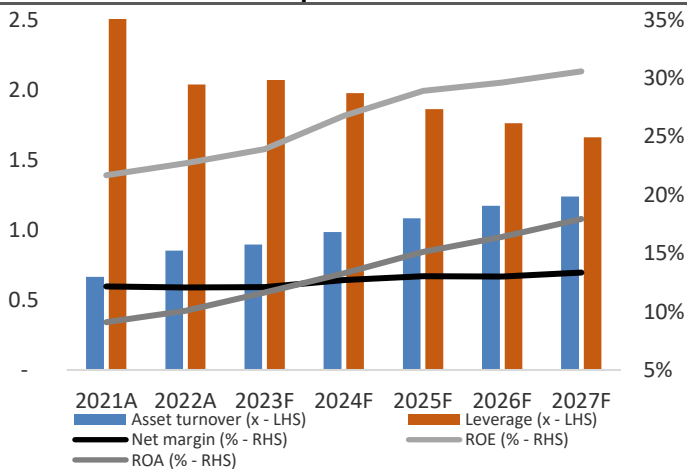
Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Lợi nhuận của FPT đã cải thiện cùng với hiệu quả hoạt động được nâng cao. Kể từ năm 2019, các chỉ số lợi nhuận của FPT đã dần được cải thiện nhờ vòng quay tài sản và biên lợi nhuận ròng tăng. Chúng tôi dự báo sự cải thiện này sẽ kéo dài trong năm 2023 và những năm tiếp theo. Chúng tôi ước tính ROE năm 2023 của FPT là 23,6%, cao hơn nhiều so với trung vị ROE của các công ty cùng ngành trong khu vực là 20%.

Tình hình tài chính tương đối lành mạnh. FPT đã giảm đáng kể đòn bẩy tài chính trong năm 2022, có thể là để đối phó với việc lãi suất tăng. Chúng tôi dự báo FPT sẽ tiếp tục giảm đòn bẩy trong những năm tới, mặc dù chi phí vốn dự kiến sẽ tăng đáng kể trong cùng kỳ.

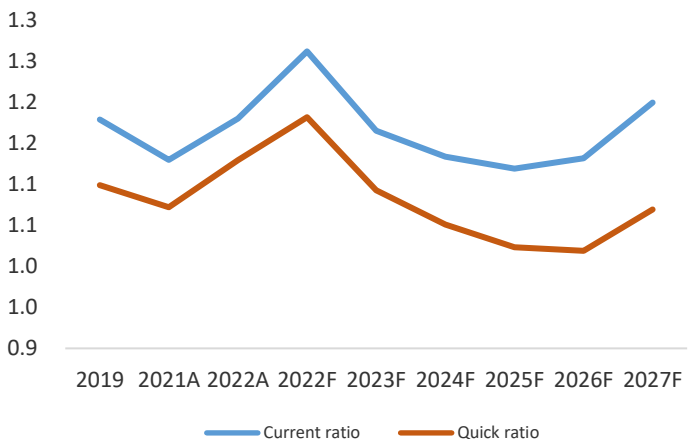
FPT ghi nhận khoản đầu tư 1,9 nghìn tỷ đồng vào các công ty liên kết, trong đó bao gồm 803 tỷ đồng cho 46% cổ phần tại FRT. Nhưng chúng tôi tin rằng giá trị sổ sách dựa trên kế toán của tất cả các tài sản này thấp hơn giá trị thị trường. Ví dụ, cổ phần FRT có giá trị dựa trên thị trường là 4,5 nghìn tỷ đồng, cao hơn 5,6x so với giá trị ghi nhận trong bảng cân đối kế toán của FPT.

Biểu đồ 26: Phân tích Dupont



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 27: Thanh khoản cần được đảm bảo an toàn



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Dòng tiền mạnh dù chi phí đầu tư tăng. Chúng tôi dự báo dòng tiền tự do của FPT sẽ duy trì ở mức cao trong suốt giai đoạn 2022-2027. Trong năm 2023, vốn đầu tư của FPT tăng 80% YoY, chủ yếu nhờ mảng giáo dục có biên lợi nhuận cao, điều này sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận ròng trong tương lai. FPT dành ra 29% ngân sách đầu tư năm 2023 cho giáo dục, tương đương 1.700 tỷ đồng và tăng 113% YoY. Chúng tôi dự báo tổng chi phí đầu tư sẽ tăng trưởng với CAGR là 22,4% trong năm năm tới, đạt 8.843 tỷ đồng vào năm 2027.

Biểu đồ 28: Nguồn vốn đầu tư lớn sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Cập nhật kết quả kinh doanh từ đầu năm đến nay

FPT báo cáo PATMI trong 8T2023 đạt 4.086 tỷ đồng, tăng +19,9% YoY

PATMI trong 8T2023 tăng +19% YoY. FPT báo cáo PATMI trong 8T2023 đạt 4.086 tỷ đồng, tăng +19,9% YoY, chủ yếu nhờ vào doanh thu tăng trưởng mạnh 22,4% YoY, đạt 28.429 tỷ đồng. Tất cả các phân khúc đều báo cáo sự tăng trưởng khả quan.

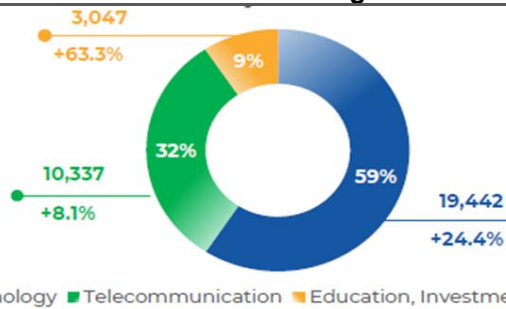
Công nghệ đang là mảng đang dẫn đầu mức tăng trưởng lợi nhuận từ đầu năm đến nay. Doanh thu công nghệ trong 8T2023 tăng 24,4% YoY đạt 19.442 tỷ đồng, chiếm 59% doanh thu trong kỳ. Ngoài ra, LNTT công nghệ đạt 2.740 tỷ đồng, tăng +24,0% YoY.

Giáo dục cũng ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong 8T2023. Doanh thu mảng giáo dục tăng +63,3% YoY đạt 3.047 tỷ đồng trong 8T2023. Trong khi đó, LNTT mảng giáo dục tăng 37,1% YoY đạt 1.113 tỷ đồng. Biên lợi nhuận trước thuế trong 8T2023 vẫn ở mức cao 36,5%, cao nhất trong tất cả các mảng kinh doanh của FPT.

Doanh thu dịch vụ viễn thông duy trì ổn định từ đầu năm đến nay, tăng 8,1% YoY trong 8T2023, đạt 10.337 tỷ đồng. LNTT mảng này tăng 6,2% đạt 2.050 tỷ đồng.

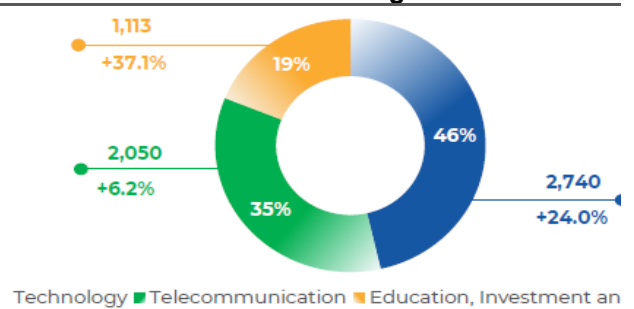
Về mặt cơ cấu thị trường, Nhật Bản ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ 41,3% YoY mặc dù đồng Yên Nhật giảm giá, điều mà ban lãnh đạo cho rằng là do nhu cầu về dịch vụ chuyển đổi số tăng cao. FPT đã tích cực thực hiện các biện pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá và điều chỉnh giá bán để ứng phó với biến động của đồng Yên nhằm đảm bảo sự tăng trưởng ổn định cho hoạt động kinh doanh tại Nhật Bản.

Biểu đồ 29: Cơ cấu doanh thu trong 8T2023



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 30: Cơ cấu LNTT trong 8T2023



Nguồn: FPT, Yuanta Việt Nam

Định giá và rủi ro

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu là 120.740 đồng/cổ phiếu, được tính toán dựa trên phương pháp kết hợp mô hình định giá FCFF (50%) và so sánh P/E (50%), tương ứng với mức sinh lời trong 12 tháng là 30,5%.

Định giá

Giá mục tiêu của chúng tôi là 120.740 đồng/cổ phiếu thông qua kết hợp mô hình định giá FCFF (50%) và so sánh P/E (50%). Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với PE 2024E là 19,9x và PE 2025E là 15,2x, mức mà chúng tôi cho là hợp lý dựa trên vị thế của FPT - cổ phiếu ngành công nghệ hàng đầu tại Việt Nam và câu chuyện tăng trưởng trong dài hạn hấp dẫn.

Biểu đồ 31: Định giá

Valuation methods	Target Price	Weight	Upside
FCFF	122,318	50%	30.1%
PER Multiple	119,161	50%	26.8%
Overall	120,740	100%	28.4%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Phương pháp FCFF

Giá định dựa trên phương pháp FCFF của chúng tôi bao gồm WACC là 9,7%. Việc định giá thận trọng này dựa trên chi phí nợ là 7%, chi phí vốn chủ sở hữu là 12,8% và mức tăng trưởng bền vững (terminal growth) khiêm tốn là 3%.

Biểu đồ 32: Định giá FCFF

FCFF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E		
EBIT	8,381	11,775	15,078	18,349	23,266	27,780	32,658	Present value FCF 2023-2029	47,274
Less: Tax	(1,437)	(1,853)	(2,383)	(2,979)	(3,793)	(4,563)	(5,399)	Terminal value	176,004
add: Depreciation	2,174	2,584	3,034	3,530	4,050	4,596	5,169	PV of terminal value	101,968
less: FCInvestment (Capex)	(5,800)	(6,960)	(7,656)	(8,422)	(8,843)	(9,285)	(9,749)	Total present value	149,241
less: WCInvestment	(572)	(1,274)	(1,813)	(2,376)	(2,888)	(2,930)	(3,437)	less: debt	(16,848)
Free cash flow	2,747	4,272	6,260	8,102	11,792	15,599	19,243	Add: cash	22,944
Present value	2,747	3,900	5,219	6,167	8,195	9,898	11,148	Equity value	155,338
								Outstanding shares (000)	1,270
								Intrinsic value/share	122,318

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi tin rằng FPT sẽ mang đến cho các nhà đầu tư cơ hội tiếp cận câu chuyện tăng trưởng trong nhiều năm. Quan điểm tích cực này được đưa vào các dự báo trong mô hình định giá của chúng tôi đến năm 2029, nhưng phân tích độ nhạy được trình bày dưới đây chỉ ra rằng định giá dựa trên FCFF của chúng tôi vẫn còn thận trọng với mức tăng trưởng cuối cùng khiêm tốn là 3%.

Chúng tôi tin rằng đà tăng trưởng mạnh mẽ của FPT sẽ kéo dài đến sau năm 2029 dựa trên sự mở rộng tích cực của công ty trong các mảng kinh doanh sinh lời nhiều nhất (tức là công nghệ và giáo dục).

Biểu đồ 33: Phân tích độ nhạy

		Terminal growth					
		122,318	2%	2.50%	3.0%	3.50%	4%
	11.70%	81,568	84,082	86,884	90,029	93,581	
	10.70%	92,988	96,460	100,382	104,849	109,982	
WACC	9.52%	110,971	116,241	122,318	129,405	137,774	
	8.70%	127,899	135,185	143,748	153,959	166,342	
	7.70%	155,862	167,165	180,873	197,845	219,404	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

So sánh P/E

Chúng tôi áp dụng hệ số PE mục tiêu là 19,6x, đây là mức định giá trung vị của các công ty cùng ngành trong khu vực. Một lần nữa, điều này được cho là thận trọng khi chúng tôi dự báo ROE của FPT sẽ đạt 25%, cao hơn đáng kể so với mức ước tính của các bên cho những công ty cùng ngành của FPT trong khu vực. Từ góc độ thuần lý thuyết, khả năng sinh lời vượt trội của FPT cho thấy FPT có thể xứng đáng với mức định giá cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành.

Biểu đồ 34: Hệ số PE của các công ty cùng ngành trong khu vực

Ticker	Name	Country	Mkt Cap (USD)	Gross Margin (%)	Operating Margin (%)	FY2023E P/E Ratio (x)	FY2024E P/E (x)	5 Year AVR P/E (x)
HCLT IN Equ	HCL Technolo	India	38,770	-	18.2	19.7	18.0	17.9
Wpro IN Equ	Wipro Ltd	India	26,229	28.7	14.9	18.3	16.5	18.9
TLKM IJ Equ	Telkom Indone	Indonesia	24,154	-	26.7	13.8	13.1	18.3
601919 CH E	Cosco Shippin	China	19,967	44.3	41.0	-	9.0	-
LTIM IN EQU	L&T Infotech L	India	18,611	-	16.2	29.5	25.9	30.1
TechM IN Equ	Tech Mahindra	India	14,201	28.5	11.4	21.6	17.7	-
MPHL IN EC	Mphasis Ltd	India	5,615	-	15.6	26.2	23.5	24.0
PSYS IN EQU	Persistent Sys	India	4,774	-	14.9	32.1	27.8	30.1
TEL PM Equi	Pldt Inc	Philippines	4,646	92.9	(2.7)	8.9	8.2	15.3
OFSS IN Equ	Oracle Financi	India	4,218	-	42.0	-	15.5	16.1
T MK Equity	Telekom Mala	Malaysia	4,164	-	16.7	16.8	14.0	29.7
Coforge IN E	Coforge Ltd	India	3,971	-	12.8	30.8	27.5	30.0
TDC MK Equ	Time Dotcom	Malaysia	2,263	59.4	34.5	23.1	20.8	20.9
SSOF IN EQU	Sonata Softwa	India	1,748	-	7.3	22.7	20.3	19.0
BSOFT IN EC	Birlasoft Ltd	India	1,587	-	9.1	23.2	20.2	17.5
300036 CH E	Beijing Suprm	China	1,457	46.5	(25.6)	36.5	27.6	-
ZENT IN EQU	Zensar Tech L	India	1,419	-	6.8	23.4	19.6	14.1
MEDIAN			32,500	94,576.7	33.8	29.5	19.6	18.6
FPT VN Equi	FPT Corp	VN	4,762	39.0	15.4	21.0	16.4	15.5

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Rủi ro

Suy thoái kinh tế có thể dẫn đến cắt giảm chi tiêu cho CNTT. Sự suy thoái tiềm ẩn của nền kinh tế toàn cầu có thể làm giảm chi tiêu của các khách hàng sử dụng dịch vụ CNTT. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng việc sụt giảm chi tiêu cho CNTT có thể không xảy ra trong thời kỳ suy thoái toàn cầu. Điều này là do các công ty có thể tăng chi tiêu thuê ngoài cho CNTT khi họ tìm cách cắt giảm chi phí và tiếp tục thực hiện các chiến lược số hóa để nâng cao hiệu quả hoạt động.

Biến động tỷ giá. 40% doanh thu của FPT đến từ thị trường toàn cầu, chủ yếu là Nhật Bản và Hoa Kỳ. Do đó, biến động tỷ giá của đồng yên và USD có thể tác động đến kết quả kinh doanh hàng quý của công ty (cả tích cực và tiêu cực). Nhưng đây không phải là rủi ro về cơ cấu và mức độ rủi ro trong bảng cân đối kế toán của FPT trước biến động tỷ giá là thấp do 279 triệu USD khoản vay bằng USD của công ty đã được trích lập dự phòng đầy đủ.

Doanh thu mảng giáo dục có thể không tích cực như dự báo của chúng tôi. Quan điểm tích cực của chúng tôi về mảng giáo dục của FPT được phản ánh thông qua dự báo tăng trưởng tương đối mạnh mẽ của chúng tôi cho phân khúc này. Chúng tôi cho rằng dự báo này cao hơn các bên. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng doanh thu giáo dục sẽ đạt 28,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2027, tương đương với CAGR +43,0% trong giai đoạn 2022-2027. Tuy nhiên, doanh thu từ phân khúc này có thể không đáp ứng kỳ vọng của chúng tôi do tình hình kinh tế bất ổn, cạnh tranh và những rủi ro pháp lý có thể xảy ra.

Rủi ro cạnh tranh. Các quy định hiện tại có lợi cho các trung tâm dữ liệu trong nước vì các quy định này yêu cầu các tập đoàn toàn cầu phải lưu trữ dữ liệu của người Việt Nam sử dụng dịch vụ trong các cơ sở trong nước. Nhưng điều này cũng thu hút các nhà cung cấp dịch vụ đa quốc gia lớn như AWS, Google vào cuộc cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước.

Thiếu nguồn nhân lực. Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của công ty đòi hỏi FPT phải tuyển dụng đủ số lượng kỹ sư và nhân viên có kỹ năng khác để thực hiện các dự án: một thách thức quan trọng đối với tất cả các doanh nghiệp CNTT. FPT đã vừa giải quyết vừa hưởng lợi từ mối lo ngại này bằng cách mở rộng hoạt động kinh doanh giáo dục, điều này vừa thúc đẩy LNTT của công ty vừa đảm bảo cung cấp nhân tài phù hợp để đáp ứng nhu cầu trong tương lai.

Rủi ro về giá cổ phiếu: Một sự điều chỉnh ngắn hạn có thể xảy ra sau khi cổ phiếu đã tăng mạnh từ đầu năm đến nay. Giá cổ phiếu của FPT đã tăng 35% YTD (+42% ở mức đỉnh) do kết quả kinh doanh tích cực của công ty và sự quan tâm trở lại trên toàn cầu đối với các cổ phiếu ngành công nghệ. Giá cổ phiếu đã giảm -7% trong ba tuần qua, nhưng sự điều chỉnh này có thể tiếp tục trong ngắn hạn. Nếu giá cổ phiếu tiếp tục giảm, chúng tôi sẽ xem đây là cơ hội tuyệt vời để mua vào – theo quan điểm của chúng tôi – đây là một trong những cổ phiếu hấp dẫn nhất Việt Nam.

PROFIT AND LOSS (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Revenue	44,010	53,609	66,726	84,764	106,960
Technology	25,521	31,669	40,240	51,939	65,621
Telecommunication	14,730	16,173	17,897	20,121	22,624
Education	4,712	6,901	9,758	13,896	19,929
Others	(945)	(1,134)	(1,168)	(1,191)	(1,215)
Cost of goods sold	(26,842)	(31,863)	(39,878)	(50,898)	(64,358)
Gross profits	17,167	21,746	26,848	33,867	42,601
Operating expenses	(10,373)	(11,794)	(14,813)	(18,818)	(23,745)
Operating profits	6,795	9,952	12,035	15,049	18,856
Net interest expenses	311	521	(391)	(414)	(38)
Net investments Income	484	456	688	863	1,097
Net other incomes	73	42	53	67	85
Pretax profits	7,662	9,401	12,124	15,595	19,494
Income taxes	(1,171)	(1,437)	(1,853)	(2,383)	(2,979)
Minority interests	1,181	1,477	1,801	2,162	2,594
Net profits	5,310	6,488	8,470	11,050	13,921
Core earnings	5,310	6,488	8,470	11,050	13,921
EBITDA	8,628	8,381	14,359	18,112	21,879
EPS (VND)	3,818	4,657	6,080	7,930	9,996

KEY RATIOS					
	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Growth (%YoY)					
Sales	23.4	21.8	24.5	27.0	26.2
Technology	23.1	24.1	27.1	29.1	26.3
Telecommunication	16.1	9.8	10.7	12.4	12.4
Education	52.6	46.5	41.4	42.4	43.4
Others	10.8	20.0	3.0	2.0	2.0
Operating profit	25.5	46.5	20.9	25.0	25.3
EBITDA	22.2	(2.9)	71.3	26.1	20.8
Net profit	22.4	22.2	30.6	30.5	26.0
EPS (VND)	22.9	22.0	30.5	30.4	26.0
Profitability ratio (%)					
Gross margin	39.0	37.6	39.8	40.0	39.4
Operating margin	15.4	18.6	18.0	17.8	17.6
EBITDA margin	19.6	15.6	21.5	21.4	20.5
Net margin	12.1	12.1	12.7	13.0	13.0
ROA	10.1	11.6	13.3	15.1	16.4
ROE	22.7	23.9	26.8	28.9	29.6
Stability					
Net debt/equity (x)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	0.1
Int. coverage (x)	10.5	16.2	9.1	11.2	17.3
Int.&ST debt coverage(x)	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1
Cash conversion days	41.2	40.9	37.2	36.4	36.4
Current ratio (X)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
Quick ratio (X)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
Net cash (VND bn)	7,105	6,096	3,654	1,583	(61)
Efficiency					
Days receivable outstanding	59	57	54	54	54
Days inventory outstanding	24	24	22	22	22
Days payable outstanding	41	40	39	39	39

Source: Company data, Yuanta Vietnam

BALANCE SHEET (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Total assets	51,650	59,880	67,855	78,379	91,321
Cash & cash equivalents	6,440	5,983	6,554	6,914	7,598
ST Investment	13,047	16,961	15,265	13,739	12,365
Accounts receivable	8,503	9,336	11,505	14,482	18,144
Inventories	1,966	2,205	2,680	3,367	4,300
Other current assets	982	802	802	802	802
Net fixed assets	12,033	14,741	19,976	26,341	33,357
Others	8,680	9,851	11,072	12,734	14,754
Total liabilities	26,294	30,937	33,504	36,260	39,432
Current liabilities	24,521	30,286	32,473	35,129	38,191
Accounts payable	3,209	3,809	4,768	6,085	7,695
ST debts	10,904	16,348	17,165	17,970	18,814
Long-term liabilities	1,773	651	1,031	1,131	1,241
Long-term debts	1,478	500	1,000	1,100	1,210
Others	295	151	31	31	31
Shareholder's equity	25,356	28,943	34,351	42,120	51,888
Share capital	10,970	12,699	12,699	12,699	12,699
Treasury stocks	-	-	-	-	-
Others	2,312	2,353	2,353	2,353	2,353
Retained earnings	7,712	9,357	14,538	22,069	31,589
Minority interest	4,310	4,525	4,751	4,989	5,238

CASH FLOW (VND bn)					
FY (VND'bn)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Operating cash flow	5,054	8,162	5,897	8,251	10,767
Net income	5,310	6,488	8,470	11,050	13,921
Dep. & amortization	1,619	2,174	2,584	3,034	3,530
Change in working capital	(825)	(572)	(1,274)	(1,813)	(2,376)
Others	(1,050)	72	(3,883)	(4,020)	(4,307)
Investment cash flow	5,757	(12,275)	(4,104)	(6,255)	(7,862)
Net capex	(2,927)	(3,215)	(5,800)	(6,960)	(7,656)
Change in LT investment	(499)	(1,171)	(1,221)	(1,662)	(2,021)
Change in other assets	9,183	(7,888)	2,917	2,366	1,815
Cash flow after invt.	10,811	(4,112)	1,793	1,996	2,905
Financing cash flow	(9,773)	3,655	(1,222)	(1,635)	(2,220)
Change in share capital	1,895	1,729	-	-	-
Net change in debt	(7,714)	4,466	1,317	905	954
Change in other LT liab.	(3,954)	(2,540)	(2,540)	(2,540)	(3,175)
Net change in cash flow	1,038	(457)	571	361	684
Beginning cash flow	5,418	6,440	5,983	6,554	6,914
Ending Cash Balance	6,440	5,983	6,554	6,914	7,598

KEY METRICS					
	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
PE (x)	24.4	20.0	15.3	11.7	9.3
Diluted PE (x)	24.4	20.0	15.3	11.7	9.3
PB (x)	4.7	4.1	3.4	2.8	2.3
EBITDA/share	6,793	6,600	11,306	14,262	17,228
DPS (VND)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.7
EV/EBITDA (x)	12.9	13.4	8.0	6.4	5.4
EV/EBIT (x)	16.3	13.4	9.7	7.7	6.4

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

hien.le@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn