

推奨	買い	FPT 株式会社 (HSX: FPT)	2 衍成長を維持	
現価	83,100	レポート作成日:	29/05/2023	株主構成
前理論価格	–	流行中株数(100 万)	1,097	Truong Gia Binh 6.99%
新理論価格	96,300	時価総額(10 億ドン)	90,830	SCIC 5.75%
配当率	16%	過去 10 日間平均売買高:	770,670	Maccquarie Bank 5.26%
上昇率		外国人投資家保有率	49%	

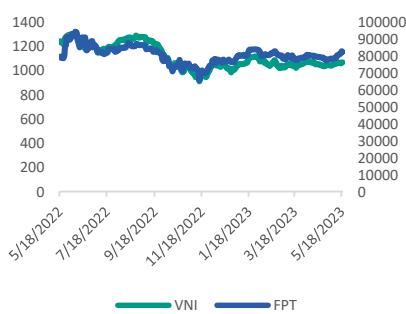
評価

業界分析:

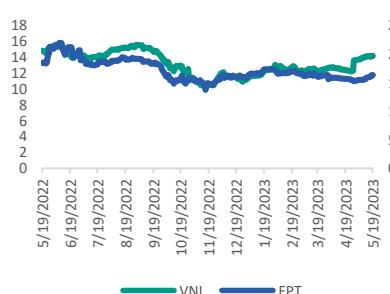
Trần Lâm Tùng,
Tungtl@bsc.com.vn

投資観点

株価の推移



P/E の推移



- (1) アジア太平洋地域(APAC) 及び日本市場の成長が米国市場、国内 IT の鈍化を補うことのおかげで、ソフト輸出事業は大きく伸びる。
- (2) 教育事業は入学需要の増加のおかげで、上昇力を維持する。
- (3) 一方、通信業は広周波数帯域市場が飽和している背景には、大きく成長する可能性が低い。

業績予測

BSC は 2023 年には、FPT の収入を前年比 18.9% 増の 52 兆 3,450 億ドン、税引後利益を同 17.4% 増の 6 兆 2,350 億ドン、EPS fw を 5,175VND／株、Pefw を 16x と予測しております。この予測は下記の仮定を基づく。

- (1) 日本、APAC 市場での增收は米国及びヨーロッパ市場の低下を補う。そのうち、日本市場での収入が前年比 +25.2% 増、APAC が同 +39.9% 増、米国が同 +15.7% 増、ヨーロッパが同 +7% 増となる。
- (2) 通信事業: 通信サービス事業が前年比 +11% 増となり、デジタルコンテンツ事業が同 +5% 増となる。
- (3) 教育事業: 学生数が前年同期比 +25% 増の 13 万 5,125 人となることで、教育事業が前年比 +26.3% 増となる。
- (4) 売上総利益率及び販管費／収入の比率はそれぞれ、39%、23% となる。

リスク

- (1) 外国市場で IT への投資需要は予想より低い。

企業アップデート

2023 年 第 1 四 半 期
 には、FPT の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 20% 増の 11 兆 6,810 億ドン、同 +18% 増の 1 兆 8,100 億ドンだった。

- (1) 海外市場での IT 事業による収入は前年同期比+32.2%増の 5 兆 4,350 億ドンを達した。 原因は日本市場(同+31.2%増)、APAC(同+39.9%増)の増収が米国(同+18%増)、ヨーロッパが(同+10%増)、国内市場での IT 事業(同-8%減)の低下を補ったから由來した。
- (2) 通信業が前年同期比+11.3%増、教育事業が同+47%増となった。

	2022	2023F	Peer	VN-Index		2020	2021	2022	2023F
PE (x)	17.1	16	27.5	13.7	売上高	29,830	35,657	44,010	52,389
PB (x)	4.03	4	4.7	1.67	売上総利益	11,814	13,632	17,167	20,432
PS (x)	2.06	2.01	2.9	3.2	税引き後利益	4,424	5,349	6,491	7,629
ROE (%)	26%	29%	18.32%	16.8%	EPS	4,120	4,349	4,429	5,163
ROA (%)	13%	13%	7.95%	5.7%	EPS 成長率	-2%	6%	2%	17%

I. 2023 年第 1 四半期の業績アップデート

2023 年第 1 四半期の業績アップデート

収入構成	Q1.2023	Q1.2022	%yoy	2022	2021	%yoy
テクノロジー	6,843	5,593	22%	25,521	20,736	23%
%比率	59%	57%		58%	58%	
通信業	3,790	3,471	9%	14,730	12,686	16%
%比率	32%	36%		33%	36%	
教育、投資及び他	1,048	667	57%	3,767	2,235	69%
%比率	9%	7%		9%	6%	
	Q1.2023	Q1.2022	%yoy	2022	2021	%yoy
売上高	11,681	9,730	20%	44,023	35,671	23%
売上総利益率	4,568	3,953	16%	17,167	13,632	26%
GPM	39%	41%		39%	38%	
販売費用	(1,102)	(1,007)	9%	(4,526)	(3,605)	26%
管理費用	(1,592)	(1,531)	4%	(5,846)	(4,612)	27%
SG&A/Rev	23%	26%		24%	23%	
営業による利益	1,874	1,416	32%	6,795	5,415	25%
営業による利益率	16%	15%		15%	15%	
資産運用による収益	180	148	21%	311	127	146%
他の収入	24	6	274%	73	109	-33%
税引き前利益	2,121	1,779	19%	7,662	6,337	21%
税引き後利益	1,810	1,539	18%	6,491	5,349	21%
税引き後利益率	15%	16%		15%	15%	

ソース: FPT

2023 年第 1 四半期には、FPT の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 20% 増の 11 兆 6,810 億ドン、同+18% 増の 1 兆 8,100 億ドンだった。 増収増益は国外市場での IT 事業及び教育事業の成長から由來した。

IT 事業:

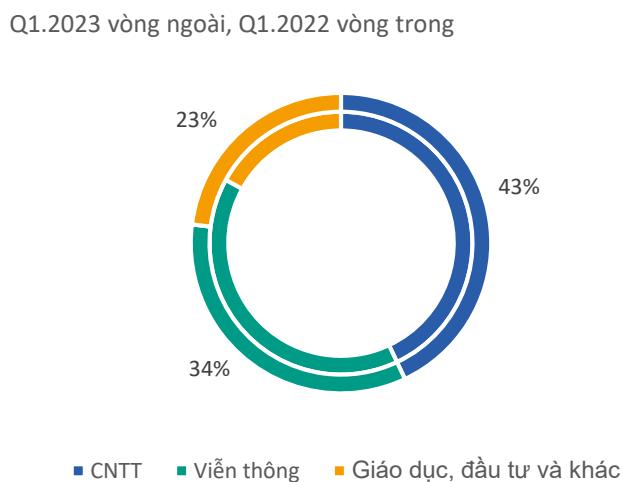
- 国外市場での IT 事業:** 収入及び税引き前利益はそれぞれ、前年同期比+32.2%増 5兆 4,350 億ドン、同+33.2%増の 8,890 億ドンとなった。
- 国内市場での IT 事業:** 収入及び税引き前利益はそれぞれ、前年同期比-8%減 1兆 4,070 億ドン、同-80.6%減の 180 億ドンとなった。税引き前利益が急減したのは不動産業界及び銀行業界の高い利益率がある契約書が不足したということから由來した。

通信業: 収入及び税引き前利益はそれぞれ、前年同期比+11.3%増 3兆 6,950 億ドン、同+14.3%増の 7,230 億ドンとなった。この增收は有料テレビ PayTV 事業が同+16.1%増の 1兆 7,890 億ドンとなったことから由來した。

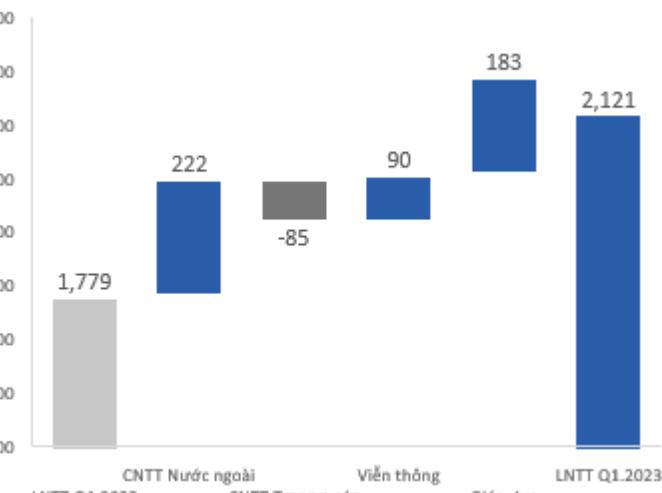
教育事業: 収入は前年同期比+47%増の 1兆 4,120 億ドンとなった。

しかし、売上総利益率は(1)2023 年第 1 四半期には、PayTV 事業の著作権登録費用を支払った、(2)国内市場での IT 事業が低迷になったということで、同 2ppt 減の 39%となった。

2023 年第 1 四半期の税引き前利益構成



2023 年第 1 四半期の税引き前利益の推移



ソース:FPT

ソース:FPT

II. 2023 年業績の見通し

BSC は(1)ソフト輸出事業が APAC 市場及び日本市場のおかげで、大きく伸び、(2)教育事業が 2022 年からの成長率を維持し、(3)広周波数帯域市場が飽和している背景には、大きく成長しにくいという要素を基づく、FPT の 2023 年業績見通しを「有望」と評価しております。

- APAC 及び日本市場の成長が米国市場、国内 IT の鈍化を補うことのおかげで、ソフト輸出事業は大きく伸びる。

BSC は米国市場でのテクノロジーの支出額がプラス成長したが、どんどん減少する兆しが出る。

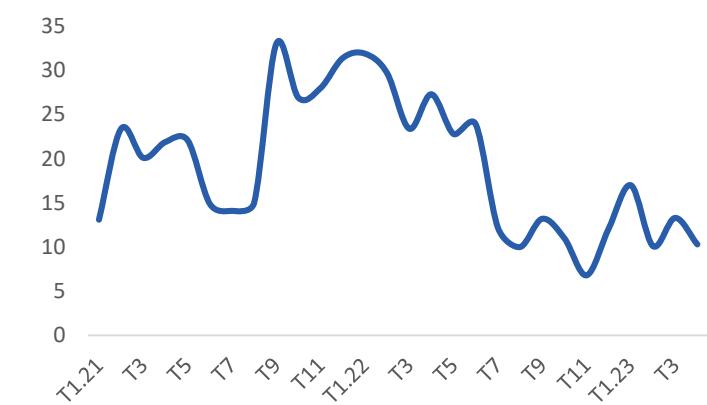
- 4 月に IT 分野の支出指数は 10.3 で、3 月から 2 ポイント低下した。2021 年から、これは最低水準です。
- IT 分野の注文数は前年同期比+5.3%増となった。
- Làn sóng sa thải nhân viên tiếp diễn tại các công ty công nghệ tại Mỹ trong Q1.2023.

2023 年 5 月 29 日 – HSX: FPT

- 2023 年第 1 四半期には、米国での IT 会社の大量解雇傾向は続けていた。

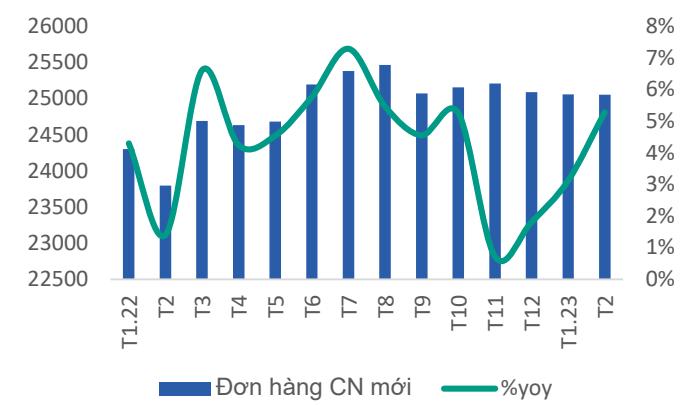
そのために、2023 年には、米国市場での需要が減少している背景に FPT のソフト輸出の伸び率は低下する可能性がある。

米国で IT 分野の支出指数



ソース: Fred

米国で IT 分野の新規受注数

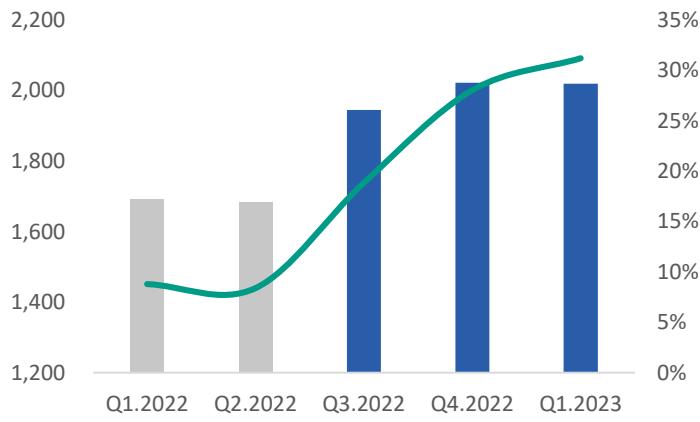


ソース: Fred

しかし、BSC は(1)日本市場の回復、(2)APAC でデジタルトランスフォーメーション傾向が強まつたのは米国市場及び国内市場の鈍化を補うと期待しております。

- (1) 日本市場の回復:FPT の代表者によると、FPT は顧客に経済的なソフトを供給したが、品質、特にシステムメンテナンスの質を保証している。また、円相場の安定化は 2023 年下半期には FPT の好調な業績をサポートする要素です。

日本へソフト輸出傾向は 2022 年第 3 四半期から回復した。



ソース: FPT

2023 年には、円相場は安定している傾向にある。



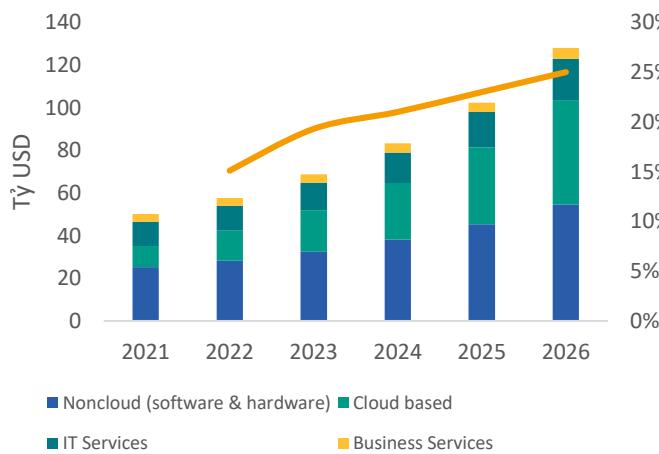
ソース: Bloomberg

- (2) APAC でデジタルトランスフォーメーション傾向が強まる。BSC は(1)APAC の国々の経済が GDP 成長率を維持し、経済刺激政策を実施し、(2)PWC の検査によると、2023 年～2025 年期間には APAC で 79%

の CEOs がデジタルトランスフォーメーションへの投資を目指し、テクノロジーの支出額が+20.8%／年に達すると期待されている。

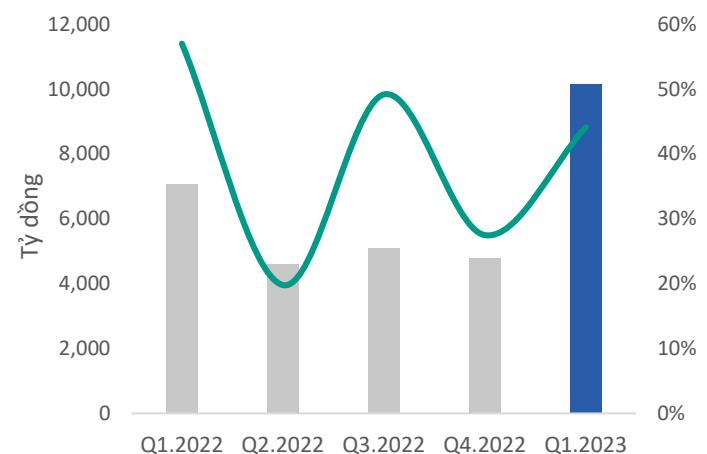
さらに、2023 年第 1 四半期には新規案件による収入が前年同期比+44.1%増の 10 兆 1,650 憶ドンで、2023 年には外国市場での収入が 10 億ドルに達する目標をサポートしている。

2022 年～2026 年期間には、APAC でテクノロジー分野支出の伸び率が 20.8%に達すると期待されている。



ソース:IDC

FPT の新規案件による収入



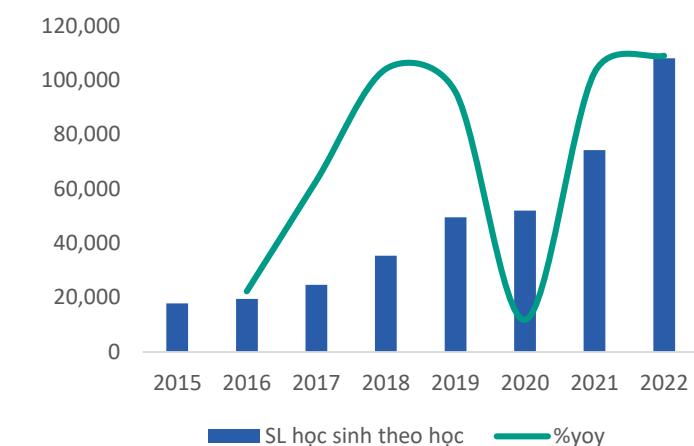
ソース:FPT

2. 教育事業は入学需要を満たすために教育所を拡大したことのおかげで、2022 年の成長率を維持する。

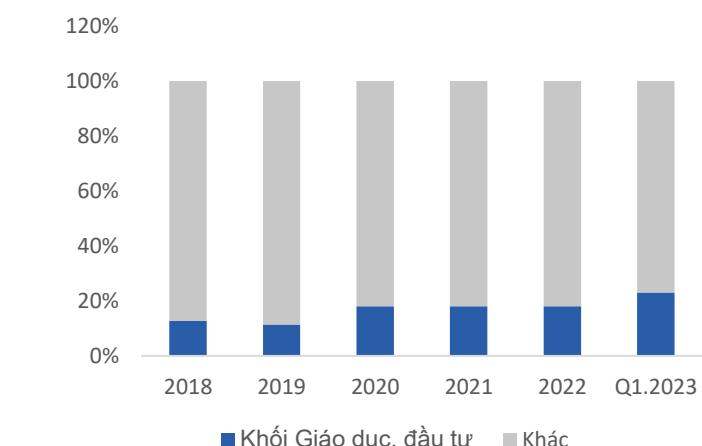
2023 年には、BSC は教育事業が引き続き成長し、FPT の税引き前利益へ割合を引き上げる。

- (1) 生徒、大学生の入学需要が増加する。2022 年には、FPT Education は前年比+45.47%増の 10 万 8,100 学生に達した。情報通信省の推定によると、毎年ベトナムは IT 分野の人材が 20 万人を不足する。さらに、教育事業は経済から殆ど影響を与えられない。BSC は 2023 年に入学需要は増加すると期待しております。
- (2) 全国で教育所を拡大する。2023 年には、Ha Nam 省で FPT Unischool へ1万学生は入学する見込みです。また、FPT は他の地方で大学、高校を建設する計画がある。
- (3) 教育事業は増益に寄付していくなくして、FPT の欠員を補充する。FPT 大学の 40%の卒業生は同社で働く。

FPT の学生が年々増加した。



教育事業が税引き前利益にますます寄与していた。



ソース:FPT

ソース:FPT

3. 通信業は広周波数帯域市場が飽和している背景には、大きく成長しにくいだろう。

BSC は 2023 年には、通信業は広周波数帯域市場が飽和していることで、大きく成長しにくいだろう。通信業の重要な成長原動力は下記の要素に依存する。

- (1) 有料テレビ Pay TV の成長。2023 年第 1 四半期には、Pay TV 及び他の経営活動による収入が前年同期比+16.1%増の 1 兆 7,890 億ドン、税引き前利益が同-21.8%減の 1,740 億ドンとなった。減益の原因は内容の著作権登録費用が第 1 四半期に支払われたということから由来した。BSC は 2023 年下半期には、(1)著作権登録費用が決済済み、(2)スポーツの以外、内容が多様になって、登録加入電話数を誘致する。
- (2) FPT はホーチミン市でデータセンター2か所及び Ha Noi でデータセンター1か所を設立すると設計する。データセンターは通信業の利益率を改善すると期待されている。
- (3) 2023 年には、FPT は資本的支出の 40%(5 兆 8,000 億ドン)を通信業に向けると設計した。そのうち、FPT は光海底ケーブルシステムを改善し、有料テレビサービスの内容を購入し、9 区でデータセンターを稼働するということを集中する。

III. 予測及び評価

1. 2023 年業績予測

BSC は 2023 年には、FPT の売上高を前年比 18.9% 増の 52 兆 3,450 億ドン、税引後利益を同 17.4% 増の 6 兆 2,350 億ドン、EPS fw を 5,175VND／株、Pefw を 16x と予測しております。この予測は下記の仮定を基づく。

- 日本、APAC 市場での增收は米国及びヨーロッパ市場の低下を補う。とりわけ、日本での収入が前年同期比+25.2% 増、APAC が同+39.9% 増、米国が同+15.7% 増、ヨーロッパが同+7% 増となった。
- 通信事業：通信サービス事業が前年比+11% 増となり、デジタルコンテンツ事業が同+5% 増となる。
- 教育事業：学生数が前年同期比+25% 増の 13 万 5,125 人となることで、教育事業が前年比+26.3% 増となる。
- 売上総利益率及び販管費／収入の比率はそれぞれ、39%、23% となる。

FPT の業績予測

単位: 10 億ドン	2020	2021	2022	2023F
売上高	29,830	35,657	44,010	52,389
IT 事業	16,805	20,737	25,762	31,646
– 海外市場での IT	12,000	14,541	18,915	24,457
– 国内市場での IT	4,805	6,196	6,847	7,189
通信事業	11,466	8,831	14,729	16,303
教育事業	2,130	2,235	3,517	4,440
売上原価	(18,017)	(22,025)	(26,842)	(31,957)
売上総利益	11,814	13,632	17,167	20,432
売上総利益率	39.6%	38.2%	39.0%	39.0%
販売費用	(2,714)	(3,605)	(4,526)	(5,239)
販売費用率	9.1%	10.1%	10.3%	10.0%
管理費用	(4,495)	(4,612)	(5,846)	(6,811)
管理費用率	15.1%	12.9%	13.3%	13.0%
経営活動による損益	4,605	5,415	6,795	8,382
財務による収入	822	1,271	1,999	1,128
財務費用	(548)	(1,144)	(1,687)	(1,016)
他の利益	73	109	73	105
税引き前利益	5,263	6,337	7,662	9,082
税引き後利益	4,424	5,349	6,491	7,629
少数株主持分	886	1,012	1,181	1,389
少数株主利益等控除利益	3,538	4,337	5,310	6,241
EPS	4,120	4,349	4,429	5,179

ソース: BSC Research

2. 評価及び推奨

BSC は FCF 方法と PE 方法を基づく、FPT の 2023 年理論価格を 2023 年 5 月 18 日の終値比 16.2% 増の 9 万 6,300VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

FCFF 方法:

平均資本費用	
Rf	5%
Beta	1
Ke	15%
Kd	10%

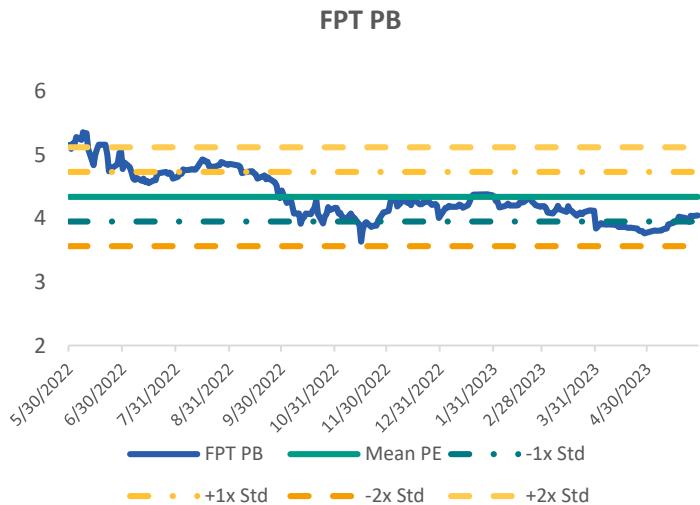
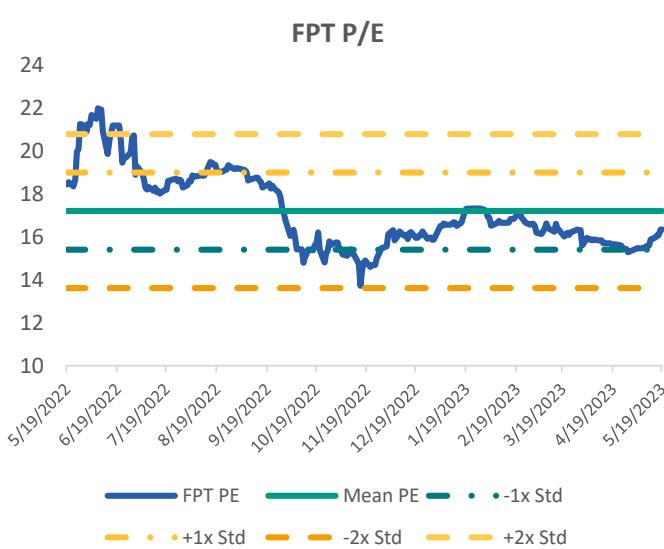
2023 年 5 月 29 日 – HSX: FPT

E/A	60%
税	20%
WACC	12.2%
G	10%

	2023F	2024F	Terminal
企業のフリーキャッシュフロー	6,073	8,654	6,819
現価値	103,709		
企業の総価値	120,830		
債務	12,740		
株主資本	108,090		
株数	1,097,026,572		
合理的な株価 (VND／株)	98,530		

PE 方法: BSC は(1)PE が 2021 年～2022 年期間と相当する、(2)海外国内の経済が減速している背景には、FPT が成長率を維持するという要素を基づく、目標 PE を 18x で利用している。

	2022	2023F*
EPS	4,429	5,163
P/E		18
目標価格		92,930



2023年5月29日 - HSX: FPT

科目

業績(10億ドン)	2019	2020	2021	2022	2023F	キャッシュフロー会計 (10億ドン)	2019	2020	2021	2022	2023F
売上高	27,717	29,830	35,657	44,010	52,389	税引後利益	4,665	5,263	6,337	7,662	9,082
売上原価	(17,005)	(18,017)	(22,025)	(26,842)	(31,957)	原価償却及び割当て	1,355	1,491	1,644	1,833	915
売上総利益	10,712	11,814	13,632	17,167	20,432	流動資本変更	(1,873)	(71)	(1,213)	(3,988)	(3,870)
販売費用	(2,346)	(2,714)	(3,605)	(4,526)	(5,239)	営業活動からキャッシュフロー	3,899	6,340	5,840	5,054	6,779
企業管理費用	(4,219)	(4,495)	(4,612)	(5,846)	(6,811)	固定資産購入額	(3,233)	(3,018)	(2,911)	(3,215)	(1,300)
営業利益／損失	4,147	4,605	5,415	6,795	8,382	他の投資	(612)	(5,126)	(7,502)	8,972	(1,367)
金融活動収益	650	822	1,271	1,999	1,128	投資活動からキャッシュフロー	(3,845)	(8,144)	(10,413)	5,757	(2,667)
金融活動費用	(592)	(548)	(1,144)	(1,687)	(1,016)	配当金	(1,484)	(1,899)	(2,254)	(2,222)	(2,194)
借入費用	(359)	(385)	(484)	(646)	(652)	借入から金額	899	4,879	7,533	(7,620)	659
合併・関連会社関連収益	405	312	687	484	484	他の未収金	70	58	86	69	-
他の収益	55	73	109	73	105	金融活動からキャッシュフロー	(514)	3,037	5,365	(9,773)	(1,535)
税引前利益	4,665	5,263	6,337	7,662	9,082	初期キャッシュフロー	3,926	3,453	4,686	5,418	6,440
法人税額	(753)	(840)	(988)	(1,171)	(1,453)	中期キャッシュフロー	(461)	1,233	791	1,038	2,578
税引後利益	3,912	4,424	5,349	6,491	7,629	最後期キャッシュフロー	3,465	4,686	5,478	6,456	9,018
少数株主持分	776	886	1,012	1,181	1,389						
少数株主利益等控除利益	3,135	3,538	4,337	5,310	6,241						
EBITDA	5,501	6,095	7,059	8,628	9,297						
EPS	4,220	4,120	4,349	4,429	5,163						

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021	2022	2023F	指標(%)	2019	2020	2021	2022	2023F
現金及び現金相当	10,162	17,122	26,149	19,487	22,066	支払能力					
短期投資	6,536	6,265	6,882	8,503	12,835	流動比率	1.18	1.15	1.18	1.26	1.30
短期未収金	1,284	1,290	1,507	1,966	2,812	当座比率	1.10	1.09	1.13	1.18	1.20
棚卸資産	996	935	580	982	438	資本構成					
その他流動資産	18,979	25,612	35,118	30,938	38,151	負債比率/総資産	50%	55%	60%	51%	50%
他流動資産	6,295	7,220	9,261	10,714	11,707	負債比率/株主資本	99%	124%	151%	104%	113%
	1,194	1,095	1,133	1,287	1,287	稼動能力					
有形資産	3	3	5	32	32	棚卸資産回転期間	28	26	25	27	32
原価償却	-	-	-	-	-	売掛金回収期間	86	77	70	71	89
建設中非流動資産	2,497	2,581	3,102	3,238	4,605	買掛金回収期間	35	35	29	27	31
長期投資	2,287	2,607	3,621	4,154	3,577	利益性					
他の非流動資産	14,415	16,122	18,580	20,713	22,279	売上総利益率	38.6%	39.6%	38.2%	39.0%	39.0%
非流動資産	33,394	41,734	53,698	51,650	60,430						
総資産	2,642	2,825	2,866	3,209	4,474						
買掛金	7,514	12,062	17,799	10,904	12,514						
短期借入	5,947	7,478	9,096	10,408	12,467						

2023 年 5 月 29 日 – HSX: FPT

他の短期借入	16,102	22,365	29,761	24,521	29,454	税引後利益率	14%	15%	15%	15%	15%
短期借入総額	350	678	2,296	1,478	528	ROE	23%	24%	25%	26%	29%
長期借入	143	86	223	295	169	ROA	12%	11%	10%	13%	13%
他の長期借入	493	764	2,519	1,773	697						
長期借入	16,595	23,129	32,280	26,294	30,151	評価					
負債総額	6,784	7,840	9,076	10,970	10,970	PE	19.6	18.3	17.3	17.1	16.0
出資金	50	50	50	50	50	PB	4.0	4.1	4.2	4.3	4.0
株式会社化による資本剰余金	5,961	6,391	7,000	7,712	7,639						
未処分利益	7,128	7,853	8,813	10,024	9,951	成長率(前年同期比)					
他の株主資本	2,835	2,860	3,477	4,310	5,698	売上高	8%	20%	23%	19%	
少数株主持分	16,799	18,806	21,418	25,356	26,672	税引後利益	11%	18%	25%	23%	
株主資本総額	33,394	41,734	53,698	51,650	56,823	税引前利益	13%	20%	21%	19%	
流行中株数 (100 万)	678	784	908	1,097	1,097	EPS 成長率	-2%	6%	2%	17%	

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
 35 Hàng Või, Hoàn Kiếm, Hà Nội
 Tel: +84439352722
 Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
 Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
 Tel: +84838218885
 Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

