

Ngành Công nghệ Việt Nam: Vươn tới tầm cao mới

Võ Thị Ngọc Hàn, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & Công nghệ
nga.tttu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

- Chi tiêu CNTT toàn cầu dự báo tăng trưởng 9,3% trong năm 2025 (theo Gartner), nhờ sự tăng trưởng 9,4% của phân khúc dịch vụ CNTT. Các phân khúc Phần mềm và Trung tâm dữ liệu dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt 14% và 16%, được hỗ trợ nhờ việc áp dụng GenAI ngày càng tăng.
- Năm 2025 được coi là năm then chốt đối với ngành Công nghệ Việt Nam, nhờ các sáng kiến/chiến lược của Chính phủ tập trung vào ngành Công nghiệp Bán dẫn, CSHT kỹ thuật số và Phát triển nguồn nhân lực. Điều này sẽ định vị Việt Nam trở thành một trung tâm Công nghệ trong khu vực.
- Với những mục tiêu đầy tham vọng này, FPT (Tăng tỷ trọng) có vị thế tốt để trở thành doanh nghiệp hưởng lợi hàng đầu từ các xu hướng CNTT toàn cầu này. Trong khi đó, CTR (Tăng tỷ trọng) là công ty hưởng lợi chính từ nhu cầu về CSHT 5G mới ở Việt Nam.

Một năm tăng trưởng mạnh mẽ nữa cho ngành CNTT toàn cầu

Theo dự báo mới nhất của Gartner được công bố vào tháng 10/2024, chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến đạt 5,7 nghìn tỷ USD vào năm 2025, tăng trưởng 9,3%, so với mức tăng trưởng 7,2% ước tính trong năm 2024. Trong đó, dịch vụ CNTT, đóng góp 30% tổng doanh thu, đã trở thành phân khúc đóng góp lớn nhất vào chi tiêu CNTT toàn cầu. Theo đó, phân khúc này dự kiến sẽ tăng trưởng 5,6% trong năm 2024 đạt 1,6 nghìn tỷ USD, sau đó tăng trưởng nhanh hơn ở tốc độ 9,4% trong năm 2025, đạt 1,7 nghìn tỷ USD.

Việc lập kế hoạch cho các sáng kiến GenAI đang góp phần thúc đẩy chi tiêu CNTT toàn cầu trong những năm tới. Trên thực tế, sự gia tăng chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến trong năm 2025 chủ yếu được thúc đẩy bởi 3 phân khúc chính là hệ thống trung tâm dữ liệu (16%), phần mềm (14%) và dịch vụ CNTT (9,4%). Triển vọng mạnh mẽ này không chỉ là hệ quả của xu hướng công nghệ mới nhất mà còn là bước đệm hướng tới GenAI. Theo Gartner, các doanh nghiệp đang nhanh chóng tụt hậu so với các công ty dịch vụ CNTT trong việc thu hút nhân tài với các bộ kỹ năng CNTT quan trọng. Điều này tạo ra nhu cầu đầu tư lớn hơn vào chi tiêu tư vấn so với nhân viên nội bộ. Do đó, HSC nhận thấy triển vọng tươi sáng cho các nhà cung cấp dịch vụ CNTT trong tương lai.

Việt Nam hưởng lợi mạnh mẽ từ xu hướng toàn cầu này

Theo Bộ Thông tin và Truyền thông (TT&TT), doanh thu ngành CNTT-TT của Việt Nam sẽ tăng trưởng 18% đạt 163,6 tỷ USD trong năm nay. Tính chung 11 tháng đầu năm 2024, doanh thu ngành CNTT-TT của Việt Nam đạt 159,3 tỷ USD, tăng 19,8% so với cùng kỳ, hoàn thành 95,6% kế hoạch của Chính phủ. Về lợi nhuận, lợi nhuận toàn quốc đạt 11,6 tỷ USD, tăng 17,5% so với cùng kỳ và đạt 100,2% kế hoạch cả năm. Theo đó, cho cả năm 2024, HSC dự báo doanh thu ngành CNTT-TT của Việt Nam sẽ tăng trưởng 21% đạt 172 tỷ USD. Chúng tôi tin rằng sự phục hồi trong xuất khẩu phần cứng/phần mềm và dịch vụ CNTT là động lực chính trong năm nay. Bước sang năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu ngành CNTT-TT sẽ tiếp tục tăng trưởng 10% đạt 189 tỷ USD, dẫn đầu là phân khúc dịch vụ CNTT.

Nói chung, năm 2025 được coi là năm then chốt đối với ngành Công nghệ Việt Nam nhờ các sáng kiến/chiến lược của Chính phủ tập trung vào ngành Công nghiệp Bán dẫn, CSHT kỹ thuật số và Phát triển nguồn nhân lực. Điều này sẽ định vị Việt Nam trở thành một trung tâm Công nghệ trong khu vực.

Khuyến nghị

FPT (Tăng tỷ trọng) và CRT (Tăng tỷ trọng) là những lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành Công nghệ của Việt Nam. Nguồn nhân lực mạnh mẽ, khả năng mở rộng và tập trung chiến lược vào các lĩnh vực tăng trưởng cao của FPT giúp công ty tiếp tục tăng trưởng, trong khi CTR hưởng lợi từ việc triển khai thương mại hóa mạng 5G đang tăng tốc tại thị trường Việt Nam.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/12.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
CTR	125,000	Tăng tỷ trọng	-	140,800	-	12.6	35.1	31.2	14.6	11.2	0.80	0.96
FPT	145,000	Tăng tỷ trọng	-	160,800	-	10.9	29.7	23.5	16.9	13.7	1.38	1.72

Giá cổ phiếu tại ngày 3/12/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Ngành Công nghệ Việt Nam: Bước vào làn sóng tăng trưởng tiếp theo	3
Phần mềm và dịch vụ CNTT thúc đẩy tăng trưởng toàn cầu	3
Việt Nam sẽ hưởng lợi từ xu hướng toàn cầu này	3
Viễn thông: Quá trình thương mại hóa mạng 5G đang bắt đầu	5
Báo cáo thành phần	
CTCP FPT (FPT)	8

Ngành Công nghệ Việt Nam: Bước vào làn sóng tăng trưởng tiếp theo

Bức tranh ngành CNTT toàn cầu đang sẵn sàng cho sự tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới, được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng và sự đổi mới liên tục trên các phân khúc khác nhau. Theo Gartner, chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến đạt 5,7 nghìn tỷ USD vào năm 2025 (tăng trưởng 9,3%) nhờ các khoản đầu tư đáng kể vào hệ thống trung tâm dữ liệu, phần mềm và dịch vụ CNTT. Tại Việt Nam, HSC vẫn giữ quan điểm tích cực về ngành Công nghệ nhờ nhu cầu Chuyển đổi số ngày càng tăng và những nỗ lực của Chính phủ trong việc biến Việt Nam thành một trung tâm Công nghệ của khu vực. FPT (Tăng tỷ trọng) và CTR (Tăng tỷ trọng) là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành này.

Phần mềm và dịch vụ CNTT thúc đẩy tăng trưởng toàn cầu

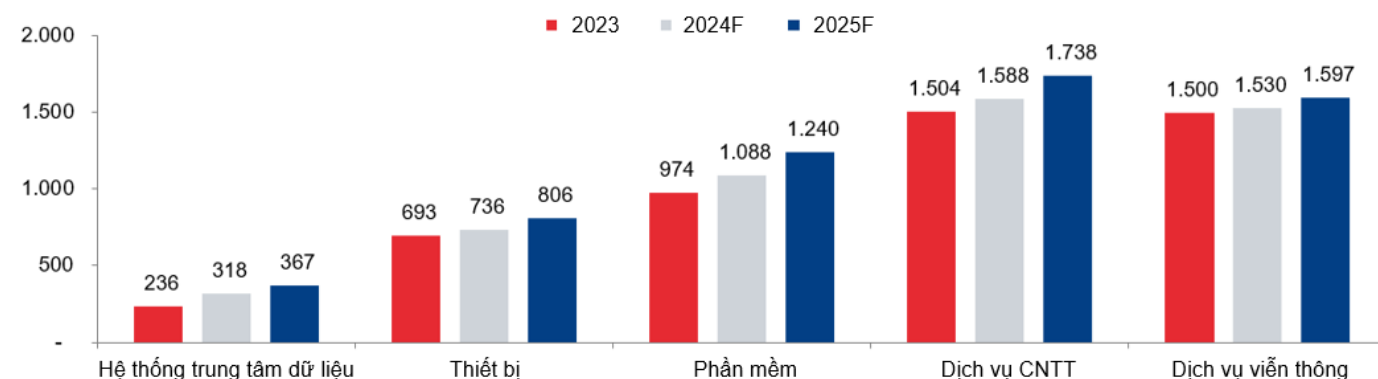
Theo dự báo mới nhất của Gartner được công bố vào tháng 10/2024, chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến đạt 5,7 nghìn tỷ USD vào năm 2025, tăng trưởng 9,3% so với năm 2024. Dịch vụ CNTT trở thành phân khúc đóng góp lớn nhất vào chi tiêu CNTT toàn cầu, chiếm khoảng 30% mỗi năm. Phân khúc này dự kiến sẽ tăng trưởng 5,6% trong năm 2024 đạt 1,58 nghìn tỷ USD, sau đó tăng trưởng nhanh hơn ở mức 9,4% trong năm 2025, đạt 1,74 nghìn tỷ USD.

Việc lập kế hoạch cho các sáng kiến GenAI đang góp phần thúc đẩy chi tiêu CNTT toàn cầu trong những năm tới. Trên thực tế, sự gia tăng chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến trong năm 2025 chủ yếu được thúc đẩy bởi 3 phân khúc chính là hệ thống trung tâm dữ liệu (15,5%), phần mềm (14%) và dịch vụ CNTT (9,4%).

Tăng trưởng trong phân khúc hệ thống trung tâm dữ liệu chủ yếu được thúc đẩy bởi doanh thu máy chủ (đóng góp khoảng 70% chi tiêu của phân khúc trong năm 2025) với GenAI đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính. GenAI đang định hình lại bối cảnh trung tâm dữ liệu, tác động đáng kể đến thiết kế, cách vận hành và nhu cầu thị trường đối với phân khúc này. Sự gia tăng trong việc áp dụng GenAI dự báo sẽ khiến doanh thu máy chủ tăng gần gấp ba lần từ hơn 134 tỷ USD vào năm 2023 lên khoảng 332 tỷ USD vào năm 2028, phản ánh tốc độ CAGR mạnh mẽ khoảng 20% trong giai đoạn 2023-2028. Trong khi đó, chi tiêu cho phần mềm và dịch vụ CNTT dự kiến sẽ tập trung vào các dự án liên quan đến AI, bao gồm các ứng dụng như email và soạn thảo nội dung.

Biểu đồ 1: Dự báo chi tiêu toàn cầu cho CNTT, theo sản phẩm (tỷ USD)

Chi tiêu đối với CNTT toàn cầu được dự báo sẽ đạt 5,7 nghìn tỷ USD trong năm 2025, tương đương tăng trưởng 9,3% (so với mức tăng trưởng 7,2% trong năm 2024)



Nguồn: Gartner, HSC

Việt Nam sẽ hưởng lợi từ xu hướng toàn cầu này

Theo Bộ TT&TT, doanh thu ngành CNTT-TT của Việt Nam sẽ tăng trưởng 18% đạt 166,6 tỷ USD trong năm 2024. Tính chung 11 tháng đầu năm 2024, doanh thu ngành CNTT-TT của Việt Nam đạt 159,3 tỷ USD, tăng 19,8% so với cùng kỳ, hoàn thành

95,6% kế hoạch của Chính phủ. Về lợi nhuận, lợi nhuận toàn quốc đạt 11,6 tỷ USD, tăng 17,5% so với cùng kỳ và đạt 100,2% kế hoạch cả năm.

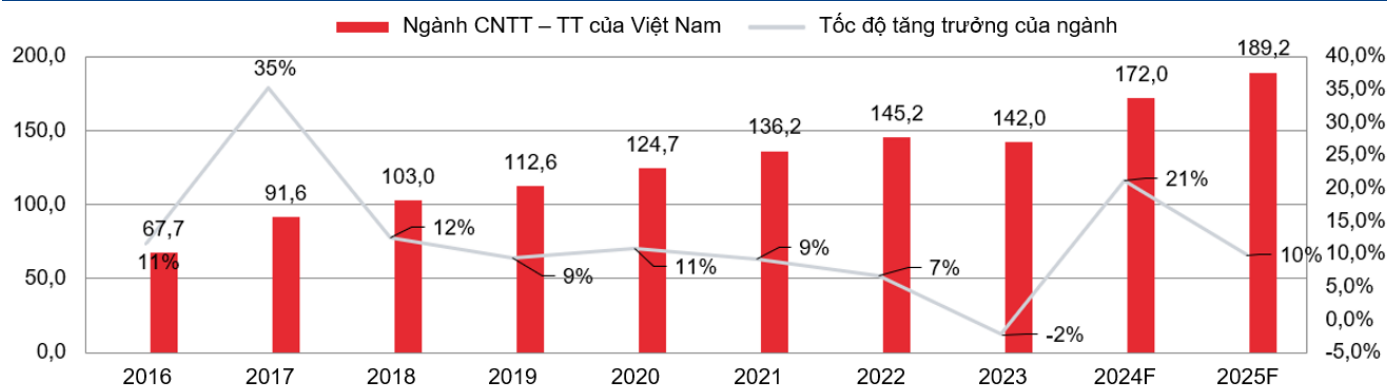
Do không có số liệu chi tiết về đóng góp của từng phân khúc vào mức tăng trưởng mạnh mẽ 18% so với cùng kỳ của doanh thu ngành CNTT-TT trong 11 tháng đầu năm 2024, HSC cho rằng sự phục hồi mạnh mẽ (tăng 23% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2024) của xuất khẩu phần cứng và sự cải thiện hơn nữa trong dịch vụ CNTT nước ngoài (dịch vụ CNTT và xuất khẩu phần mềm) là hai yếu tố khác dẫn đến tăng trưởng mạnh mẽ trong năm nay.

Theo đó, cho cả năm 2024, HSC dự báo doanh thu ngành CNTT-TT của Việt Nam sẽ tăng trưởng 21% đạt 172 tỷ USD. Cho năm 2025, doanh thu ngành CNTT-TT dự báo tiếp tục tăng trưởng 10% đạt 189 tỷ USD, dẫn đầu là phân khúc dịch vụ CNTT trong khi tăng trưởng của phân khúc phần cứng dự báo tăng trưởng 8,6% so với mức 15,5% ước tính trong năm 2024 do so với mức nền cao của năm 2024.

Nói chung, năm 2025 được coi là năm then chốt đối với ngành Công nghệ Việt Nam nhờ các sáng kiến/chiến lược của Chính phủ tập trung vào ngành Công nghiệp Bán dẫn, CSHT kỹ thuật số và Phát triển nguồn nhân lực. Điều này sẽ định vị Việt Nam trở thành một trung tâm Công nghệ trong khu vực.

Biểu đồ 2: Doanh thu sản phẩm CNTT-TT của Việt Nam (tỷ USD)

HSC dự báo doanh thu năm 2025 sẽ tiếp tục tăng thêm 10% so với cùng kỳ dựa trên đà tăng trưởng mạnh mẽ năm 2024 (ước tính là 21%)



Nguồn: MIC, HSC

Những sáng kiến của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng ngành Công nghệ của Việt Nam

Vào cuối tháng 9, Thủ tướng Chính phủ đã ký và ban hành hai quyết định: (1) Chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030 và tầm nhìn 2050 và (2) Phát triển nguồn nhân lực cho ngành Công nghiệp bán dẫn đến năm 2030, tầm nhìn 2050, đánh dấu cột mốc quan trọng trong tham vọng trở thành một trung tâm bán dẫn hàng đầu thế giới của Việt Nam. Các chi tiết đã được đề cập trong báo cáo ngành '[Lộ trình phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2050](#)' (25/9/2024).

Vào tháng 11, Bộ TT&TT cũng đã tư vấn thành công cho Chính phủ ban hành Nghị định 147/2024/NĐ-CP về quản lý, cung cấp và sử dụng dịch vụ Internet và thông tin trên mạng. Ngoài ra, Bộ cũng đã trình Thủ tướng Chính phủ Quyết định số 1437/QĐ-TTg về Kế hoạch hành động quốc gia phát triển kinh tế số giai đoạn 2024-2025. Kế hoạch tập trung vào chuyển đổi số tất cả các ngành trọng điểm có tiềm năng và dự địa phát triển kinh tế số lớn, bao gồm bán buôn và bán lẻ, nông nghiệp, sản xuất, du lịch và logistic. Quyết định này cũng tạo ra động lực tăng trưởng mới dựa trên dữ liệu, công nghệ số và đổi mới sáng tạo, nâng cao năng lực quản trị và điều hành hệ thống CSHT kinh tế - xã hội, quản lý hoạt động kinh doanh, tạo ra mô hình kinh doanh mới, đồng thời kích thích nhu cầu về sản phẩm và dịch vụ trong môi trường số.

Chính sách chủ động của Chính phủ Việt Nam đang mở đường cho một cuộc cách mạng công nghệ. Đất nước đang sẵn sàng trở thành một nhân tố quan trọng trong ngành công nghệ toàn cầu.

FPT sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi chính từ các xu hướng CNTT toàn cầu

HSC tin rằng **FPT (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 160.800đ)** sẽ là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính tại Việt Nam nhờ sở hữu nguồn nhân lực CNTT lớn nhất, năng lực công nghệ ngày càng tăng và cơ sở khách hàng mở rộng. FPT là doanh nghiệp hưởng lợi từ “nền kinh tế máy móc thông minh mới” và vì vậy chúng tôi tin rằng nhu cầu sẽ chứng minh là có cấu trúc và có tính bền vững trong dài hạn. Lợi nhuận thuần của FPT dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 25% trong giai đoạn 2022-2025.

Viễn thông: Quá trình thương mại hóa mạng 5G đang bắt đầu

Tổng quan quá trình thương mại hóa mạng 5G tại Việt Nam

Năm năm sau lần thử nghiệm kỹ thuật đầu tiên vào năm 2019, kế hoạch thương mại hóa 5G của Việt Nam cuối cùng đã thành hiện thực khi Viettel (100% vốn nhà nước, chưa niêm yết), nhà mạng viễn thông lớn nhất Việt Nam, trở thành nhà mạng đầu tiên chính thức thương mại hóa mạng 5G vào ngày 15/10/2024. Hai nhà mạng lớn khác là VNPT và Mobifone (đều 100% vốn nhà nước, chưa niêm yết) cũng sẽ sớm triển khai dịch vụ 5G sau thành công của cuộc đấu giá khối băng tần 5G hồi đầu năm nay (khi mỗi nhà mạng trong số ba nhà mạng lớn giành được một khối băng tần 5G).

HSC đã xem xét giá 5G do Viettel cung cấp và cho rằng mức giá này khá hợp lý. Người dùng có thể chỉ phải trả cao hơn 50% cho 5G so với mức họ đang trả cho 4G (trong khi giá mỗi GB cho 5G không nhất thiết cao hơn so với 4G). Với mức giá dịch vụ di động hiện tại ở Việt Nam vốn đã rẻ, chúng tôi kỳ vọng mức giá 5G cao hơn sẽ vẫn trong khả năng chi trả của người dùng.

Nghiên cứu về giá cước dữ liệu 5G ở các quốc gia khác cho thấy dữ liệu 5G ở Việt Nam rẻ hơn nhiều. Điều này sẽ giúp Việt Nam đẩy nhanh quá trình thương mại hóa 5G, nhất là khi Việt Nam đang chậm hơn so với các quốc gia khác trong cuộc đua 5G.

Bảng 3: So sánh giá gói cước 5G & 4G, Viettel

Giá cước 5G không cao hơn nhiều so với 4G, từ đó hỗ trợ việc sử dụng mạng 5G

Mạng	Gói	Giá mỗi tháng (đồng)	Data (GB/ngày)	Tổng data/tháng (GB)	Giá mỗi GB (đồng)	Cung cấp
5G	5G135	135,000	4	120	1,125	Có chọn lọc
	5G150	150,000	6	180	833	Rộng rãi
4G	SD70	70,000	1	30	2,333	Rộng rãi
	SD90	90,000	1.5	45	2,000	Có chọn lọc
	SD135	135,000	5	150	900	Rộng rãi

Nguồn: HSC

Bảng 4: Giá gói cước 5G, một số quốc gia

Giá cước 5G tại Việt Nam do Viettel cung cấp tương đối rẻ so với các quốc gia khác trong khu vực

Quốc gia	Nhà mạng di động	Giá mỗi tháng (USD)	Data (GB/tháng)	Giá mỗi GB (USD)	Ghi chú
Việt Nam	Viettel	6.0	180	0.03	Chỉ bao gồm data
Trung Quốc	China Mobile	18.0	30	0.60	Bao gồm 500 phút gọi
Indonesia	Telkomsel	3.2	30	0.11	Chỉ bao gồm data
Thái Lan	AIS	5.9	30	0.20	Chỉ bao gồm data
Malaysia	U Mobile	11.5	200	0.06	Bao gồm cuộc gọi không giới hạn

Nguồn: HSC tổng hợp

Trung Quốc: Một trường hợp triển khai thương mại hóa 5G thành công

Trung Quốc là một trong những quốc gia đầu tiên trên thế giới triển khai thương mại hóa 5G vào năm 2019. Năm năm sau khi thương mại hóa, khoảng 50% thuê bao đang thực sự sử dụng 5G. Tốc độ triển khai 5G của Trung Quốc thuộc hàng nhanh nhất thế giới. HSC cho rằng câu chuyện thành công 5G của Trung Quốc xuất phát từ các yếu tố sau:

- (i) Chính sách hỗ trợ của Chính phủ

Các nhà mạng viễn thông của Trung Quốc đều thuộc sở hữu nhà nước, nên họ có khả năng đáp ứng tốt hơn các mục tiêu chính trị. Do đó, sự hỗ trợ chính sách mạnh mẽ cho 5G tại Trung Quốc đã trở thành một yếu tố quan trọng thúc đẩy việc triển khai 5G. Hầu hết chính quyền địa

phương cũng đã ban hành các chính sách trợ cấp cho việc triển khai 5G, thường dao động từ 5.000-10.000 Nhân dân tệ (700-1.400 USD) cho mỗi trạm BTS 5G được chấp thuận. Vào tháng 8/2022, Bộ Công nghiệp và CNTT Trung Quốc đã ban hành bộ "Hướng dẫn Xây dựng Nhà máy Kết nối Hoàn toàn 5G" mới với mục tiêu thúc đẩy việc xây dựng các nhà máy kết nối hoàn toàn 5G bởi 10.000 doanh nghiệp.

(ii) COVID-19 đã thúc đẩy sự chấp nhận nhanh hơn

So với ứng dụng mạng trước đây, trọng tâm của các ứng dụng thương mại 5G tại Trung Quốc đã chuyển từ người dùng cá nhân (B2C) sang doanh nghiệp (B2B). Trong bối cảnh đại dịch, các biện pháp giãn cách xã hội được áp dụng để kiểm soát dịch bệnh đã vô tình thúc đẩy việc áp dụng 5G nhanh chóng hơn.

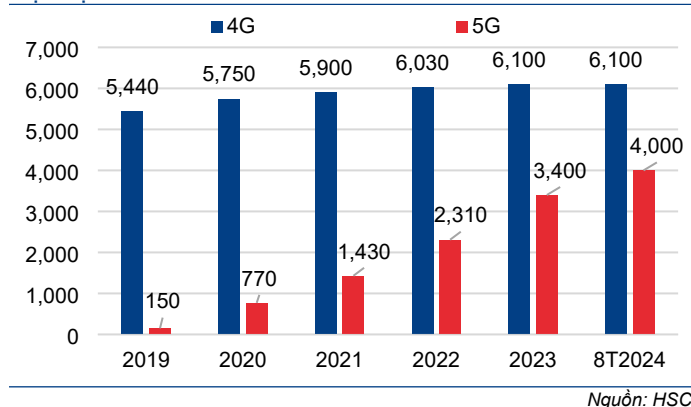
Sau đó, mạng 5G đã được ứng dụng trong nhiều lĩnh vực, bao gồm y tế (khám chữa bệnh từ xa), giáo dục (học trực tuyến), giải trí, logistic và sản xuất.

(iii) Cơ sở hạ tầng: CSHT đóng vai trò then chốt trong việc triển khai 5G. Khi hoạt động ở băng tần cao hơn (2,5-2,6 GHz so với 1,8 GHz của 4G), mỗi trạm BTS 5G chỉ phủ sóng được một phần ba diện tích so với 4G, điều này đòi hỏi mật độ triển khai tăng gấp ba lần.

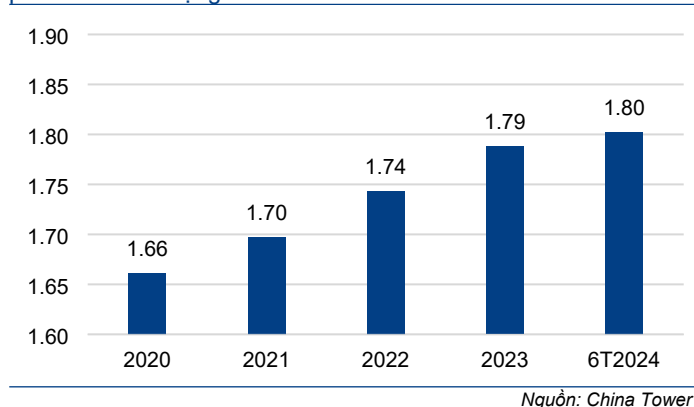
Tại thời điểm cuối tháng 8/2024, tổng số trạm BTS 5G ở Trung Quốc đạt 4 triệu trạm, tăng 600.000 trạm so với đầu năm. Với hơn 6 triệu trạm BTS 4G, tổng số trạm BTS 4G và 5G ở Trung Quốc hiện đạt hơn 10 triệu, tương đương mật độ 7 trạm BTS trên 1.000 dân (cao nhất thế giới về mật độ phủ sóng và lớn hơn rất nhiều so với mật độ 1 trạm BTS trên 1.000 dân hiện nay ở Việt Nam).

Trong khi đó, để đáp ứng lời kêu gọi của Chính phủ về chi phí hợp lý, vào năm 2019, China Unicom và China Telecom đã ký "Thỏa thuận Hợp tác Khung Chia sẻ và Đồng Xây dựng Mạng lưới 5G" để chia sẻ CSHT 5G. Tỷ lệ dùng chung trạm của China Tower (công ty towerco lớn nhất Trung Quốc, chiếm 95% thị phần) đã tăng đều đặn từ 1,66 trong năm 2020 lên 1,80 trong năm 2023.

Biểu đồ 5: Số lượng các trạm BTS (nghìn trạm), Trung Quốc
Tính đến hết 8 tháng đầu năm 2024, Trung Quốc có tổng cộng 4 triệu trạm BTS 5G



Biểu đồ 6: Tỷ lệ dùng chung trạm, China Tower
Tỷ lệ dùng chung trạm của China Tower đã dần tăng lên với sự phát triển của mạng 5G



Việt Nam có thể học hỏi được điều gì?

Việt Nam tương tự như Trung Quốc ở chỗ tất cả các nhà mạng viễn thông ở Việt Nam đều là các công ty nhà nước. Trong khi các nhà mạng vẫn lo ngại về tính khả thi về mặt tài chính của 5G, thì Chính phủ đã thúc đẩy việc thương mại hóa. Chính phủ cũng khuyến khích chia sẻ CSHT và xem đây là một cách hiệu quả để tiết kiệm chi phí. Dưới áp lực của Chính phủ, ba nhà mạng di động lớn đã ký các thỏa thuận chia sẻ CSHT. Hiện tại việc chia sẻ CSHT vẫn còn hạn chế do CSHT 4G đã khá hoàn thiện. Tuy nhiên, chúng ta có thể kỳ vọng điều này sẽ được đẩy nhanh khi 5G được triển khai.

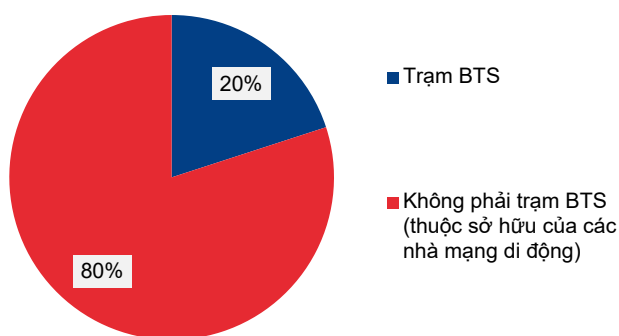
Về CSHT, với những gì đã xảy ra với Trung Quốc, chúng ta có thể học hỏi và áp dụng những mô hình tương tự cho Việt Nam. CSHT 5G cũng sẽ cần được triển khai nhanh chóng để đáp ứng mật độ phủ sóng. Lưu ý, Việt Nam hiện chỉ có 100.000 trạm BTS, tương đương mật độ 1 trạm BTS trên 1.000 dân, thấp hơn nhiều so với Trung Quốc. Do đó, theo Bộ TT&TT, để 5G được áp dụng rộng rãi, chúng ta sẽ cần ít nhất gấp đôi số lượng trạm BTS hiện tại.

Thị trường towerco tại Việt Nam: Tỷ lệ thâm nhập thấp cho thấy nhiều dư địa tăng trưởng

Thị trường towerco của Việt Nam vẫn còn đang ở giai đoạn phát triển ban đầu, với sự gia tăng gần đây về số lượng trạm BTS của CTR, HSC ước tính tỷ lệ thâm nhập towerco của Việt Nam là khoảng 20%. Tuy nhiên, với kế hoạch xây dựng trạm BTS mạnh mẽ của CTR cho năm tới (thêm 3.000 trạm BTS mới, từ số lượng trạm BTS ước tính đạt gần 10.000 vào cuối năm 2024), tỷ lệ thâm nhập towerco tại Việt Nam có thể nhanh chóng tăng lên.

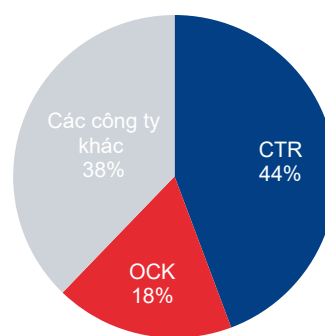
Như đã thấy ở các thị trường khác, tỷ lệ thâm nhập towerCo cao hơn thường đi đôi với tỷ lệ dùng chung trạm cao hơn. Điều này, cùng với việc Chính phủ khuyến khích chia sẻ CSHT, có thể đẩy tỷ lệ dùng chung trạm của Việt Nam lên cao, trong đó CTR là người hưởng lợi chính với tư cách là công ty towerco hàng đầu.

Biểu đồ 7: Tỷ lệ thâm nhập Towerco, Việt Nam
Tỷ lệ thâm nhập Towerco tại Việt Nam chỉ đạt 20%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 8: Thị phần Towerco, Việt Nam
CTR là doanh nghiệp dẫn đầu với tổng 9.024 trạm BTS tính đến hết 10 tháng đầu năm 2024, tương đương 44% thị phần



Nguồn: CTR, HSC

CTR: Hưởng lợi từ thương mại hóa 5G nhưng cần thời gian

HSC dự kiến Việt Nam sẽ cần ít nhất gấp đôi số lượng trạm BTS hiện tại để đáp ứng việc thương mại hóa mạng 5G. Với 100.000 trạm BTS hiện tại, Việt Nam hiện chỉ có 1 trạm BTS cho mỗi 1.000 dân (so với mật độ 6,8 của Trung Quốc vào cuối năm 2023). Điều này sẽ thúc đẩy một chu kỳ nhu cầu mới về CSHT viễn thông.

Việc triển khai thương mại hóa mạng 5G cũng giúp khuyến khích chia sẻ CSHT giữa các nhà mạng, giúp cải thiện tỷ lệ dùng chung trạm tại Việt Nam. Hiện tại, tỷ lệ thâm nhập towerco tại Việt Nam chỉ khoảng 20%, thấp hơn nhiều so với các quốc gia khác có thị trường towerco phát triển hơn. Tỷ lệ thâm nhập towerco cao hơn thường dẫn đến tỷ lệ dùng chung trạm cao hơn.

Tuy nhiên, trong năm nay và năm tới, chúng tôi dự kiến các trạm BTS 5G sẽ vẫn chủ yếu dựa trên các trạm BTS hiện có (bằng cách lắp đặt bổ sung thiết bị 5G) thay vì xây dựng các trạm BTS 5G mới. Theo đó, HSC dự kiến các trạm BTS 5G mới sẽ bắt đầu được xây dựng từ năm 2026 khi 5G được chấp nhận rộng rãi hơn tại Việt Nam. Theo đó, việc áp dụng 5G chậm hơn dự kiến sẽ gây ra rủi ro giảm đối với dự báo tăng trưởng của chúng tôi từ năm 2026. Là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực towerco và hạ tầng viễn thông tại Việt Nam, CTR có vị thế tốt để hưởng lợi từ chu kỳ mới của CSHT 5G, nhưng việc hiện thực hóa lợi nhuận sẽ cần có thời gian. HSC khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** đối với CTR với **giá mục tiêu là 140.800đ (tiềm năng tăng giá 13%)**.

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ160,800 (từ VNĐ147,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 10.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/12/2024) 145,000

Mã Bloomberg	FPT VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	80,275-145,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	143,501
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	213,305
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,399
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,471
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	721
Slg CP NN được mua (tr.đv)	40.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	46.2%
Tỷ lệ freefloat	78.8%
Cổ đông lớn	Trương Gia Bình (7.07%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	8.48	8.31	83.0
So với chỉ số	9.84	10.2	52.4
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,878	5,095	(4.3)
2025F	6,162	6,384	(3.5)
2026F	7,847	7,921	(0.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

FPT đang chuyển mình từ một đơn vị gia công phần mềm trở thành công ty công nghệ thực thụ trên phạm vi toàn cầu.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp &
nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm đạt 26%; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FPT nhưng tăng 9% giá mục tiêu lên 160.800đ (tiềm năng tăng giá 11%) nhờ chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và điều chỉnh các giả định định giá.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo EPS cho năm 2024-2025 trong khi điều chỉnh tăng cho năm 2026 để phản ánh đóng góp cao hơn từ nhà máy AI của FPT. Theo đó, EPS dự báo tăng trưởng lần lượt 22% và 26% cho năm nay và năm sau, và tăng trưởng 27% cho năm 2026.
- Mảng Công nghệ vẫn là động lực chính trong 2 năm tới, trong khi mảng Giáo dục dường như tăng trưởng chậm lại (khi so với mức nền cao trong năm 2023) do gia tăng cạnh tranh.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, FPT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,9 lần (năm 2025: 23,5 lần) so với bình quân 2 năm ở mức 17,2 lần, vẫn rẻ hơn 8% so với các công ty cùng ngành.

Sự kiện: Đánh giá lại đóng góp của mảng Giáo dục và Nhà máy AI

Trong buổi gặp gỡ các chuyên viên phân tích gần đây, FPT đã cung cấp thông tin cập nhật về các mảng kinh doanh khác nhau của mình. Mảng Công nghệ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho FPT, trong khi mảng Giáo dục đang phải đối mặt với một số khó khăn. Nhà máy AI của FPT đã bắt đầu nhận đơn đặt hàng từ ngày 13/11/2024, đánh dấu một bước tiến quan trọng trong việc tận dụng tiềm năng của công nghệ AI.

Tác động: Duy trì dự báo cho năm 2024-2025 nhưng tăng 2% dự báo cho năm 2026

Sự tăng trưởng yếu hơn dự kiến của mảng Giáo dục được bù đắp hoàn toàn bởi kế hoạch đầy tham vọng từ đóng góp của nhà máy AI. Theo đó, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 nhưng tăng 2% dự báo cho năm 2026.

Cho năm 2024, lợi nhuận thuần dự báo đạt 7.886 tỷ đồng (tăng trưởng 22%), tương đương lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 2.125 tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ và 2% so với quý trước). HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025 với lợi nhuận thuần đạt 9.962 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) trong khi tăng 2% dự báo cho năm 2026 với lợi nhuận thuần đạt 12.686 tỷ đồng (tăng trưởng 27%).

Mảng Công nghệ dự báo tăng trưởng lần lượt 26% và 28% cho năm 2025-2026, thậm chí còn mạnh hơn năm 2024 (tăng trưởng 22,4%) nhờ sự kết hợp của cả phân khúc dịch vụ CNTT nước ngoài và phân khúc dịch vụ CNTT trong nước khi nhà máy AI bắt đầu đóng góp vào doanh thu từ đầu năm sau. Dự báo EPS cho năm 2024-2025 của HSC thấp hơn 4% so với bình quân dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 9% giá mục tiêu lên 160.800đ (tiềm năng tăng giá 11%), định giá FPT ở mức P/E dự phóng năm 2025 là 26,1 lần khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2025 và thay đổi các giả định đầu vào. Lưu ý, chúng tôi đã đưa chương trình ESOP năm 2024 là 10,6 triệu cổ phiếu vào mô hình dự báo của mình.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, FPT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,9 lần (và P/E dự phóng năm 2025 là 23,5 lần). Mặc dù cao hơn bình quân 3 năm qua ở mức 17,2 lần, FPT vẫn đang giao dịch thấp hơn trung vị của các công ty cùng ngành trên toàn cầu, các công ty này đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 25,1 lần. FPT có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng công nghệ AI đang phát triển mạnh mẽ. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FPT với tiềm năng tăng giá 11% tại giá mục tiêu.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,628	10,738	12,967	15,893	19,756
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,310	6,465	7,886	9,962	12,686
EPS ĐC (đồng)	4,429	4,661	4,878	6,162	7,847
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
BVPS (đồng)	19,185	19,665	19,928	23,590	28,937
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.1	17.7	16.9	13.7	10.9
P/E ĐC (lần)	32.7	31.1	29.7	23.5	18.5
Lợi suất cổ tức (%)	1.38	1.38	1.38	1.72	1.72
P/B (lần)	7.56	7.37	7.28	6.15	5.01
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.6)	5.24	4.66	26.3	27.3
ROAE (%)	27.2	28.1	29.1	31.1	32.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng lợi nhuận vẫn tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2024-2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 22% và 26% đồng thời tăng 2% dự báo cho năm 2026 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 27%. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 đạt 25%. HSC cũng tăng 9% giá mục tiêu lên 160.800đ (tiềm năng tăng giá 11%) nhờ lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2025 và điều chỉnh các giả định định giá. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FPT.

Mảng Công nghệ có vị thế tốt để tiếp tục tăng trưởng

Trong hai năm tới, mảng Công nghệ dự báo sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ dù so với mức nền cao trong năm nay. Động lực tăng trưởng là:

Phân khúc dịch vụ CNTT nước ngoài – trong 10 tháng đầu năm 2024, doanh thu phân khúc này đã tăng mạnh 28,9% so với cùng kỳ đạt 25,5 nghìn tỷ đồng. Trong đó, doanh thu từ Nhật Bản (đóng góp 39% doanh thu của phân khúc này) tăng mạnh 31% so với cùng kỳ, tiếp theo là doanh thu từ thị trường châu Á-Thái Bình Dương (đóng góp 27%) tăng mạnh 38% so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu thị trường Mỹ (đóng góp 25%) tăng nhẹ 13% so với cùng kỳ.

- **Thị trường Mỹ:** Mặc dù thị trường Mỹ có phần kém khả quan từ đầu năm, FPT tin rằng tốc độ tăng trưởng tại thị trường này sẽ mạnh hơn trong thời gian tới vì Công ty đã ký kết thành công hợp đồng dịch vụ quản lý trị giá 225 triệu USD trong 3 năm với một khách hàng tại đây. Hợp đồng này dự kiến sẽ mang lại doanh thu hằng năm khoảng 70-75 triệu USD. Để thực hiện hợp đồng, FPT sẽ phải huy động hơn 1.000 kỹ sư – bao gồm lực lượng lao động trong nước, trong khu vực và nước ngoài. Chúng tôi nhận thấy rằng doanh thu đóng góp hằng năm từ hợp đồng này tương đương với 24% doanh thu từ thị trường Mỹ trong năm 2024. Hợp đồng này nhấn mạnh sự hiện diện ngày càng tăng của FPT tại thị trường Mỹ, đồng thời thể hiện cam kết, khả năng thích nghi và năng lực của Công ty trong việc đáp ứng các nhu cầu ngày càng thay đổi của khách hàng. Hợp đồng này sẽ góp phần thúc đẩy sự tăng trưởng trở lại từ thị trường Mỹ.

Chiến thắng của ông Trump: FPT tin rằng với việc ông Trump tái đắc cử, tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ của kinh tế Mỹ và gia tăng chi tiêu cho CNTT sẽ mang lại cơ hội cho FPT. BLĐ cho rằng khả năng tăng thuế trong tương lai dường như không ảnh hưởng đến phân khúc dịch vụ CNTT. Tuy nhiên, những thách thức có thể phát sinh từ việc hạn chế cấp thị thực cho chuyên gia CNTT, ảnh hưởng đến các công ty Việt Nam và Ấn Độ (đối thủ cạnh tranh chính của FPT tại thị trường Mỹ).

Dựa trên những giả định này, HSC dự báo doanh thu tại Mỹ sẽ tăng trưởng 15% đến 20% trong hai năm tới (năm 2025-2026), so với mức tăng trưởng dự kiến 12% trong năm nay.

- **Khu vực châu Á-Thái Bình Dương:** tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng 38% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2024. Singapore và Malaysia là hai thị trường có mức đóng góp doanh thu lớn nhất ở khu châu Á-Thái Bình Dương. Tuy nhiên, FPT cũng nhận thấy nhu cầu tại thị trường Hàn Quốc đang tăng (tăng hơn 30% mỗi năm) và hiện đóng góp 5% vào tổng doanh thu phân khúc dịch vụ CNTT nước ngoài. HSC giả định rằng thị trường này sẽ tăng trưởng 30%/năm trong hai năm tới.
- **Thị trường Nhật Bản:** FPT tiếp tục tập trung vào thị trường Nhật Bản, tận dụng lượng khách hàng lớn và tỷ lệ ứng dụng AI thấp. Việc khai trương văn phòng mới tại Nhật Bản gần đây phù hợp với mục tiêu đạt doanh thu 1 tỷ USD vào năm 2027 của Công ty, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR là 26%. Tốc độ tăng trưởng này khá gần với dự báo của HSC là 30%/năm trong năm 2025-2026.

Dựa trên những giả định này, HSC dự báo doanh thu phân khúc dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT sẽ tăng trưởng 26,2% trong năm 2025 và 27,7% trong năm 2026, so với mức tăng trưởng dự kiến là 28,2% trong năm 2024.

Bảng 9: Cơ cấu doanh thu mảng dịch vụ CNTT thế giới theo thị trường, FPT

HSC dự báo doanh thu mảng dịch vụ CNTT thế giới sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu dịch vụ CNTT thế giới	24,288	31,133	39,278	50,145
Tăng trưởng	28.4%	28.2%	26.2%	27.7%
Nhật Bản	9,324	12,308	16,000	20,800
Tăng trưởng	43.4%	32.0%	30%	30%
Mỹ	7,115	7,969	9,164	10,997
Tăng trưởng	8.6%	12.0%	15%	20%
Châu Á - Thái Bình Dương	6,113	8,253	10,728	13,947
Tăng trưởng	37.7%	35.0%	30%	30%
EU	1,736	2,604	3,385	4,401
Tăng trưởng	21.9%	50.0%	30%	30%

Nguồn: HSC

Dự án Nhà máy AI – Nhà máy AI đã bắt đầu nhận đơn đặt hàng từ ngày 13/11 và sẽ chính thức hoạt động vào đầu năm 2025, nhằm mục tiêu đến khách hàng tại Nhật Bản và thị trường trong nước:

- **Tổng vốn đầu tư cho giai đoạn 1:** 50 triệu USD cho mỗi nhà máy AI, bao gồm 1 nhà máy tại Nhật Bản và 1 nhà máy tại Việt Nam.
- **Khách hàng:** nhằm mục tiêu đến các ngành chăm sóc sức khỏe, sản xuất và dịch vụ tài chính.
- **Dịch vụ/sản phẩm cung cấp** gồm dịch vụ GPU, mô hình AI được đào tạo trước, thử nghiệm/tinh chỉnh các mô hình AI để phù hợp với hệ thống của khách hàng, v.v.
- **Lợi thế cạnh tranh:** đưa ra mức giá cạnh tranh – tương đương với các đối thủ Nhật Bản và thấp hơn nhiều so với các công ty công nghệ toàn cầu như Google và Microsoft.
- **Doanh thu:** Khi hoạt động 100% công suất, cả hai nhà máy trong Giai đoạn 1 dự kiến sẽ tạo ra doanh thu hằng năm là 100 triệu USD và tỷ suất EBITDA đạt trên 50%. Tỷ suất hoàn vốn nội bộ cho toàn dự án được kỳ vọng đạt mức 25%.
- **Kế hoạch mở rộng:** Giai đoạn thứ hai (mở rộng) với khoản đầu tư 100 triệu USD được lên kế hoạch để đáp ứng nhu cầu trong tương lai và giảm thiểu rủi ro của dự án tiên phong ở giai đoạn này.

Bảng 10: Đóng góp từ nhà máy AI, FPT

2025 là năm đầu tiên nhà máy AI đóng góp vào doanh thu của FPT

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Đóng góp vào doanh thu hàng năm (triệu đồng)	1,271,348	1,907,022	1,589,185	826,376
Đóng góp vào doanh thu hàng năm (triệu USD)	49.9	74.8	62.3	32.4
Doanh thu lũy kế (triệu USD)	49.9	124.6	187.0	219.4
Giả định về nhà máy AI	2025	2026	2027	2028
Chi phí đầu tư tài sản cố định (triệu USD)	100	150	200	200
Doanh thu	50	125	187	219
Công suất HĐ ước tính (%)	49.9%	83.1%	93.5%	109.7%
LNTT của nhà máy AI / LNTT của mảng dịch vụ CNTT trong nước	13.8%	26.4%	32.0%	32.1%
LNTT của nhà máy AI / LNTT hợp nhất của FPT	1.7%	3.5%	4.4%	4.4%

Nguồn: HSC

Lợi nhuận từ dự án nhà máy AI sẽ được ghi nhận cho FPT Smart Cloud, công ty thuộc phân khúc dịch vụ CNTT trong nước. HSC ước tính doanh thu đóng góp từ các nhà máy AI sẽ đạt khoảng 50 triệu USD trong năm 2025 (tương đương 50% công suất của hai nhà máy AI) và sẽ hoạt động hết công suất của Giai đoạn 1 trong năm 2026 và 50% công suất của nhà máy AI thứ ba trong năm 2026 (tạo ra doanh thu 125 triệu USD trong năm 2026). Điều này cho thấy doanh thu đóng góp mới từ nhà máy AI vào phân khúc dịch vụ CNTT trong nước sẽ đạt khoảng 14% vào năm 2025 và 26% vào

năm 2026. Đối với doanh thu hợp nhất của FPT, các nhà máy AI dự kiến sẽ đóng góp khoảng 2% trong năm 2025 và tăng lên 4% trong năm 2026.

Mặc dù vậy, FPT vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với nhu cầu trong phân khúc dịch vụ CNTT trong nước (không bao gồm nhu cầu ngày càng tăng đối với các nhà máy AI tăng như đã đề cập ở trên) do sức chi tiêu cho CNTT của khu vực công và tư vẫn còn yếu, với tăng trưởng dự kiến chỉ ở mức một chữ số.

Sau khi đưa đóng góp mới từ các nhà máy AI trong năm 2025-2026 vào mô hình dự báo, HSC dự báo doanh thu phân khúc dịch vụ CNTT trong nước trong hai năm tới sẽ tăng trưởng khoảng 25-31%, dẫn đầu là các nhà máy AI và các sản phẩm Made-by-FPT.

Nhìn chung, doanh thu mảng Công nghệ năm 2025-2026 dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 25,8% và 28,3% đạt 48,5 nghìn tỷ đồng và 62,2 nghìn tỷ đồng, từ mức 38,5 nghìn tỷ đồng ước tính trong năm 2024, tăng trưởng 22,4%.

Doanh thu mảng viễn thông dự báo tăng trưởng tốt hơn

FPT dự báo nhu cầu đối với mảng viễn thông sẽ dần cải thiện trong thời gian tới nhờ nhu cầu ngày càng tăng về trung tâm dữ liệu/điện toán đám mây và việc Công ty đầu tư thêm vào các sản phẩm PayTV (truyền hình trả tiền, một ứng dụng phù hợp với thể hệ trẻ). Những nỗ lực tiết kiệm chi phí đã giúp lợi nhuận thuần mảng viễn thông tăng trưởng trong khi doanh thu dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh hơn trong năm sau. Việc ra mắt Trung tâm dữ liệu mới của FPT tại Quận 9 hiện bị trì hoãn một năm, dự kiến ra mắt vào cuối năm 2025, do những vấn đề về logistic. Công ty đã hoàn thành việc xây dựng và đang tiến hành lắp đặt máy móc/thiết bị. Liên quan đến dịch vụ internet băng thông rộng, FPT đặt mục tiêu mở rộng thị phần (từ mức hiện tại là 18%) thông qua nâng cao chất lượng dịch vụ bằng cách ứng dụng AI vào khâu chăm sóc khách hàng.

Ở giai đoạn này, HSC dự báo doanh thu mảng Viễn thông năm 2025-2026 đạt lần lượt 19.124 tỷ đồng (tăng trưởng 9,3%) và 21.102 tỷ đồng (tăng trưởng 10,3%) so với năm 2024 ở mức 17.491 tỷ đồng (tăng trưởng 10,7%).

FPT cần làm mới mảng Giáo dục

Mảng Giáo dục của FPT đang gặp nhiều khó khăn (tốc độ tăng trưởng tuyển sinh giảm xuống mức 10% so với 34% trong cùng kỳ năm 2023) do sự cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các trường đại học công lập và ngân sách dành cho giáo dục tư nhân bị thu hẹp. Nhằm giải quyết vấn đề này, FPT cần triển khai các chiến lược để thúc đẩy tỷ lệ tuyển sinh, đặc biệt là trong các chương trình đào tạo nghề và đào tạo đại học. Đây là một trong những mối lo ngại ở giai đoạn hiện tại.

Do đó, HSC hiện dự báo doanh thu mảng Giáo dục giai đoạn 2024-2026 đạt lần lượt 7.061 tỷ đồng (tăng trưởng 15%), 7.779 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và 8.571 tỷ đồng (tăng trưởng 10%).

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 nhưng tăng 2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 để phản ánh cập nhật mới nhất của chúng tôi về biến động từng mảng kinh doanh của FPT. Sự suy yếu của mảng Giáo dục được bù đắp hoàn toàn bởi sự điều chỉnh tăng từ đóng góp của các nhà máy AI trong năm 2025-2026. Chi tiết như sau:

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, FPT

HSC giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025 nhưng tăng nhẹ 2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	63,409	76,284	92,859	61,607	73,621	89,749	-2.8%	-3.5%	-3.3%	17.1%	19.5%	21.9%
LNTT	11,104	13,548	16,600	11,095	13,712	17,102	-0.1%	1.2%	3.0%	20.6%	23.6%	24.7%
Lợi nhuận thuần	7,923	9,920	12,434	7,886	9,962	12,686	-0.5%	0.4%	2.0%	21.9%	26.3%	27.3%

Nguồn: HSC

Dự báo KQKD Q4/2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 7.886 tỷ đồng, tương ứng với mức điều chỉnh giảm nhẹ 0,5% do đóng góp thấp hơn một chút từ mảng Giáo dục, tạo ra mức tăng trưởng 22%. Theo dự báo này, doanh thu thuần Q4/2024 đạt 16.109 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 2.065 tỷ đồng (tăng 19,5% so với cùng kỳ).

Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần trong Q4/2024 dự báo sẽ hơi chậm, với mảng Công nghệ và mảng Viễn thông là động lực chính trong giai đoạn này. Trong khi đó, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sẽ giảm tốc trong phân khúc dịch vụ CNTT trong nước và mảng Giáo dục. Tỷ suất lợi nhuận thuần dự báo sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ đạt mức 13% so với mức 11,8% trong Q4/2023, vì một số lý do sau đây:

- KQKD tốt hơn từ phân khúc dịch vụ CNTT nước ngoài.
- Mảng Viễn thông duy trì sự kiểm soát chi phí hiệu quả, đồng thời quảng cáo trực tuyến tăng trưởng mạnh nhờ sự cải thiện niềm tin của người tiêu dùng.
- Các công ty liên kết như FRT (Mua vào, giá mục tiêu 219.000đ) tiếp tục ghi nhận KQKD cải thiện và lợi nhuận có khả năng chuyển biến.

Dự báo mới cho năm 2025-2026

HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2025 với lợi nhuận thuần đạt 9.962 tỷ đồng, tăng trưởng 26%, nhưng tăng 2% dự báo cho năm 2026 với lợi nhuận thuần đạt 12.686 tỷ đồng, tăng trưởng 27% do tăng giả định về đóng góp của nhà máy AI từ năm 2026 trở đi. Doanh thu tăng trưởng cùng với việc tỷ suất lợi nhuận mở rộng sẽ giúp lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025-2026.

Những giả định chính như sau:

Bảng 12: Ước tính lợi nhuận Q4/2024, FPT

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4 sẽ đạt 2.125 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ và tăng 2% so với quý trước

Tỷ đồng	Q4/2023	Q3/2024	Q4/2024F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2023	2024F	Tăng trưởng
Doanh thu	14,690	15,903	16,366	11.4%	2.9%	52,618	61,607	17.1%
Lợi nhuận thuần	1,728	2,089	2,125	23.0%	1.8%	6,470	7,886	21.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.8%	13.1%	13.0%			12.3%	12.8%	

Nguồn: HSC

Bảng 13: Các giả định quan trọng, FPT

Công nghệ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của FPT trong giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	CAGR 2023-26F
Doanh thu	52,618	19.6%	61,607	17.1%	73,621	19.5%	89,749	21.9%	19.5%
Công nghệ	31,449	22.1%	38,506	22.4%	48,460	25.8%	62,167	28.3%	25.5%
Công nghệ - Thế giới	24,288	28.4%	31,133	28.2%	39,278	26.2%	50,145	27.7%	27.3%
Công nghệ - Trong nước	7,161	4.6%	7,373	3.0%	9,182	24.5%	12,022	30.9%	18.9%
Viễn thông	15,806	7.3%	17,491	10.7%	19,124	9.3%	21,102	10.3%	10.1%
Giáo dục & khác	5,363	52.5%	5,609	4.6%	6,037	7.6%	6,480	7.3%	6.5%
LNTT	9,203	20.1%	11,095	20.6%	13,712	23.6%	17,102	24.7%	22.9%
Công nghệ	4,161	21.6%	5,156	23.9%	7,030	36.3%	9,592	36.5%	32.1%
Công nghệ - Thế giới	3,782	26.7%	4,857	28.4%	6,324	30.2%	8,324	31.6%	30.1%
Công nghệ - Trong nước	380	-13.4%	299	-21.2%	706	135.8%	1,268	79.7%	49.4%
Viễn thông	3,036	7.8%	3,662	20.6%	4,075	11.3%	4,515	10.8%	14.1%
Giáo dục & khác	2,006	41.1%	2,277	13.5%	2,607	14.5%	2,994	14.9%	14.3%
Lợi nhuận thuần sau thuế	7,792	20.0%	9,444	21.2%	11,688	23.8%	14,599	24.9%	23.3%
Lợi nhuận thuần	6,470	21.8%	7,886	21.9%	9,962	26.3%	12,686	27.3%	25.2%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Giả định tỷ suất lợi nhuận theo mảng kinh doanh, FPT

Tỷ suất lợi nhuận thuần dự kiến sẽ dần cải thiện theo thời gian trong giai đoạn 2024-2026

Tỷ suất lợi nhuận	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất LNTT	17.5%	18.0%	18.6%	19.1%
Công nghệ	13.2%	13.4%	14.5%	15.4%
Dịch vụ CNTT thế giới	15.6%	15.6%	16.1%	16.6%
Dịch vụ CNTT trong nước	5.3%	4.1%	7.7%	10.5%
Viễn thông	19.2%	20.9%	21.3%	21.4%
Giáo dục & mảng khác	37.4%	40.6%	43.2%	46.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	12.3%	12.8%	13.5%	14.1%

Nguồn: HSC

HSC giả định tỷ suất LNTT của FPT sẽ cải thiện lần lượt lên mức 18,6% và 19,1% trong năm 2025-2026 so với mức 18,0% ước tính trong năm 2024. Lý do chính giúp tỷ suất lợi nhuận tăng là nhờ tỷ suất lợi nhuận của các mảng kinh doanh cải thiện. Cụ thể:

- **Mảng Công nghệ** – tỷ suất LNTT của phân khúc dịch vụ CNTT nước ngoài dự báo tăng lần lượt lên mức 16,1% và 16,6% trong năm 2025-2026 từ mức 15,6% ước tính trong năm 2024. HSC tin rằng nguyên nhân chính giúp tỷ suất lợi nhuận tăng gồm: nỗ lực nâng cao năng suất của kỹ sư, tăng phí dịch vụ CNTT cho các hợp đồng mới và giảm tác động từ khấu hao liên quan đến các thương vụ M&A. Trong khi đó, đối với phân khúc dịch vụ CNTT trong nước, chúng tôi tin rằng sự đóng góp của nhà máy AI sẽ giúp cải thiện mạnh mẽ tỷ suất LNTT lên mức 7,7% và 10,5% trong năm 2025-2026 so với mức 4,1% ước tính trong năm 2024. Nhìn chung, tỷ suất LNTT của mảng Công nghệ dự báo sẽ cải thiện lần lượt lên mức 14,5% và 15,4% trong năm 2025-2026 từ mức 13,4% trong năm nay.
- **Mảng Viễn thông** – HSC cũng kỳ vọng tỷ suất LNTT sẽ tiếp tục mở rộng nhờ chi phí vận hành tối ưu. Tỷ suất LNTT dự báo sẽ lần lượt đạt mức 21,3% và 21,4% trong hai năm tới so với mức 20,9% trong năm nay.
- **Mảng Giáo dục và mảng Đầu tư** – chúng tôi tin rằng tỷ suất lợi nhuận của mảng này sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới với sự đảo chiều lợi nhuận từ FRT.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FPT nhưng tăng 9% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 160.800đ (tiềm năng tăng giá 11%) sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2025, giảm giả định phần bù rủi ro vốn CSH và tăng nhẹ dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi giữ nguyên các giả định chính bao gồm lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5%.

Giả định WACC giảm xuống 9,6% từ 9,9% trước đó. Chúng tôi tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 15-17.

Bảng 15: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, FPT

HSC dự báo dòng tiền sẽ tăng mạnh

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thu nhập thuần trừ nợ vay	6,484	7,833	9,458	11,705	14,630	18,118	21,638
Cộng: Khấu hao	2,287	2,650	3,409	4,097	4,914	6,013	7,348
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(3,978)	(4,191)	(5,208)	(5,271)	(5,373)	(6,094)	(6,916)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(154)	(2,610)	(2,458)	(3,141)	(3,453)	(3,831)	(5,280)
UFCF	4,639	3,682	5,201	7,390	10,718	14,206	16,791
Giá trị hiện tại của UFCF			5,201	6,742	8,920	10,787	11,631

Nguồn: HSC

Bảng 16: Định giá DCF, FPT

Chúng tôi nâng 9% giá mục tiêu lên 160,800đ

Tỷ đồng	
NPV giai đoạn 2025-2029	43,280
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
2029 dòng tiền tự do x (1+g)	17,294
Giá trị dài hạn	261,477
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	181,121
Tổng giá trị hiện tại	224,401
Cộng: Tiền mặt	37,262
Trừ: Tổng nợ	(18,669)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(6,558)
Giá trị của vốn CSH	236,435
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) – bao gồm cổ phiếu ESOP mới	1,471
Giá trị hợp lý của cp (đồng/cp) cuối 2025	160,800

Nguồn: HSC

Bảng 17: Tính toán WACC, FPT

Chúng tôi giảm nhẹ WACC xuống 9,6% (so với ước tính trước đó là 9,9%) sau khi hạ giá định phần bù rủi ro vốn CSH

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	11.7%
Lãi suất bình quân	6.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	14.8%
Chi phí nợ	5.1%
Tỷ trọng vốn CSH	68.8%
Tỷ trọng nợ	31.2%
WACC	9.6%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu FPT đã tăng 8% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 10% so với VN Index. FPT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,9 lần (P/E dự phóng năm 2025 ở mức 23,5 lần), cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 17,2 lần, Mặc dù định giá cao hơn so với bình quân quá khứ nhưng triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ với tốc độ CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần là 25% và sự hiện diện ngày càng tăng trên toàn cầu của FPT đã cho thấy mức định giá này là hợp lý. Định giá FPT hiện đang rẻ hơn 8% so với các công ty cùng ngành (đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 25,1 lần).

Tại giá mục tiêu mới P/E dự phóng năm 2025 của FPT là 26,1 lần, cao hơn so với trung vị của các công ty cùng ngành. Mức định giá này là hợp lý nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ của FPT với mức tăng trưởng 25%/năm so với bình quân 10% của các công ty cùng ngành.

HSC vẫn lạc quan về triển vọng lợi nhuận của FPT nhờ vị thế dẫn đầu của công ty ở khu vực Đông Nam Á và sự hiện diện ngày càng tăng trên toàn cầu. Công ty được hưởng lợi đáng kể từ sự hỗ trợ mạnh mẽ của Chính phủ Việt Nam cho lĩnh vực công nghệ.

Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, FPT

FPT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,9 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, FPT

...cao hơn 2,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 3 năm



Nguồn: HSC

Bảng 20: Định giá của các công ty cùng ngành trên thế giới

FPT đang giao dịch với P/E 2025 thấp hơn 8% so với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/B 2024	2024 EV/EBITDA	P/E 2025	P/B 2025	2025 EV/EBITDA
Mphasis Ltd	MPHL IN Equity	6,761	36.7	6.9	23.4	33.6	6.1	21.5
Coforge Ltd	COFORGE IN Equity	5,553	48.9	12.2	28.6	45.2	8.5	24.4
Persistent Systems Ltd	PSYS IN Equity	9,928	73.4	16.4	47.4	61.5	14.1	41.5
Reply SpA	REY IM Equity	5,664	23.9	3.9	13.0	21.5	3.4	11.9
Softcat PLC	SCT LN Equity	4,070	26.4	10.4	18.5	24.1	9.0	16.8
Range Intelligent Computing Te	300442 CH Equity	5,686	18.3	4.0	13.7	12.3	2.3	10.0
Otsuka Corp	4768 JP Equity	9,244	26.4	3.6	13.8	23.1	3.3	12.1
Computacenter PLC	CCC LN Equity	3,619	14.2	2.9	7.1	12.9	2.6	6.7
NS Solutions Corp	2327 JP Equity	4,608	28.3	3.0	12.6	25.1	2.6	11.4
SCSK Corp	9719 JP Equity	6,457	23.0	3.1	10.8	20.8	2.8	10.0
Isoftstone Information Technol	301236 CH Equity	4,909	42.8	3.1	22.2	32.6	2.8	17.3
TIS Inc	3626 JP Equity	5,842	19.7	2.6	9.7	18.3	2.5	9.3
Infosys	INFO IN Equity	94,857	32.3	9.8	20.7	29.6	8.7	19.5
Accenture	ACN US Equity	210,838	28.1	7.5	17.4	26.1	6.6	15.9
Tata Consultancy	TCS IN Equity	185,844	33.9	16.6	23.8	30.2	15.8	21.4
FPT	FPT VN Equity	8,032	29.7	7.3	16.9	23.5	6.2	13.7
Trung vị các công ty cùng ngành			28.1	4.0	17.4	25.1	3.4	15.9

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	44,010	52,618	61,607	73,621	89,749
Lợi nhuận gộp	17,167	20,320	24,004	29,082	35,701
Chi phí BH&QL	(10,373)	(11,868)	(13,687)	(16,598)	(20,043)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,795	8,452	10,317	12,484	15,659
Lãi vay thuần	311	618	278	522	591
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	484	42.3	394	578	696
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	73.0	91.3	107	128	156
LN TT	7,662	9,203	11,095	13,712	17,102
Chi phí thuế TNDN	(1,171)	(1,415)	(1,652)	(2,023)	(2,503)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,181)	(1,323)	(1,557)	(1,727)	(1,913)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	5,310	6,465	7,886	9,962	12,686
Lợi nhuận thuần ĐC	5,297	6,449	7,867	9,939	12,658
EBITDA ĐC	8,628	10,738	12,967	15,893	19,756
EPS (đồng)	4,429	4,661	4,878	6,162	7,847
EPS ĐC (đồng)	4,429	4,661	4,878	6,162	7,847
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,095	1,267	1,471	1,471	1,471
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,097	1,270	1,471	1,471	1,471
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,097	1,270	1,471	1,471	1,471

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	6,440	8,279	9,803	14,072	19,619
Đầu tư ngắn hạn	13,047	16,104	19,325	23,190	27,828
Phải thu khách hàng	8,503	9,674	11,274	13,473	16,424
Hàng tồn kho	1,966	1,593	2,156	2,577	3,141
Các tài sản ngắn hạn khác	982	1,055	1,232	1,472	1,795
Tổng tài sản ngắn hạn	30,938	36,706	43,791	54,783	68,807
TSCĐ hữu hình	11,776	13,697	14,720	16,208	17,040
TSCĐ vô hình	1,287	1,257	1,405	1,312	1,163
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,033	1,227	923	1,022	1,126
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,206	2,108	2,213	2,324	2,440
Tài sản dài hạn khác	4,411	5,288	5,872	6,414	7,254
Tổng tài sản dài hạn	20,713	23,577	25,132	27,279	29,023
Tổng cộng tài sản	51,650	60,283	68,923	82,063	97,830
Nợ ngắn hạn	10,904	13,838	14,786	17,669	19,745
Phải trả người bán	3,209	2,603	3,080	3,681	4,487
Nợ ngắn hạn khác	9,246	11,176	12,641	15,106	18,416
Tổng nợ ngắn hạn	24,521	29,652	32,772	39,163	45,947
Nợ dài hạn	1,478	208	600	1,000	1,000
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	149	246	330	396	475
Nợ dài hạn khác	143	175	204	243	297
Tổng nợ dài hạn	1,770	629	1,134	1,639	1,772
Tổng nợ phải trả	26,294	30,350	33,905	40,802	47,719
Vốn chủ sở hữu	21,046	24,974	29,315	34,702	42,569
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,310	4,959	5,703	6,558	7,542
Tổng vốn chủ sở hữu	25,356	29,933	35,017	41,260	50,111
Tổng nợ phải trả và VCSH	51,650	60,283	68,923	82,063	97,830
BVPS (đ)	19,185	19,665	19,928	23,590	28,937
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,942	5,767	5,582	4,598	1,126

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	6,795	8,452	10,317	12,484	15,659
Khấu hao	(1,833)	(2,287)	(2,650)	(3,409)	(4,097)
Lãi vay thuần	311	618	278	522	591
Thuế TNDN đã nộp	(1,171)	(1,415)	(1,652)	(2,023)	(2,503)
Thay đổi vốn lưu động	(1,781)	678	(1,870)	(1,599)	(2,146)
Khác	(933)	(1,102)	(397)	(701)	(569)
LCT thuần từ HKKD	5,054	9,517	9,327	12,092	15,130
Đầu tư TS dài hạn	(3,215)	(3,978)	(4,191)	(5,208)	(5,271)
Góp vốn & đầu tư	(33,552)	(35,290)	(3,326)	(3,976)	(4,754)
Thanh lý	40,731	30,582	0	0	0
Khác	1,794	2,137	1,317	1,754	2,045
LCT thuần từ HĐĐT	5,757	(6,548)	(6,200)	(7,430)	(7,981)
Cổ tức trả cho CSH	(2,222)	(2,931)	(2,942)	(3,678)	(3,678)
Thu từ phát hành CP	77.0	73.1	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(7,620)	1,719	1,340	3,284	2,076
Khác	(8.38)	(30.2)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(9,773)	(1,168)	(1,603)	(394)	(1,602)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,418	6,440	8,279	9,803	14,072
LCT thuần trong kỳ	1,038	1,800	1,524	4,268	5,547
Ảnh hưởng của tỷ giá	(15.4)	38.6	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,440	8,279	9,803	14,072	19,619
Dòng tiền tự do	1,839	5,539	5,136	6,884	9,858

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	39.0	38.6	39.0	39.5	39.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.6	20.4	21.0	21.6	22.0
Tỷ suất LNT (%)	12.1	12.3	12.8	13.5	14.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.3	15.4	14.9	14.8	14.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	23.4	19.6	17.1	19.5	21.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	22.2	24.5	20.8	22.6	24.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	22.7	21.7	22.0	26.3	27.4
Tăng trưởng EPS (%)	(13.6)	5.24	4.66	26.3	27.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.6)	5.24	4.66	26.3	27.3
Tăng trưởng DPS (%)	(25.9)	0	0	25.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	45.2	42.9	41.0	40.6	31.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	27.2	28.1	29.1	31.1	32.8
ROACE (%)	26.6	29.3	30.9	31.6	33.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.84	0.94	0.95	0.98	1.00
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.74	1.13	0.90	0.97	0.97
Số ngày tồn kho	26.7	18.0	20.9	21.1	21.2
Số ngày phải thu	116	109	109	110	111
Số ngày phải trả	43.6	29.4	29.9	30.2	30.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	30.6	25.5	21.5	15.7	5.13
Nợ/tài sản (%)	24.9	24.3	23.4	23.8	22.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.49	1.36	1.24	1.23	1.10
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.26	1.24	1.34	1.40	1.50
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.75	3.61	3.55	2.96	2.39
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.1	17.7	16.9	13.7	10.9
P/E (lần)	32.7	31.1	29.7	23.5	18.5
P/E ĐC (lần)	32.7	31.1	29.7	23.5	18.5
P/B (lần)	7.56	7.37	7.28	6.15	5.01
Lợi suất cổ tức (%)	1.38	1.38	1.38	1.72	1.72

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn