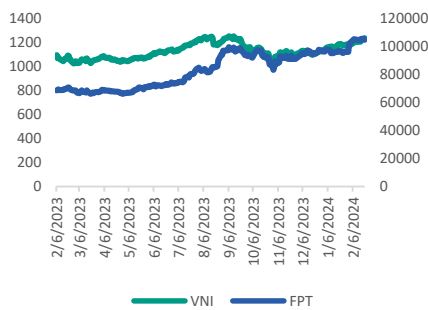


推奨	買い	FPT 株式会社(HSX: FPT) 海外市場でのデジタルトランスフォーメーション需要は高まっている。			
現値	103,900	レポート作成日:	26/02/2024	株主構成	
前理論価格	108,000	流行中株数(100 万)	1,270	Trương Gia Bình	6.1%
新理論価格	120,000	時価総額(10 億ドン)	105,407	SCIC	5.0%
配当率		直近 6 ヶ月間平均売買高:	1.74	国際有限会社	3.2%
上昇率	16%	外国人投資家保有率	49%		

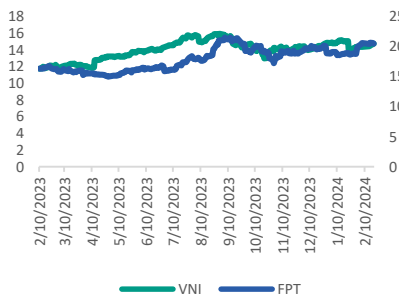
分析者:

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

株価の推移



P/E



評価

BSC は PE 方法と DCF 方法に基づく、FPT の理論価格を前予想値比+10% 増の 12 万 VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

- (1) BSC は FPT の長期的な見通しを評価するために DCF 方法を利用しております。(1) デジタルトランスフォーメーションの需要がデジタル技術のおかげで 2024 年～2030 年の期間に強化されている、(2) 海外市場で市場シェアを向上する余地がある、(3) FPT の地位がますます確定されている、(4) 教育事業からの成長潜在という要素に基づく、FPT の成長余地が大きく残っている。
- (2) FPT は BSC のレポートにプラスな成長を計上しているが、(1) 現在の 2024 年 EPSfw が 18x、2021 年～2023 年の期間の平均 PE に相当しているが、BSC が FPT の成長見通し(CAGR20%)に比べて低い水準であると考えております。(2) 地域における同業界の企業の平均 PE に比べているという要素に基づく、BSC は FPT の上昇潜在が残っていると評価しております。

投資観点

- (1) 日本市場とアジア太平洋市場での成長率はそれぞれ前年比 +33%、同+30% 上昇すると期待しております。米市場は前年比 +30% 増加すると期待されております。
- (2) 高い入学需要とキャンパスの拡大のおかげで、教育事業の収入は前年比+32% 上昇する。
- (3) 通信事業の収入は PayTV と他の事業のおかげで前年比+10% 上昇する。

業績予測

2024 年には、BSC は FPT の売上高を前年比 21% 増の 63 兆 8,800 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 21% 増の 7 兆 8,670 億ドン、EPS を 5,755VND/株、Pefw を 18x と予測しております。

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	2023	2024 F	Peer	VN-Index		2021	2022	2023	2024F
PE (x)	17	18	27.5	13.7	売上高	35,657	44,010	53,618	63,880
PB (x)	4.03	4	4.7	1.67	売上総利益	13,632	17,167	20,330	24,912
PS (x)	2.06	2.01	2.9	3.2	少数株主利益等控除利益	4,337	5,310	6,471	7,867
ROE (%)	26%	29%	18.32 %	16.8%	EPS	4,084	4,841	5,098	5,755
ROA (%)	13%	13%	7.95%	5.7%	EPS 成長率	-1%	19%	2%	16%

I. 業績アップデート

FPT の業績

FPT_10 億 VND	Q4.2022	Q4.2023	% YoY	2022	2023	% YoY
売上高	13,042	14,690	13%	44,017	52,618	20%
IT 事業	7,779	8,932	15%	25,521	31,449	23%
通信事業	3,923	4,116	5%	14,730	15,806	7%
教育事業、その他	1,342	1,643	22%	3,767	5,363	42%
売上総利益	5,241	5,632	7%	17,397	20,330	17%
金融活動事業による収入	526	520	-1%	1,998	2,336	17%
財務費用	(644)	(528)	-18%	(1,663)	(1,718)	3%
そのうち:借入費用	(157)	(207)	32%	(646)	(833)	29%
連結会社からの利益	98	58		484	76	-84%
販売費用	(1,481)	(1,316)	-11%	(4,634)	(5,090)	10%
管理費用	(1,762)	(1,980)	12%	(6,002)	(6,822)	14%
経営活動事業による利益	1,978	2,387	21%	7,581	9,112	20%
他の収入	11	48	349%	73	91	25%
税引前利益	1,989	2,435	22%	7,654	9,203	20%
法税額	(369)	(384)	4%	(1,178)	(1,411)	20%
税引後利益	1,620	2,051	27%	6,476	7,792	20%
少数株主持分	268	323	20%	1,181	1,322	12%
少数株主利益等控除利益	1,352	1,728	28%	5,295	6,471	22%
売上総利益率	40%	38%	-2%	40%	39%	-1%
純利益率	12%	14%	2%	15%	13%	-2%
管販費用/売上高の比率	25%	22%	-2%	24%	23%	-2%

ソース: FPT の財政諸表, BSC research

2023 年第 4 四半期業績には、米市場の回復が業績にまだ反映していなかったために、収入の成長は鈍化した。

いくつかの注意べきな点:

前年同期比 +13% の売上成長率は、過去 5 四半期の +20% 成長に比べて鈍化

(1) 収入成長率は前年比 13%増加し、過去 5 四半期の 20%に比べて鈍化した。

- 米市場での収入は前年比 2%減の 2 兆 1,000 億ドンだった。減収は米市場での新規契約数が 2024 年第 3 四半期に減少したためだ。
- 日本市場とアジア太平洋市場での収入はそれぞれ、前年比 25%増の 2 兆 4,890 億ドン、同 73%増の 1 兆 5,960 億ドンだった。

(2) 少数株主利益等控除利益は以下の要素から由来した。

- 財務費用の削減
- 販売費用/収入の比率は前年同期比 1%減となった。

2023 年業績: FPT の収入と少数株主利益等控除利益はそれぞれ、前年比+20%増、同+22%増となった。

II. 投資観点

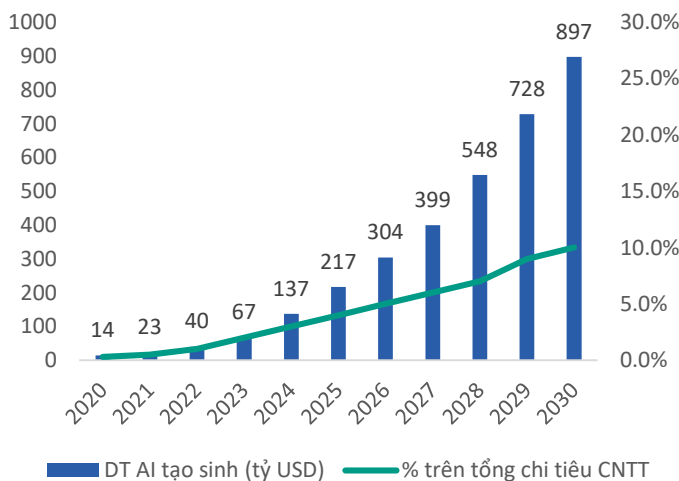
BSC は PE 方法と DCF 方法に基づく、FPT の理論価格を前予想値比+10%増の 12 万 VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

1. デジタルトランスフォーメーションの需要は海外市場で高い水準を維持している。

2024 年には、日本、米市場、APAC 市場、ヨーロッパ市場などの海外市場でのデジタルトランスフォーメーション需要は以下の要素に基づく高い水準で維持している。

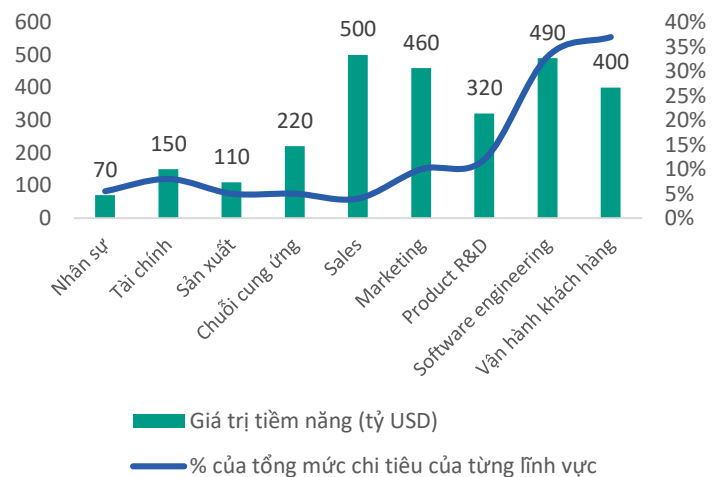
- AI 需要は 2024 年に大きく増加すると予想されております。AI 事業の 2024 年収入は前年比 104%増の 1,370 億ドルであり、2024 年～2030 年の期間における CAGR が 37%で維持する。この成長は(1)このテクノロジーがほとんどの業界の業務効率に明らかな影響を与え、世界的な GDP を 7%に増加させると推定されております；(2)AI が大規模なデータを最大限に活用することのためだ。
- データの保管・管理をクラウドプラットフォームとデータセンターに移管する傾向は(1)販売管理、顧客関係管理などの殆どのデジタルテクノロジーアプリがクラウドプラットフォームを通じて行われている、(2)管理費用、データ保管費用とハードウェア投資費用の削減、(3)特に銀行、保険の分野でのデータ損失を回避するということから由来している。

AI 事業の CAGR は +37% /年間である



ソース: Bloomberg, IDC

各業界へ AI の影響度

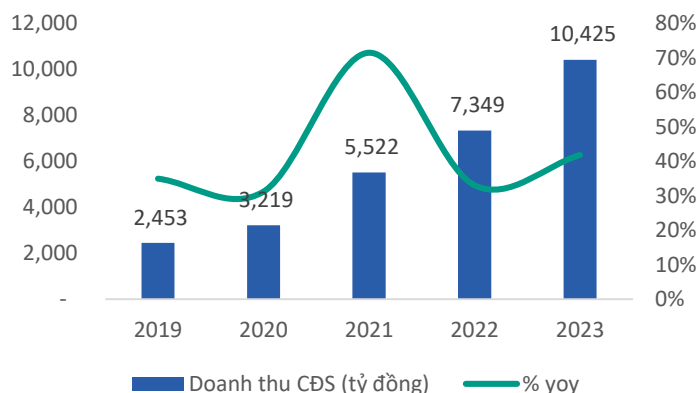


ソース: McKinsey

BSC はこれが 2024 年と今後 5~6 年間に FPT の成長原動力になると考えております。FPT の代表者によると、FPT の 2030 年目標は収入が 50 億ドル(CAGR の 25%の相当)となる見通しに設定されている。この増収は(1) 市場シェアを向上する大きな余地、競争力のある価格、サービス質;(2) 海外市場での M&A 活動に積極的; 2024 年~2030 年の期間におけるデジタルトランスフォーメーションの需要ということのためだ。

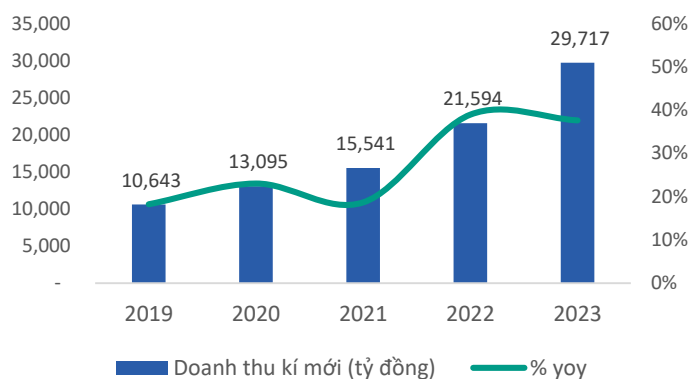
また、短期的には、2023 年第 4 四半期と 2024 年 1 月の新規契約額はそれぞれ、前年同期比 87%増の 9 兆 170 億ドン、同 20%増の 4 兆 9,000 億ドンを達したことのおかげで、2024 年上半期の収入成長が確保されるだろう。

FPT のデジタルトランスフォーメーション事業の 2023 年収入は前年比 42%増となった。



ソース: FPT

FPT の 2023 年新規契約額が前年比 38%増となった。



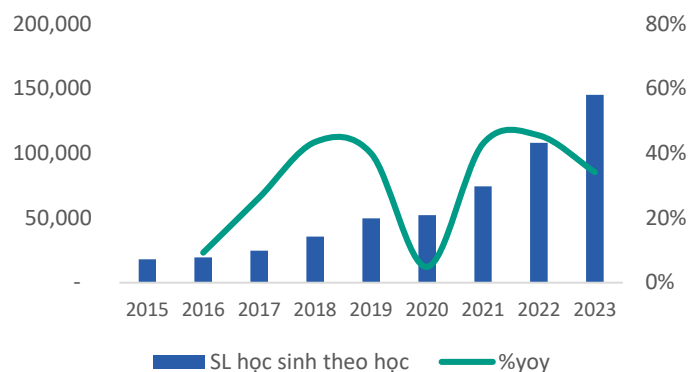
ソース: FPT

そのために、上記のアップデートされた見通しに基づく、BSC は日本市場、APAC 市場と米市場での 2024 年収入が前年比+33%増となり、同+30%増となり、同 30%増となるという見通しを維持しております

2. 教育事業の収入は前年比+32%増となる。

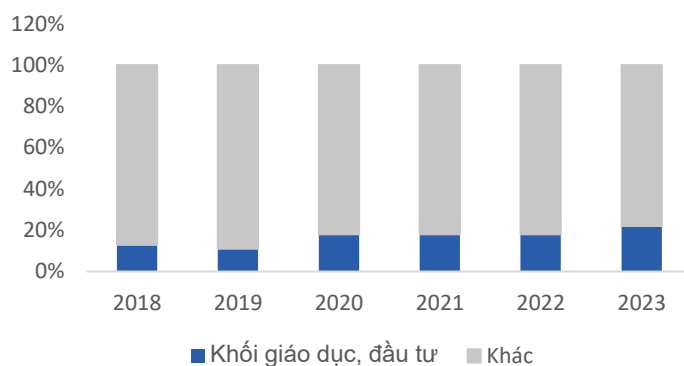
- (1) ベトナムでの IT 人事が不足している。2024 年には、ベトナムでの IT 人事は 19 万 5,000 人を不足している。半導体、ロボットなどの多くの新たなハイテク業界の発展と共に、ベトナム政府は 2023 年での IT 人事/総労働者の比率が現在の 1.1%増の 2%になると目標を設定しています。
- (2) 以前の推奨期間に比べて、FPT は全国での県や都市で新キャンパスの拡大・建設を続けている。例えば、Da Nang、Can Tho での FPT のキャンパスを拡大し、Hau Giang での新キャンパスを建設することだ。また、FPT は他の県に新額を開設するためにライセンスの 3 つを持っている。

学生数が 2023 年に前年比 34%増となった。



ソース: FPT

教育事業は FPT の税引前利益にますます寄与している。



ソース: FPT

3. 通信事業の収入は PayTV と他の事業のおかげで前年比 10%増加するだろう。

2024 年には、BSC は通信事業の収入が PayTV と他の事業のおかげで前年比 10%増加すると観点を維持しております。

- (1) 固定広周波数帯域市場はベトナムに飽和しているために、固定広周波数帯域サービス事業の収入は前年比 5%増となる。
- (2) PayTV と他の事業の収入は前年比 15%増となる。
- (3) 2023 年第 3 四半期には、データセンターの利益率(約 30%)は伝統的な通信事業の利益率(16~17%)より高いため、FPT の新データセンターが通信事業の利益率を向上させると期待されております。また、Nvidia 会長の訪問及び米国とベトナムの包括的な協力を通じて、FPT はこのグループからデータ処理チップを購入し、データセンター事業の効率を高める可能性が高い。

III. 2024 年業績の予測

2024 年には、BSC は FPT の売上高を前年比 21%増の 63 兆 8,800 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 21%増の 7 兆 8,670 億ドン、EPS を 5,755VND/株、Pefw を 18xと予測しております。

- (1) ヨーロッパ市場の収入は前予想値比 15%増となり、前年比 25%増の 2 兆 1,700 億ドンを達す。増収は (1)2023 年の収入が BSC の予想値比+16%増となった、(2)FPT が 2023 年 12 月に AOSIS 社の買収を通じてヨーロッパでの存在感を高めるということから由来する。
- (2) 販売費用率は 10.3%から 9.7%に低下する。

FPT の 2024 年業績(仮定)

	単位	2023 年(実施済)	2024 年の 前予測	2024 年の 現予測	%変動率	%yoy 2024
売上高	10 億 VND	52,618	63,710	63,880	0.3%	21%
IT 事業		31,449	39,096	39,411	0.8%	25%
海外市場		24,288	31,547	31,892	1.1%	31%
米市場		7,115	9,367	9,367	0.0%	32%
日本		9,324	12,408	12,408	0.0%	33%
APAC		6,113	7,887	7,947	0.8%	30%
EU		1,736	1,885	2,170	15.1%	25%
国内市場		7,161	7,549	7,519	-0.4%	5%
通信事業		15,806	17,532	17,387	-0.8%	10%
教育事業		5,363	7,082	7,082	0.0%	32%
売上総利益		20,330	24,855	24,912	0.2%	22%
売上総利益率		39%	39%	39%		
販売費用		(5,090)	(6,371)	(6,180)		
販売費用率		10%	10%	10%		
管理費用		(6,822)	(8,091)	(8,281)		
管理費用率		13%	13%	13%		
財務費用		(1,718)	(1,993)	(1,987)		
借入費用		(833)	(1,138)	(1,122)		
税引前利益		9,203	10,967	11,192	2.0%	21%
税引後利益		7,792	9,325	9,474	1.6%	21%
少数株主利益等控除利益		6,471	7,628	7,867	3.1%	21%
EPS		5,095	5,583	5,755		

ソース: BSC の予想

IV. 評価と推奨

FPT は 2023 年 5 月 30 日に BSC の推奨期間から+30%上昇したが、BSC は FPT の株価増加の潜在が残っていると考えております。そのために、BSC は PE 方法と DCF 方法に基づく、FPT の理論価格を前予想値比+10%増の 12 万 VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

(1) BSC は FPT の長期的な見通しを評価するために DCF 方法を利用しております。

- (i) デジタルトランスフォーメーションの需要がデジタル技術のおかげで 2024 年～2030 年の期間に強化されている
- (ii) 海外市場で市場シェアを向上する余地がある
- (iii) FPT の地位がますます確定されている
- (iv) 教育事業の利益率が FPT の利益構成にますます寄与している。

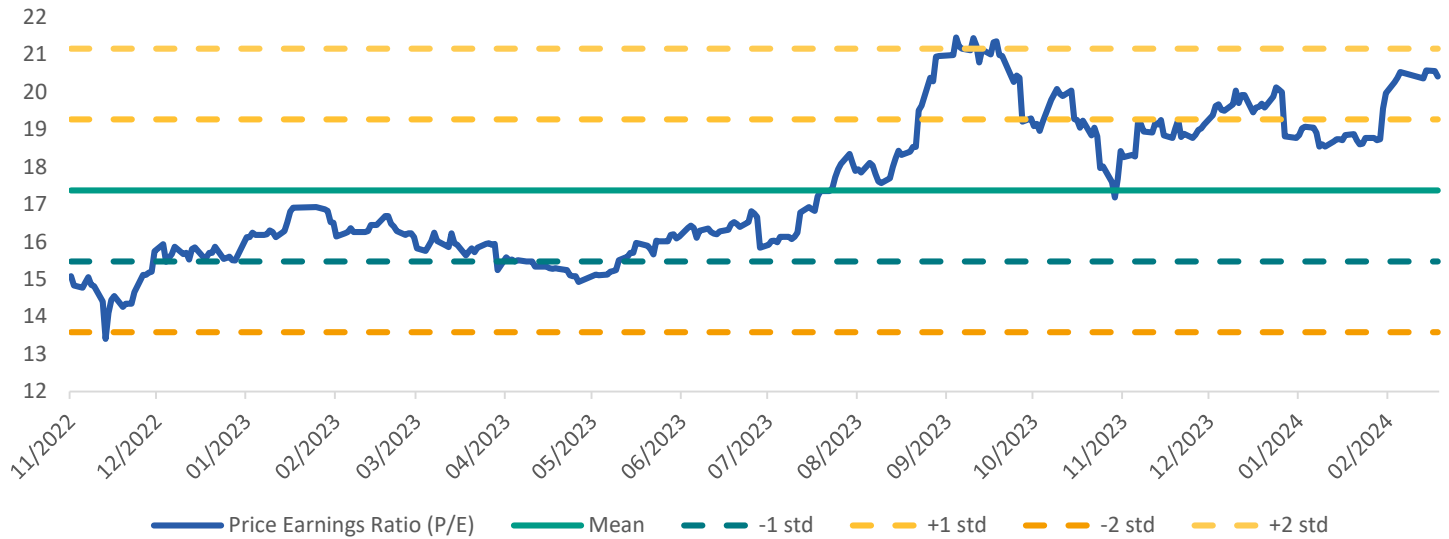
(2) 現在の評価は FPT の長期的な成長潜在をまだ反映していない可能性がある。

- (i) BSC は今後 5 年間の周期における FPT の CAGR が 2021 年～2023 年の期間(CAGR15%/年)より高くなり 20%/年であると評価しているために、目標 PE を 18.xから 18.5 に上方修正しております。2021 年～2023 年の期間には、FPT の平均 PE が 18.xだった。
- (ii) 同業界の企業に比べて、FPT の PE は地域の企業の平均 PE (25.x)に比べて 18.xである。

評価

DCF 方法	2024F	2025F	Terminal	利用資本費用	
FCFF (10 億 VND)	7,659	9,888	11,300	Rf	5%
現値	157,769			Beta	0.82
(+)現金及び現金相当	7,778			Ke	13%
(+) 短期投資	16,748			Kd	10%
企業の総価値	182,296			E/A	55%
(-) 負債	14,626			法税	16%
株主資本	167,670			WACC	11%
流行中株数(100 万株)	1,270			g	5%
理論株価(VND)	132,023				
PE 方法					
2024 年の EPS	5,755				
P/E	18.5				
理論株価(VND)	107,000				
合計	株価	割合			
DCF	132,000	50%			
P/E	107,000	50%			
推奨価格	120,000				

FPT の P/E



地域における同業界の企業

企業	時価総額(10 億 USD)	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
LTIMindtree Ltd	19.35	20.6	23.1	29.5
Unisplendour Corp Ltd	7.24	10.5	11.1	17.3
Tata Consultancy Services Ltd	174.12	20	21.8	28.6
Infosys Ltd	82.85	16.7	19.1	25
Tech Mahindra Ltd	15.26	15.9	21.1	24.3
Isoftstone Information Technol	4.91	15.5	23.8	27.3
Coforge Ltd	4.88	22.1	27.1	35.3
Wipro Ltd	32.85	13.8	17.1	22.5
Persistent Systems Ltd	7.9	31.2	37.2	47.3
HCL Technologies Ltd	53.54	15.8	19	25
FPT Corp	5.42	10	12.3	17.3
中位				25

ソース: Bloomberg

付録

業績(10 億 VND)	2021	2022	2023	2024F
売上高	35,657	44,010	52,618	63,880
売上原価	(22,025)	(26,842)	(32,288)	(38,967)
売上総利益	13,632	17,167	20,330	24,912
金融活動事業による収入	1,271	1,999	2,336	2,560
財務費用	(1,144)	(1,687)	(1,718)	(1,987)
そのうち:借入費用	(484)	(646)	(833)	(1,122)
連結会社からの損益	687	484	76	76
販売費用	(3,605)	(4,526)	(5,090)	(6,180)
管理費用	(4,612)	(5,846)	(6,822)	(8,281)
経営活動事業による利益	6,228	7,589	9,112	11,101
他の収入	109	73	91	91
税引前利益	6,337	7,662	9,203	11,192
法人税	(988)	(1,171)	(1,411)	(1,718)
税引後利益	5,349	6,491	7,792	9,474
少数株主持分	1,012	1,181	1,322	1,607
少数株主利益等控除利益	4,337	5,310	6,471	7,867
EPS	4,084	4,841	5,095	5,755

バランスシート(10 億ドン)	2021	2022	2023	2024F
現金及び現金相当	5,418	6,440	8,279	7,778
短期的な投資	20,731	13,047	16,104	16,748
短期未収金	6,882	8,503	9,534	11,574
棚卸資産	1,507	1,966	1,593	1,625
他の短期的な資産	580	982	1,199	1,455
短期資産	35,118	30,938	36,710	39,181
長期未収金	167	225	247	300
固定資産	18,338	21,610	24,893	28,574
減価償却	(7,939)	(9,577)	(11,249)	(13,723)
投資資産	-	-	-	-
減価償却	-	-	-	-
建設中長期資産	1,291	1,062	1,315	1,315
長期投資	3,102	3,238	3,367	3,347
他の長期資産	3,621	4,154	5,042	6,122
長期資産	18,580	20,713	23,616	25,936
総資産	53,698	51,650	60,325	65,117
買掛金	11,962	13,617	15,829	13,880
短期借入	17,799	10,904	13,838	14,440
短期借入総額	29,761	24,521	29,667	28,320
長期借入	2,296	1,478	208	186
他の長期借入	223	295	502	432
長期借入総額	2,519	1,773	710	618
借入総額	32,280	26,294	30,377	28,938
出資金	9,076	10,970	12,700	12,700
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	3,559	3,559
未処分利益	7,000	7,712	8,679	13,303
少数株主持分	3,477	4,310	4,958	6,565
株主資本	21,418	25,356	29,948	36,176
総資本	53,698	51,650	60,325	65,114

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022	2023	2024F
税引後利益	6,337	7,662	9,203	11,192
原価償却及び割当て	1,644	1,833	2,287	2,473
流動資本変更	623	(1,781)	697	(5,480)
その他	(2,764)	(2,661)	(2,666)	(1,794)
営業活動からキャッシュフロー	5,840	5,054	9,520	6,391
固定資産購入額	(2,908)	(3,210)	(3,949)	(3,681)
他の投資	(7,505)	8,967	(2,598)	(548)
投資活動からキャッシュフロー	(10,413)	5,757	(6,547)	(4,229)
配当金	(2,254)	(2,222)	(2,931)	(3,243)
借入から金額	7,531	(7,628)	1,689	580
他の未収金	88	77	73	-
金融活動からキャッシュフロー	5,365	(9,773)	(1,168)	(2,663)
初期キャッシュフロー	4,686	5,418	6,440	8,279
中期キャッシュフロー	791	1,038	1,805	(502)
最後期キャッシュフロー	5,418	6,440	8,279	7,778

指数(%)	2021	2022	2023	2024F
支払能力				
流動比率	1.2	1.3	1.2	1.4
当座比率	1.1	1.1	1.1	1.3
資本構成				
負債比率/総資産	60%	51%	50%	44%
負債比率/株主資本	151%	104%	101%	80%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	25	27	18	15
売掛金回収期間	70	71	66	66
利益性				
売上総利益率	38%	39.0%	38.6%	39.0%
税引後利益率	15%	15%	15%	15%
ROE	20%	21%	22%	22%
ROA	8%	10%	11%	12%
成長率(前年同期比)				
売上高	20%	23%	20%	21%
税引後利益	21%	22%	21%	23%
税引前利益	20%	21%	20%	22%
EPS	-1%	19%	3%	15%
流行中株数(100 万株)	1,062	1,062	1,183	1,270
簿価(VND/株)	20,168	23,114	25,316	28,711

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>

