

業界: 通信情報業

推奨

有望

FPT 株式会社 (HSX: FPT)

テクノロジーバリューチェーンのシフト

現値	76,700	レポート作成日:	11/03/2021	株主構成	
前理論価格	63,580	流行中株数(100万)	784	Trương Gia Bình	7.1%
新理論価格	86,000	時価総額(10億ドン)	61,066	SCIC	5.9%
配当率	2.5%	過去6ヶ月平均売買高	2,478,220	Macquarie Group	5.4%
上昇率	15.2%	外国人投資家保有率	49%	Bùi Quang Ngọc	2.5%

業界分析:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA
(Công nghệ, Thủy sản, Dệt may)
tuntc@bsc.com.vn

評価

- BSC は FPT 株の理論株価を 2021 年 3 月 11 日の終値比 15.2%増の 8 万 6,000VND/株と評価し、FPT の投資評価を「有望」と推奨しております。

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

2021 年業績計画

- FPT は 2021 年に収入を前年比 16%増の 34 兆 7,200 億ドン、税引前利益を同 18%増の 6 兆 2,100 億ドンと計画しています。

推奨価格: 84,700 VND
損切り値: 70,700 VND

2021 年業績予測

- BSC は 2021 年には、FPT の収入を前年比 21.2%増の 36 兆 1,400 億ドン、税引後利益を同 20.4%増の 5 兆 3,230 億ドン、EPS を 5,049VND/株、Pefw を 15.4xと予測しております。

株価の推移



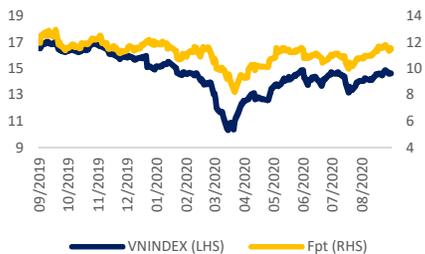
投資観点

- デジタルトランスフォーメーション(DX)事業が業績成長を促す主な原動力になると見込まれている。
- 2021 年業績見通しが楽観である。

リスク

- 新型コロナウイルス感染症の流行は回復に影響を与える。
- テクノロジー人材源を引き付けるために競争のリスク。

P/E



企業アップデート

- 2021 年には、FPT は 2021 年には、収入を前年比 7.6%増の 29 兆 8,300 億ドン、税引後利益を同 13.1%増の 4 兆 4,220 億ドンと設定しております。
- BSC は FPT の 2021 年業績見通しを楽観視している。これは(1)事業が低い水準から回復する、(2)デジタルトランスフォーメーション(DX)案件が引き続き成長しているということから由来します。

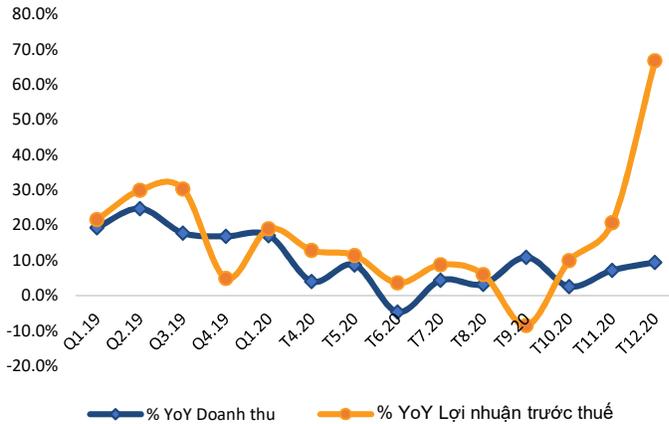
	2019	2020	Peer	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	10.8	11.4	24.2	16.9	収入	27,717	29,830	36,140	42,086
PB (x)	2.1	2.5	2.9	2.2	売上総利益	10,712	11,816	14,456	16,834
PS (x)	1.1	1.2	3.5	1.7	税引後利益	3,912	4,422	5,323	6,324
ROE (%)	24.8%	24.9%	13.3%	13%	EPS	4,220	4,119	5,049	6,103

ROA (%) 12.4% 11.8% 8.4% 2% EPS 成長率 8.3% 12.3% 21.6% 20.8%

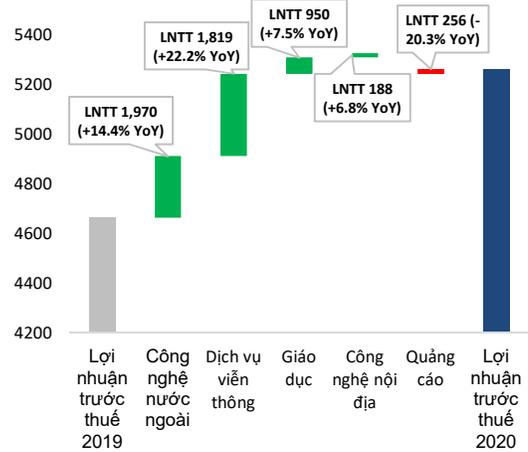
I. 2020年業績のアップデート

FPTの2020年業績は、収入が前年比7.6%増の29兆8,300億ドン、予測の93.6%に相当した; 税引後利益が同13.1%増の4兆4,220億ドン、予測の99%に相当した。

2020年収入と利益の成長率



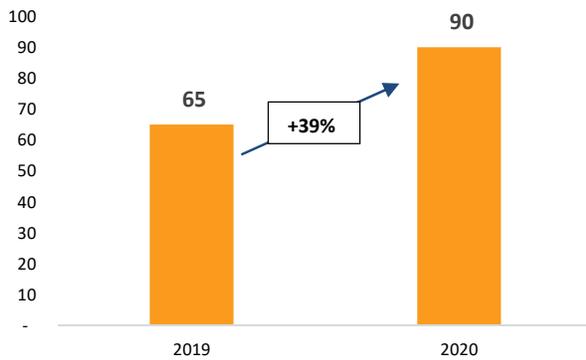
事業別の2020年利益の変動



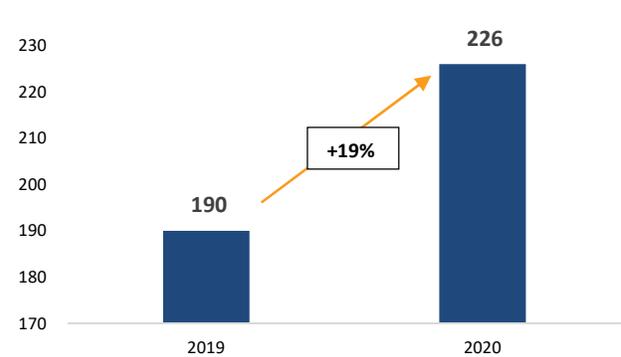
ソース: FPT

重要な海外市場での通信情報成長率は2020年に新型コロナウイルス感染症の流行でマイナスな影響を与えたが、前年比14.4%上昇した。契約総額が50万ドルを超える顧客数と案件数はプラスに成長している。

契約総額が50万ドルを超える案件数



契約総額が50万ドルを超える顧客数



ソース: FPT

また、2020年税引前利益の34%を占める通信サービス事業による収入は前年比22%増となった。

II. 投資観点

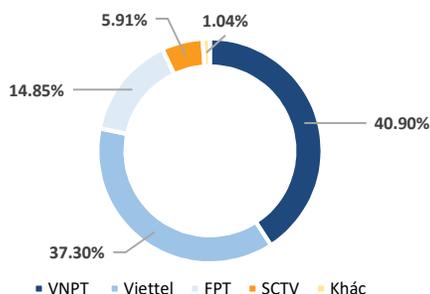
(1) FPT のデジタルトランスフォーメーション(DX)事業が業績成長を促す主な原動力になると見込まれている。

設立開発 33 年間を経て、FPT は技術と通信事業を掛けているベトナムでの大手な企業になっている。

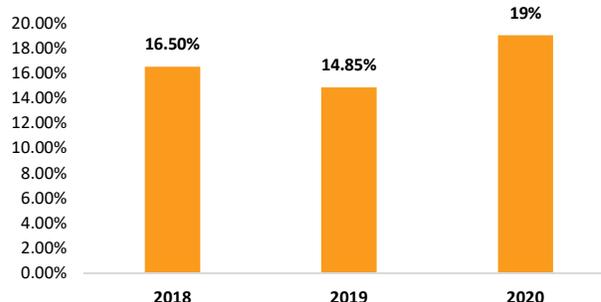
	設立年	収入	利益	時価総額	プログラマーの数
FPT	1988	29,830	4,422	61,066	16,500
CMG	1993	4,864	209	3,425	1,000
ELC	1995	802	31	559	100

ソース: BSC

2019年に加入電話数の成長率



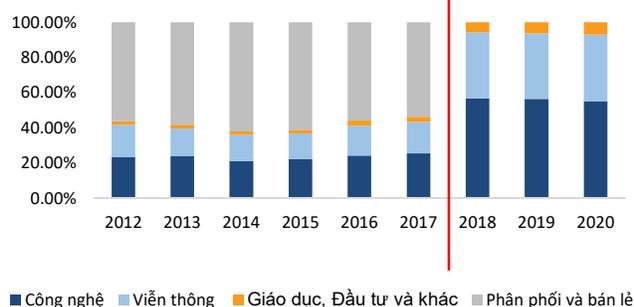
FPTのインターネットシェア



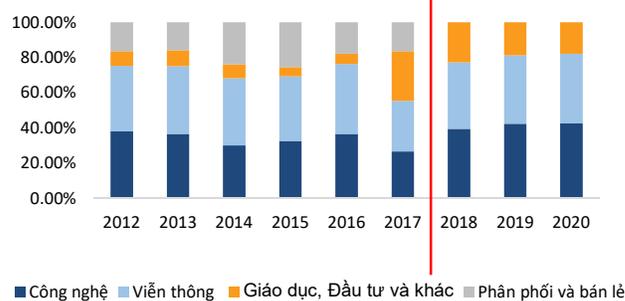
ソース: FPT, BSC

FPT の主な事業は技術—通信であるが、FPT も証券事業、銀行事業お飛び小売り事業に投じた。2017 年には、販売小売事業の収入は総収入の 56%以上占めた。2018 年には、FPT は FPT Trading 及び FPT Retail から投資資本を回収して、技術事業の割合を増加した後、収入と利益の構成が大幅に変更し、PE が 8~9 から 11~13 に引き上げた。

FPTの収入構成



FPTの税引前利益



ソース: FPT

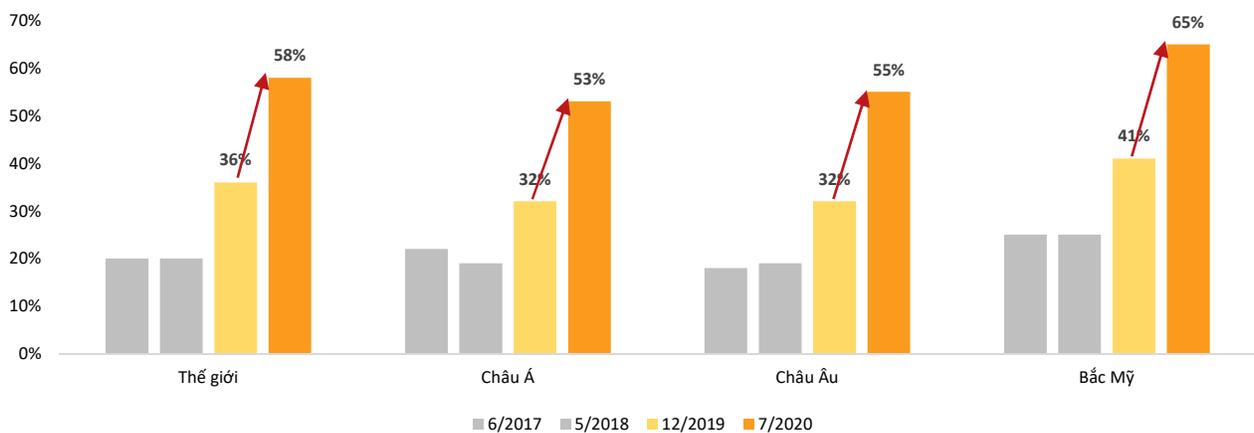
BSC は FPT がテクノロジーバリューチェーンのシフト期間に直面して、顧客へのソフトウェアのアウトソーシングから「Made by FPT」という製品を自作すると考えております。この機会はデジタルトランスフォーメーション(DX)傾向から由来している。

新型コロナウイルス感染症の流行は デジタルトランスフォーメーション(DX)傾向を強化した要素である。

+ デジタルトランスフォーメーション(DX)はデジタルテクノロジーを経営活動に適用する顧客の需要から発生する傾向である。世界的なデジタルトランスフォーメーション市場の年間成長率は 16%上昇し、うちに IT 事業の収入が 2025 年に 6,950 億ドルであると見込まれている。

+ McKinsey の調査によると、新型コロナウイルス感染症の流行は顧客のデジタルインタラクシンの割合を急増させた。

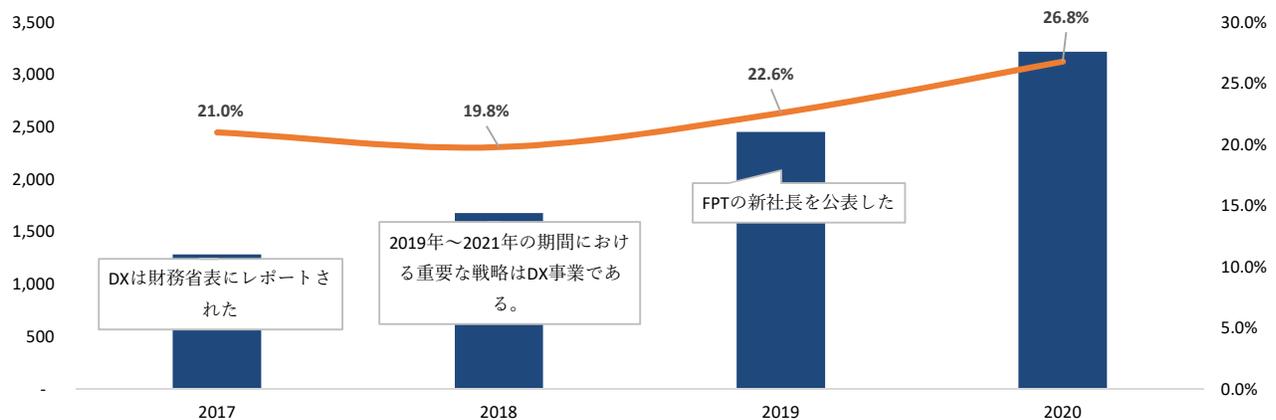
顧客のデジタルインタラクシンの割合



ソース: McKinsey

FPT はこの変化を気づいた後、この傾向を迎えるためにいくつかの計画をしている。

FPTの海外で通信情報事業のデジタルトランスフォーメーション(DX)の収入および割合



ソース: FPT

+ FPT は顧客の需要を満たすためにデジタルトランスフォーメーション(DX)案件に引き続き注力し、とりわけ、世界中で支店の拡大、デジタルトランスフォーメーションロードマップコンサルティングサービスを提供するために FPT デジタル社を設立したことだ。

+ FPT Smart Cloud 有限会社の設立。クラウド・コンピューティングサービスに集中し、資本金が 1,000 億ドンだ。

+ 「Made by FPT」という製品の発展: AkaBot, AkaDoc, Aka Trans など。2020 年には、Made by FPT」という製品の収入は前年比 51%増の 5,000 億ドンを達した。



サービス	FPT の製品
Bảo mật セキュリティ	FPT Eagle EyeMDR
Nền tảng di động モバイルプラットフォーム	eMobiz Fieldwork
Phân tích dữ liệu lớn ビッグデータ分析	FPT DMP
Trí tuệ nhân tạo 人工知能	FPT AI Platform
Tự động hóa オートメーション	AkaBot RPA Platform
Thực tế ảo バーチャルリアリティ	FPT Smart Worker
Blockchain	FPT Akachain

ソース: FPT

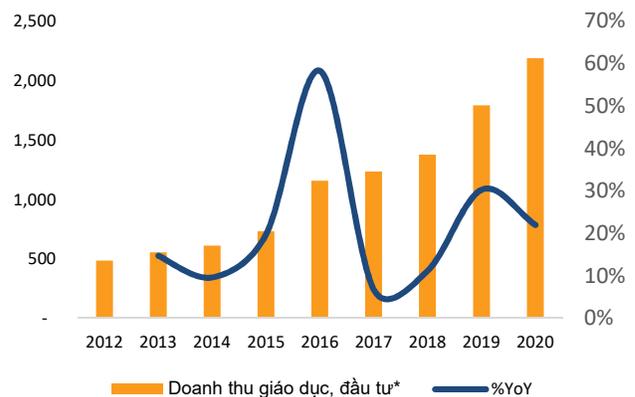
FPT は強力な財源(多額の現金)と共に製品やサービスを迅速に提供する能力に加えて、潜在能力がある人材源を持っている利点がある。

BSC は、FPT が全国での 18 か所の教育システムを持っているという利点があると気づいております。

FPTの教育システムの学生数



投資・教育事業の収入



ソース: FPT

*: 教育事業の収入は投資・教育事業の割合の98~99%を占めている。

情報技術学部の2020年大学生募集目標

大学	大学生募集目標
FPT 大学	4,450
通信情報大学- ホーチミン市国家大学	1,770
ハノイ技術科学大学	1,130
通信情報大学 - ハノイ市国家大学	750
技術科学大学- ホーチミン市国家大学	585

ソース: BSC

(1) 2021年業績見通しが楽観である。

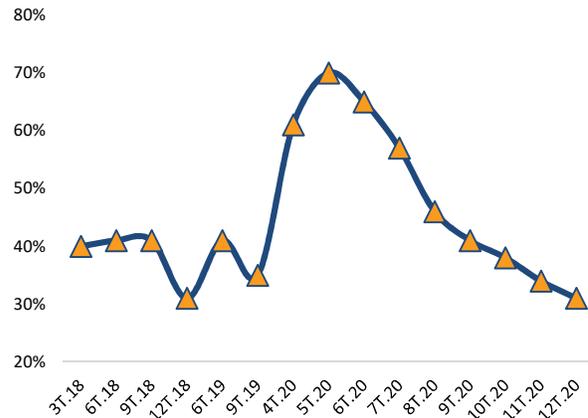
BSC は(1)事業が低い水準から回復する、(2)デジタルトランスフォーメーション(DX)案件が引き続き成長しているという要素のおかげで、FPT の 2021 年業績見通しを楽観視している。

重要な海外市場での通信情報成長率は 2020 年に新型コロナウイルス感染症の流行でマイナスな影響を与えたが、前年比 14.4%上昇した。契約総額が 50 万ドルを超える顧客数と案件数はプラスに成長している。

技術事業の新規契約総額(10億ドン)



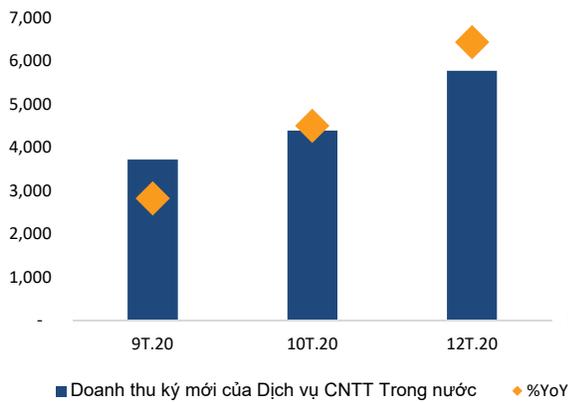
DX事業による収入



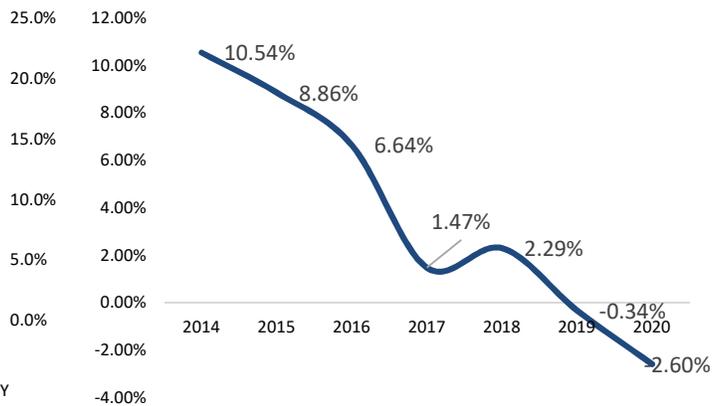
ソース: FPT

国内通信情報事業は 2020 年の低い水準から大幅に成長すると期待されています。2020 年末の時点まで、新規契約総額は前年同期比 23%増の 5 兆 7,750 億ドンだった。2020 年第 4 四半期では、新規契約総額は前年同期比 56%増の 2 兆 570 億ドンだった。

国内通信情報事業による収入(10億ドン)



国内通信情報事業による収入成長率



ソース: FPT

2021 年の通信サービス事業は 2020 年のように大きく成長しないだろう。

IV. 予測と評価

2021 年業績の予測。BSC は 2021 年には、以下の仮定に基づく FPT の売上高を前年比 21%増の 36 兆 1,400 億ドン、税引後利益を同 20%増の 5 兆 3,220 億ドンと予測しております。

ソフトウェアアウトソーシング市場は新型コロナウイルスの流行後大きく成長する。日本市場、ヨーロッパ市場及び米国市場での収入はそれぞれ、前年比 21%増の 7 兆 3,050 億ドン、同 38%増の 1 兆 3,720 億ドン、同 40%増の 4 兆 770 億ドンである。

- 通信事業では、通信サービス事業の成長が上昇する。デジタル化事業が低い水準から回復する。通信サービス事業とデジタル化事業の収入はそれぞれ、前年比 11%増の 12兆 1,500 億ドン、同 5%増の 6,350 億ドンを達します。

- 売上総利益率は 39.6%から 40%に引き上げる。

- FPT の 2020 年販売管理費用率は 24%となる。

FPT の業績予測

単位:10 億ドン	2020A	2021F	2022F
売上高	29,830	36,140	42,086
技術事業	16,805	21,587	25,776
+ 海外通信情報	12,000	16,476	20,359
通信事業	11,466	12,784	14,364
+ 通信サービス	10,867	12,149	13,729
+ <u>デジタル化</u>	599	635	635
売上原価	(18,015)	(21,684)	(25,252)
売上総利益	11,816	14,456	16,834
売上総利益率	39.6%	40.0%	40.0%
販売費用	(2,713)	(3,253)	(3,788)
販売費用率	9.1%	9.0%	9.0%
管理費用	(4,501)	(5,421)	(6,313)
管理費用立	15.1%	15.0%	15.0%
税引前利益	5,261	6,337	7,467
税引後利益	4,422	5,323	6,324
EPS	4,119	5,049	6,103

ソース: BSC Research

PE 方法: BSC は FPT の目標 PE を 12 から 18 に引き上げる。

地域におけるいくつかの企業の PE

銘柄	社名	時価総額(兆 VND)	収入(兆 VND)	ROE	純利益率	P/E
3706 TT	Mitac Holding Corp	30.6	26.9	7.4%	14.5%	13.2
eFSOL IN	First Source Solution Ltd	22.7	13.3	n/a	n/a	17.6
Info IN	Infosys	1,793	297	28.2%	33.1%	30.4
WPRO IN	WIPRO	750	200	18.7%	28.5%	24.3
300365 CH	Beijing forever Technology	20.1	3.8	11.9%	51.5%	21.8
CAP FP	Capgemini	648	421	14.8%	26.1%	24.2
300496 CH	Thunder Software Technology	186	6.1	13.3%	42.6%	133.4
300520 CH	Guochang Software Company	15.2	5.3	7.7%	29.6%	35.1
FPT	FPT	60.9	29.3	23.8%	29.6%	18.8
中位						24.2

PE 方法	2020	2021	2022
EPS	4,119	5,049	6,103
PE		18	18
合理的な価格		90,900	109,900

NAV 方法:

平均資本費用	
Rf	3.5%

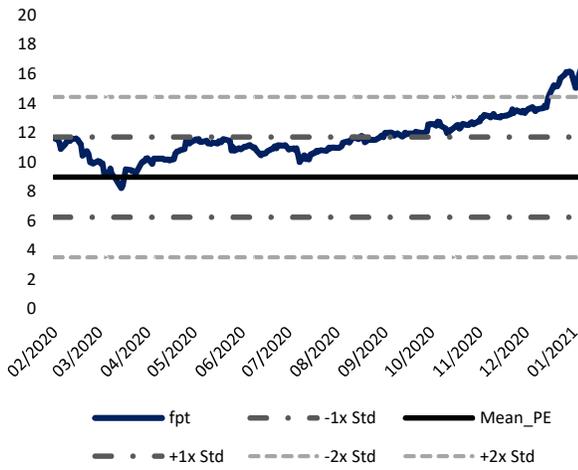
Beta	0.9
Ke	12.5%
Kd	8%
E/A	60%
税	20%
WACC	11.5%
g	6%

	2021F	2022F	2023F
企業のフリーキャッシュフロー	3,825	4,104	3,729
現価値	45,729		
企業の総価値	74,586		
債務	12,740		
株主資本	77,831		
株数	783,987,486		
EPS(VND)	82,600		

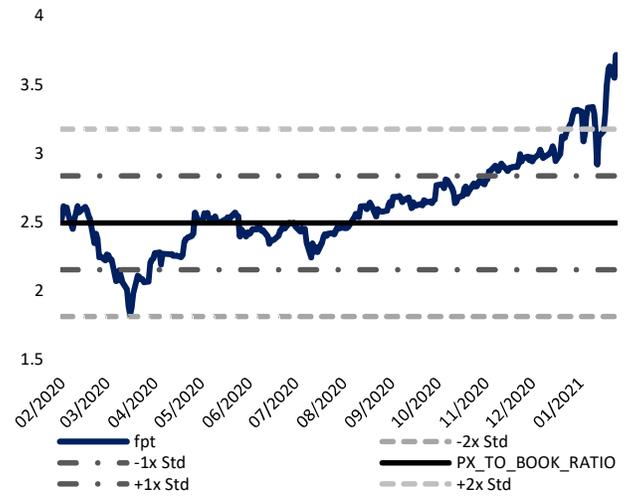
	株価	割合	平均価格
FCFF	82,600	60%	49,600
P/E	90,900	40%	36,400
		目標価格	86,000
		現値	76,700
		Upside	12.1%

BSC は FPT 株の 2021 年理論株価を 2021 年 3 月 11 日の終値比 15.2%増の 8 万 6,000VND/株と評価し、FPT の投資評価を「有望」と推奨しております。

FPTのPE



FPTのPB



株価の推移



付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	23,213	27,717	29,830	36,140
売上原価	-14,490	-17,005	-18,014	-21,684
売上総利益	8,723	10,712	11,816	14,456
販売費用	-2,048	-2,346	-2,713	-3,253
企業管理費用	-3,559	-4,219	-4,501	-5,421
営業利益/損失	3,795	4,610	5,188	6,317
金融活動収益	607	650	822	723
金融活動費用	-368	-592	-548	-530
借入費用	-238	-358	-385	-444
合併・関連会社関連収益	439	405	312	342
他の収益	58	55	73	20
税引前利益	3,852	4,664	5,261	6,337
法人税額	-623	-753	-839	-1,014
税引後利益	3,228	3,912	4,422	5,323
少数株主持分	614	776	885	1,011
少数株主利益等控除利益	2,615	3,135	3,537	4,312
EPS	3,897	4,220	4,119	5,049

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	3,926	3,453	4,685	7,725
短期投資	5,568	6,709	12,436	6,709
短期未収金	6,424	6,536	6,263	8,913
棚卸資産	1,340	1,284	1,290	2,043
その他流動資産	1,114	996	934	1,185
他流動資産	18,373	18,979	25,608	26,127
有形資産	6,513	7,492	8,318	9,941
原価償却	1,174	1,650	2,373	175
建設中非流動資産	2,202	2,496	2,605	2,570
長期投資	1,352	2,287	2,601	2,312
他の非流動資産	11,352	14,415	16,141	15,281
非流動資産	29,726	33,394	41,749	41,437
総資産	2,510	2,641	23,148	2,185
買掛金	6,603	7,513	12,062	9,383
短期借入	337	387	726	310
他の短期借入	14,432	16,102	22,382	15,425
短期借入総額	366	349	678	479
長期借入	109	92	38	79
他の長期借入	531	493	765	470
長期借入	14,963	16,594	23,148	17,090

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019
税引後利益	3,852	4,664
原価償却及び割当て	1,164	1,352
流動資本変更	-255	885
他の修正		
営業活動からキャッシュフロー	3,584	3,896
—		
固定資産購入額	-2,464	-3,253
投資活動からキャッシュフロー	-3,696	-3,844
—		
配当金	-1,707	-1,485
借入から金額	-2,239	896
他の未収金	-9	
金融活動からキャッシュフロー	558	-514
—		
初期キャッシュフロー	3,480	3,926
中期キャッシュフロー	446	-464
最後期キャッシュフロー	3,926	3,480

指数(%)	2018	2019
支払能力		
流動比率	1.27	1.10
当座比率	1.10	1.00
資本構成		
負債比率/総資産	50%	50%
負債比率/株主資本	101%	99%
稼働能力		
棚卸資産回転期間	29.7	28.5
売掛金回収期間	83.3	74.5
買掛金回収期間	60.3	55.5
現金回転率	52.7	47.5
利益性		
売上総利益率	37.6%	38.6%
税引後利益率	13.9%	14.1%
ROE	23.1%	24.8%
ROA	11.8%	12.4%
評価		

負債総額	6,136	6,783	7,840	7,840
出資金	50	50	50	50
株式会社化による資本剰余金	5,289	5,961	6,391	10,562
未処分利益	87	765	920	103
他の株主資本	2,301	2,835	2,859	4,571
少数株主持分	14,762	16,799	18,603	22,553
株主資本総額	29,726	33,394	41,749	41,437
総資本	613	678	784	784

PE	11.1	10
PB	2.6	2

成長率(前年同期比)

売上高	-45.6%	19.4
税引後利益	-9.5%	21.1
税引前利益	-24.0%	8.3

ソース: BSC Research.

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

