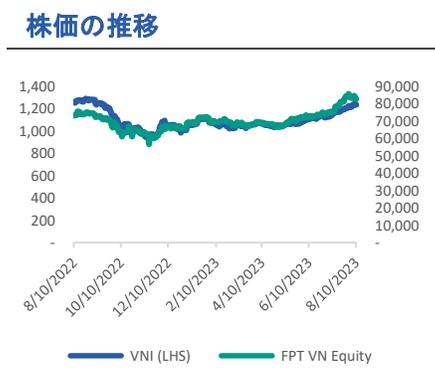


推奨 **買い** **FPT 株式会社(HSX: FPT)**
2023 年下半年と 2024 年に成長率を維持する可能性がある。

現値	93,200	レポート作成日:	30/08/2023	株主構成	
前理論価格	-	流行中株数(100 万)	1,270	SCIC	5.00%
新理論価格	108,000	時価総額(10 億ドン)	107,947	Red River Holding	1.66%
配当率		直近 6 カ月間平均売買高:	0.8375	Maccquarie Bank	1.57%
上昇率	16%	外国人投資家保有率	42.6%		

分析者:
Trần Lâm Tùng,
(繊維・アパレル、IT、水産)
Tungtl@bsc.com.vn

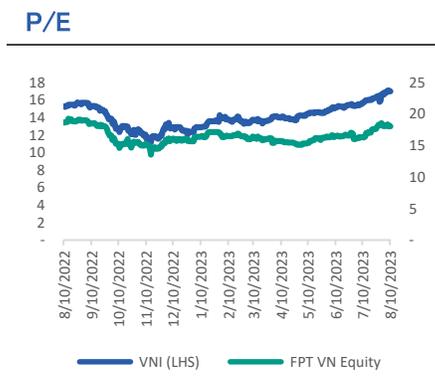
評価
BSC は(1)日本市場とアジア太平洋市場における強い成長率の維持及び米国市場の回復の見通しを反映するために、基本的な評価が 2023 年から 2024 年に変動された;(2)目標 PE が 18.xであるという要素に基づく、FPT の理論価格を 10 万 8,000VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。



米国では情報技術(IT)への支出需要が回復。

投資観点

- (1) 2023 年~2024 年の期間における日本市場とアジア太平洋市場における強い成長率の維持について見通し
- (2) 米国市場での IT 事業への支出需要が回復。
- (3) 2023 年下半年と 2024 年の期間における教育事業は 2022 年の成長率を維持する。
- (4) 通信事業は大きく成長しにくいだらう。



業績予測

2023 年には、BSC は FPT の売上高を前年比 20%増の 53 兆 290 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 21%増の 6 兆 4,040 億ドン、EPS を 4,950VND/株、Pefw を 18.8xと予測しております。
2024 年には、BSC は FPT の売上高を前年比 20%増の 63 兆 8,600 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 21%増の 7 兆 7,410 億ドン、EPS を 5,983VND/株、Pefw を 16 と予測しております。

- (1) 日本市場とアジア太平洋市場での成長率は 2024 年に大きな成長率の維持という見通しに基づく、前年比 30%上昇する。
- (2) 米市場での成長率は 2024 年に IT 事業への支出需要の回復という期待に基づく、前年比 30%上昇する。
- (3) 教育事業は FPT が更にキャンパスを開設するという仮定に基づく、前年比 32%上昇する。
- (4) 通信事業は PayTV とデータセンターのおかげで、前年比 10%上昇する。

リスク

- 外国市場でIT事業への投資需要は予想より低い。

指数	2023F	2023F	Peer	VN-Index
PE (x)	18	16	27.5	13.7
PB (x)	4	4	4.7	1.67
ROE (%)	21%	21%	18.32%	16.8%
ROA (%)	12%	12%	7.95%	5.7%

	2021	2022	2023F	2024F
売上高	35,657	44,010	53,029	63,860
売上総利益	13,632	17,167	20,682	25,190
税引後利益	4,337	5,310	6,404	7,741
EPS	4,349	4,429	4,950	5,983
EPS 成長率	6%	2%	8%	21%

I. 2023年第2四半期の業績アップデート: ハイライトは(1)日本市場とアジア太平洋市場がソフトウェアのアウトソーシング事業の重要な成長原動力となる、(2)教育事業が2023年第2四半期に2022年の高い成長率を維持するということから由来する。

10億 VND	Q2.2022	Q2.2023	% YoY	1H.2022	1H.2023	% YoY	業績のアップデート
売上高	10,096	12,484	24%	19,826	24,166	22%	2023年第2四半期には、売上高は前年同期比24%増の12兆4,840億ドンだった。
売上原価	(6,253)	(7,851)	26%	(12,030)	(14,964)	24%	
売上総利益	3,843	4,634	21%	7,796	9,202	18%	
金融活動事業による収益	506	623	23%	922	1,300	41%	
財務費用	(337)	(287)	-15%	(604)	(784)	30%	
借入費用	(177)	(212)	20%	(323)	(360)	12%	
連結会社からの利益	86	(66)	-176%	295	(22)	-107%	
販売費用	(1,014)	(1,238)	22%	(2,021)	(2,340)	16%	
管理費用	(1,248)	(1,476)	18%	(2,779)	(3,068)	10%	
経営活動事業による利益	1,836	2,190	19%	3,609	4,287	19%	
他の収入	39	47	19%	71	90	26%	少数株主利益等控除利益は同21%増の1兆5,090億ドンだった。
税引前利益	1,858	2,218	19%	3,637	4,339	19%	
法税額	(296)	(363)	22%	(537)	(673)	25%	
税引後利益	1,562	1,856	19%	3,100	3,665	18%	
少数株主持分	311	346	11%	610	663	9%	
少数株主利益等控除利益	1,251	1,509	21%	2,490	3,003	21%	
指数	0	0					
売上総利益率	38%	37%	-0.9 bsp	39%	38%	-1.2 bsp	
純利益率	15%	15%	-0.6 bsp	16%	15%	-0.5 bsp	
管販費用/売上高の比率	22%	22%	-0.7 bsp	24%	22%	-1.8 bsp	

FPTの業績は以下の要素を基づく2桁成長率を維持している。

(1) 日本とAPACでのソフトウェア輸出事業の成長は米市場での減速を相殺している。具体的には以下の通り。

(2) ・日本市場での収入は前年比31%増の2兆2,040億ドンである。
 ・米市場での収入は同13%増の1兆6,330億ドンである。
 ・ヨーロッパ市場での収入は同+25%増の4,250億ドンである。
 ・APAC市場での収入は同+47%増の1兆5,300億ドンである。

(2) 国内ITサービスは2023年第1四半期に比べて回復している。
 ・IT事業の売上高は前四半期比11%増、前年同期比+30%増の1兆5,680億ドンだった。
 ・IT事業の税引前利益は前四半期比+750%増、前年同期比14%増の1,530億ドンだった。

(3) 教育事業は2022年の成長率を維持してい

る。
・売上高は前年同期比
385増の1兆3,420億ド
ンだった。
・税引前利益は同27%
増の3,290億ドンだっ
た。

そのために、2023年上半期
には、教育事業がBSCの予
測の62%を達成した。

他のアップデート: 売上高は前
年同期比32%増の4兆
6,230億ドンだった。税引前
利益は同20.8%増の7,300
億ドンだった。FPTの業績は
(1)日本とAPACでの成長
率がそれぞれ前年同期比
40%増、同37%増となった、
(2)国内IT需要が回復して
いるという要素のおかげで、
2桁成長率を維持している。

ソース: BSC Research

II. 投資観点

前レポートに比べて、BSC は(1)2023年～2024年の期間における日本市場と APAC 市場からの成長原動力を維持する見通し、(2)米市場での IT 分野支出の需要が回復している、(3)教育事業が 2022 年の成長率を維持しているということと気に付けております。

1.日本市場とアジア太平洋市場の成長原動力は 2023 年と 2024 年に維持されている。

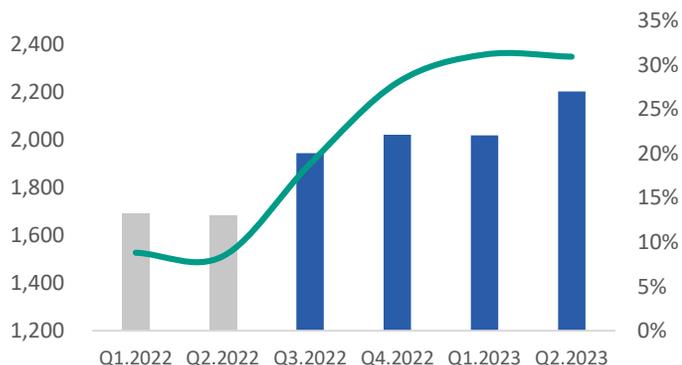
BSC は日本市場とアジア太平洋市場は 2023 年下半期と 2024 年に 2023 年上半期の高い成長率を維持することができると考えております。

日本市場では:

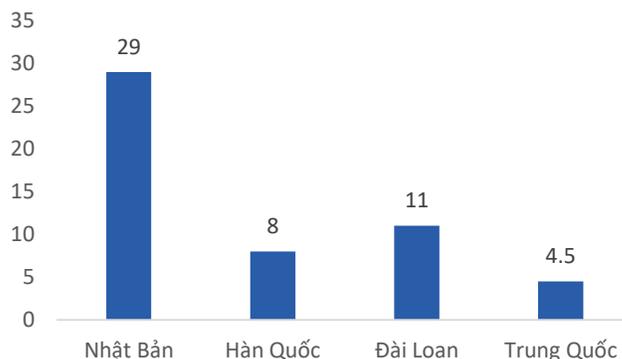
- (1) FPT のデジタルトランスフォーメーションとシステム・メンテナンスのソリューションは顧客の品質を確保しながら、コスト効率に優れている。具体的には、FPT の IT ソリューションのコストは顧客が自分でメンテナンスをすることに比べて 50%低くて、他の競合企業に暮部で 20%低くなります。
- (2) 日本市場の特徴は新契約数と新受注数が過去にパートナーの満足度と品質を基づく提供されるということだ。そのために、BSC は優れたサービスとコストの削減のおかげで、FPT が 2023 年下半期と 2024 年に成長率を維持することできると期待しております。
- (3) 2023 年～2024 年の期間における IT 支出の需要は高まっている。The Japan Times の調査によると、大部分の企業は(1)人件費の節約、(2)炭素排出量の削減、(3)アジアと G7 諸国に追いつくことということのために、2023 年～2024 年の期間におけるデジタルトランスフォーメーションに集中する予定だ。

日本市場の 2023 年第 2 四半期収入成長率は前年同期比 31%増となった。

日本でのデジタルトランスフォーメーションは諸国 64 のうちに 29 位になっている。



ソース: FPT



ソース: IMD

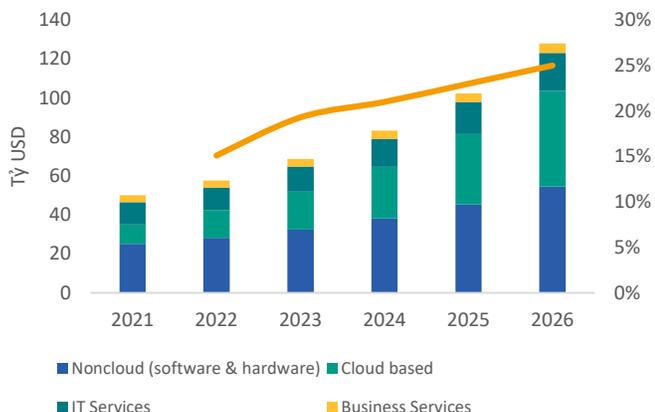
APAC 市場:

- (1) アジア太平洋市場 (APAC) には、デジタルトランスフォーメーションの需要は高まって、クラウド・コンピューティングのアプリは現在から 2026 年までに年平均成長率 (CAGR) の 30% で成長すると予測されています。
- (2) FPT は韓国、インドネシア、中国などのアジア太平洋市場でお成長率を維持するために、回復力の高い市場での多くのオフィスを開設している。

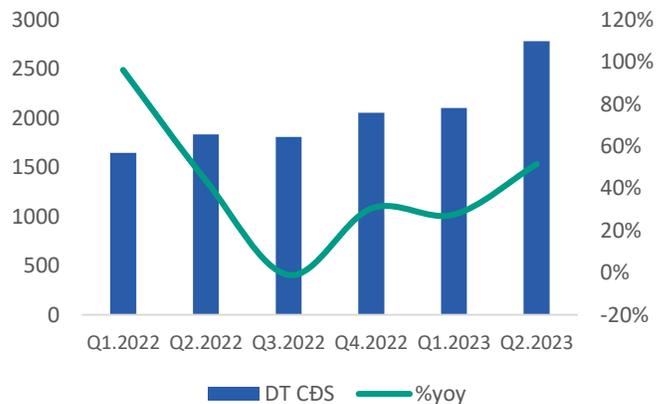
(3) Honda と Kia という大手な自動車メーカーとメンテナンス契約を結んだ。

2022年～2026年の期間におけるIT支出の成長率はアジア太平洋地域におけるCAGRの20.8%に達すると予想されています。

デジタルトランスフォーメーション分野の収入は日本市場とAPAC市場のおかげで、2022年の高い水準を維持した。



ソース: IDC



ソース: FPT

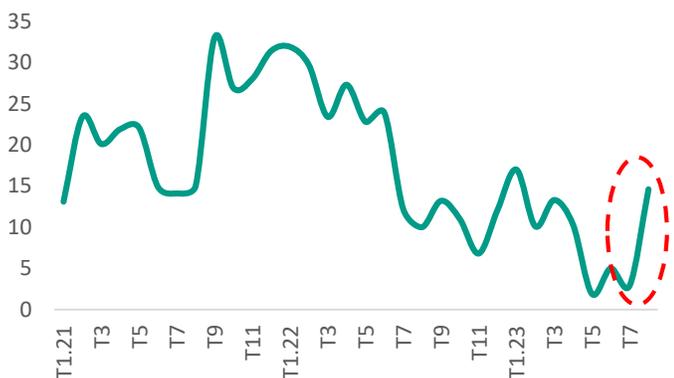
2.米市場でのIT需要は回復の兆しを見せている。

BSCは米市場でのIT支出需要が以下の要素に基づく8月に回復の兆しを見せている気が付いた。

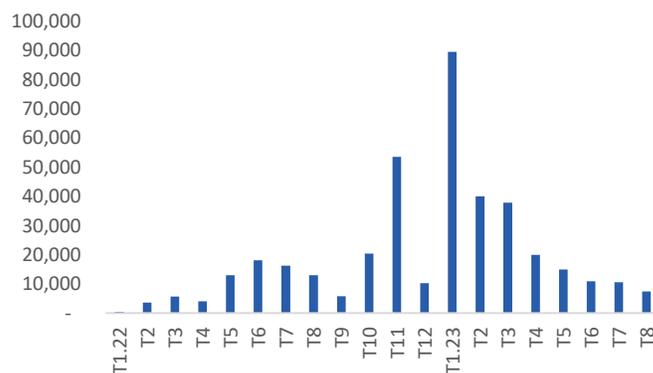
- (1) 米市場での8月IT支出指数は14.6ポイントで、7月から増加した。
- (2) 米国でのIT人材の解雇波は終わった。8月に解雇されたIT従業員の総数は前月比30%減、前年同期比42%減の7,452人だった。

米市場での8月IT支出指数は14.6ポイントだった。

米国で解雇されたIT従業員の総数



ソース: FRED



ソース: Layoff.fyi

そのために、BSCは米市場では、FPTの新規受注は2023年第4四半期に回復してから、2024年に増加すると期待しております。2023年下半期見通しでは、2023年第2四半期と2023年7月に新規契約受注が減少したことで、米市場での2023年下半期成長率が2023年上半期に比べてそれほど改善しないと考えております。

BSC は、中長期的には、米市場の成長余地は大きく残っており、年間 IT 支出が 2022 年に 2 兆米ドルだったと注意させております。そのために、BSC は米市場が戦略的な市場であり、2024 年～2025 年の期間における FPT の成長を維持させると考えております。

3.教育分野は 2023 年下半期と 2024 年における 2022 年の高い成長率を維持している。

BSC は以下の要素を基づく、FPT の教育分野が大きく成長し続け、2023 年下半期と 2024 年に FPT の税引前利益に寄与率を上昇するとの見方を維持しております。

- (1) ベトナムでの質の高い IT 人材が不足していることで、入学需要が高い。情報通信省によると、ベトナムでは、ベトナムは年間平均約 20 万人の IT 人材を不足している。また、教育業は経済状況からあまり影響しないだろう。
- (2) FPT は全国の県と地方で教育施設を拡大している。

FPT の教育施設での入学生数が年を経て増加している。

教育分野は FPT の税引前利益に大きく寄与している。



ソース: FPT



ソース: FPT

4.広周波数帯域サービス事業が緩和しているために、通信分野は大きく成長することが難しいだろう。

BSC は、2024 年には、広周波数帯域サービス事業が緩和しているために、通信分野は大きく成長することが難しいと考えております。

- (1) PayTV の成長: FPT は現在、スポーツ以外のエンターテインメント番組の著作権購入への投資に注力しているために、BSC が 2024 年には PayTV がより多くの加入者を誘致すると予測しております。
- (2) FPT がデータセンターを拡張している。ホーチミン市場にデータセンターの 2 つが 2023 年第 4 四半期に運営すると期待されております。これは通信事業の利益率を改善させるだろう。

III. 2023年と2024年の業績の予測

2023年には、BSCはFPTの売上高を前年比20%増の53兆290億ドン、少数株主利益等控除利益を同21%増の6兆4,040億ドン、EPSを4,950VND/株、Pefwを18.8xと予測しております。

2024年には、BSCはFPTの売上高を前年比20%増の63兆8,600億ドン、少数株主利益等控除利益を同21%増の7兆7,410億ドン、EPSを5,983VND/株、Pefwを16と予測しております。

	2022	2023年 調整前予測	2023年 調整済予測	% adjust	%yoy	2024年 予測	%yoy	評価
売上高	44,010	52,389	53,029	1%	20%	63,860	20%	<p>1. 教育事業の収入が前年比21%増加すると調整されているために、2023年の売上高が前年比1%増加すると調整されている。</p> <p>2. 2024年の売上高は以下の要素のおかげで前年比20%増となる。</p> <ul style="list-style-type: none"> - 米市場、日本語市場、APAC市場とヨーロッパ市場がそれぞれ、前年比30%増、同30%増、同30%増、同20%増となるために、IT事業が前年比20%増となる。 - 通信事業は前年比10%増となる。 - 教育事業は前年比30%増となる。 <p>3. 販管費用/売上高の比率は23%であり、2022年と相当する。</p>
IT事業	25,762	31,646	31,516	0%	22%	39,016	24%	
通信事業	14,729	16,303	16,148	-1%	10%	17,762	10%	
教育事業、その他	3,517	4,440	5,365	21%	53%	7,082	32%	
売上原価	(26,842)	(31,957)	(32,346)			(38,670)		
売上総利益	17,167	20,432	20,682	1%	20%	25,190	22%	
売上総利益率	39.0%	39.0%	39.0%			39.4		
販売費用	(4,526)	(5,239)	(5,356)	2%	18%	(6,450)	20%	
販売費用率	10%	10%	10%					
管理費用	(5,846)	(6,811)	(6,947)	2%	19%	(8,366)	20%	
管理費用率	13%	13%	13%					
経営活動事業による損益	6,795	8,382	9,187			11,139		
金融活動事業による収入	1,999	1,128	1,489					
財務費用	(1,687)	(1,100)	(1,165)					
他の利益	73	105	73					
税引前利益	7,662	8,999	9,260	3%	21%	11,212	21%	
税引後利益	6,491	7,559	7,829	4%	21%	9,462	21%	
少数株主持分	1,181	1,376	1,425	4%	21%	1,722	21%	
少数株主利益等控除利益	5,310	6,183	6,404	4%	21%	7,741	21%	
EPS	4,429	4,796	4,950			5,983		

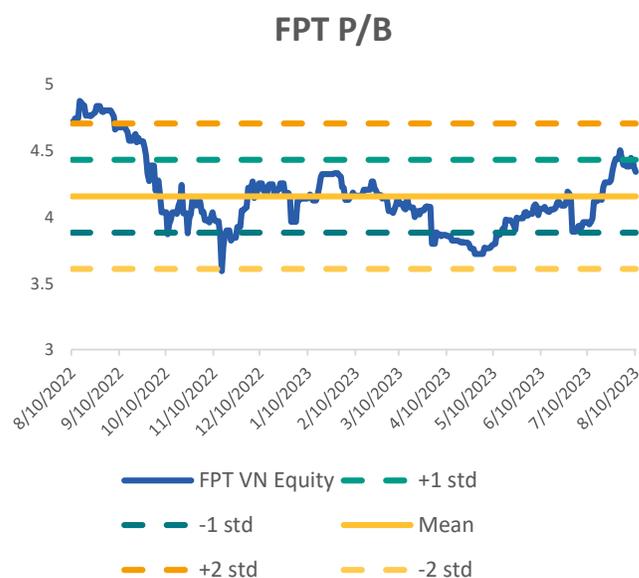
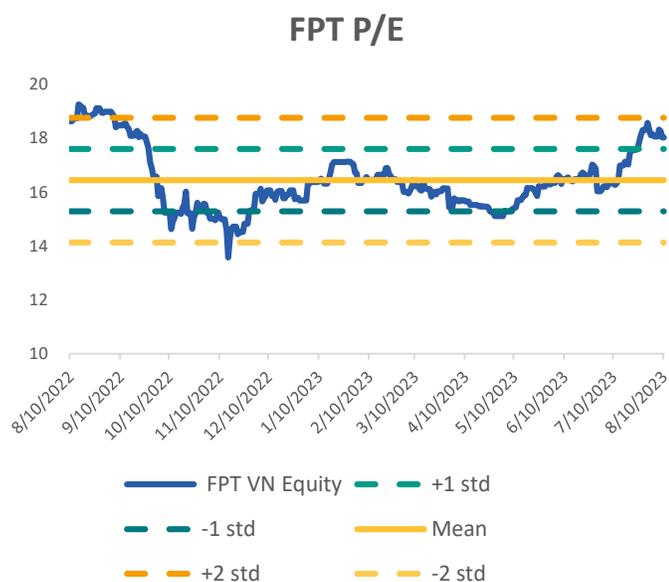
IV. 評価

BSC は以下の要素を基づく、FPT の理論価格を 10 万 8,000VND / 株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

(1) 日本市場とアジア太平洋市場における強い成長率の維持及び米国市場の回復の見通しを反映するために、基本的な評価が 2023 年から 2024 年に変動された。

(2) 目標 PE が 18.x である。

P/E 方法	
2024 年の EPS(VND/株)	5,983
目標な P/E(x)	18
2023 年目標価格(VND/株)	108,000
配当率	0%
上昇率	16%



付録

業績(10億 VND)	2021	2022	2023F	2024F	キャッシュフロー会計(10億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
売上高	35,657	44,010	53,029	63,860	税引後利益	6,337	7,662	9,260	11,212
売上原価	(22,025)	(26,842)	(32,346)	(38,670)	原価償却及び割当て	1,644	1,833	1,921	1,961
売上総利益	13,632	17,167	20,682	25,190	流動資本変更	623	(1,781)	(4,560)	(1,541)
金融活動事業による収入	1,271	1,999	1,489	1,692	その他	(2,764)	(2,661)	(1,915)	(2,234)
財務費用	(1,144)	(1,687)	(1,165)	(1,411)	営業活動からキャッシュフロー	5,840	5,054	4,706	9,399
そのうち:借入費用	(484)	(646)	(680)	(831)	固定資産購入額	(2,908)	(3,210)	(190)	870
連結会社からの損益	687	484	484	484	他の投資	(7,505)	8,967	(28)	(59)
販売費用	(3,605)	(4,526)	(5,356)	(6,450)	投資活動からキャッシュフロー	(10,413)	5,757	(218)	811
管理費用	(4,612)	(5,846)	(6,947)	(8,366)	配当金	(2,254)	(2,222)	(2,680)	(3,239)
経営活動事業による利益	6,228	7,589	9,187	11,139	借入から金額	7,531	(7,628)	319	2,311
他の収入	109	73	73	73	他の未収金	88	77	-	-
税引前利益	6,337	7,662	9,260	11,212	金融活動からキャッシュフロー	5,365	(9,773)	(2,361)	(928)
法人税	(988)	(1,171)	(1,432)	(1,750)	初期キャッシュフロー	4,686	5,418	6,440	8,567
税引後利益	5,349	6,491	7,829	9,462	中期キャッシュフロー	791	1,038	2,127	9,282
少数株主持分	1,012	1,181	1,425	1,722	最後期キャッシュフロー	5,418	6,440	8,567	17,849
少数株主利益等控除利益	4,337	5,310	6,404	7,741					
EPS	4,084	4,841	4,950	5,983					
バランスシート(10億ドン)	2021	2022	2023F	2024F	指数(%)	2021	2022	2023F	2024F
現金及び現金相当	5,418	6,440	8,567	17,849	支払能力				
短期的な投資	20,731	13,047	13,569	14,112	流動比率	1.2	1.3	1.5	1.7
短期未収金	6,882	8,503	10,245	12,338	当座比率	1.1	1.1	1.3	1.6
棚卸資産	1,507	1,966	2,005	2,045	資本構成				
他の短期的な資産	580	982	1,183	1,424	負債比率/総資産	60%	51%	45%	44%
短期資産	35,118	30,938	35,569	47,769	負債比率/株主資本	151%	104%	82%	79%
長期未収金	167	225	271	327	稼働能力				
固定資産	18,338	21,610	21,800	21,992	棚卸資産回転期間	25	27	23	19
減価償却	(7,939)	(9,577)	(11,499)	(13,460)	売掛金回収期間	70	71	71	71
投資資産	-	-	-	-	利益性				
減価償却	-	-	-	-	売上総利益率	38%	39.0%	39.0%	39.4%
建設中長期資産	1,291	1,062	1,062	-	税引後利益率	15%	15%	15%	15%
長期投資	3,102	3,238	3,228	3,228	ROE	20%	21%	21%	21%
他の長期資産	3,621	4,154	5,006	6,028	ROA	8%	10%	12%	12%
長期資産	18,580	20,713	19,869	18,115	成長率(前年同期比)				
総資産	53,698	51,650	55,438	65,884	売上高	20%	23%	20%	20%
買掛金	11,962	13,617	11,940	13,851	税引後利益	21%	22%	20%	21%
短期借入	17,799	10,904	12,065	14,398	税引前利益	20%	21%	21%	21%
短期借入総額	29,761	24,521	24,005	28,249	EPS	-1%	19%	2%	21%
長期借入	2,296	1,478	636	614	流行中株数(100万株)	1,062	1,062	1,183	1,183
他の長期借入	223	295	292	292	簿価(VND/株)	20,168	23,114	25,784	31,044
長期借入総額	2,519	1,773	928	907					
借入総額	32,280	26,294	24,933	29,156					
出資金	9,076	10,970	10,970	10,970					
株式会社化による資本剰余金	50	50	50	50					
他の株主資本	1,812	2,312	2,312	2,312					
未処分利益	7,000	7,712	11,436	15,937					
少数株主持分	3,477	4,310	5,734	7,456					
株主資本	21,418	25,356	30,502	36,725					
総資本	53,698	51,650	55,435	65,881					

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 Vôi, 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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

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

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

