

業界: 郵便通信業

推奨	観察	ベトテル郵便株式総会社 (HSX: VTP) 企業再構成期間		
現値:	80,500	レポート作成日:	26/04/2021	株主構成
前理論価格	103,600	流行中株数(100万)	83	Japan Asia MB Capital 60.8%
新理論価格:	87,100	時価総額(10億ドン)	7,250	Vietnam Holding Ltd 5.0%
配当率	1.7%	過去6ヶ月平均売買高:	345,659	Trần Trung Hưng 1.6%
上昇率	<b>10.2%</b>	外国人投資家保有率	19%	0.3%

業界分析:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA  
(テクノロジー、水産、繊維・アパレル)  
[tuntc@bsc.com.vn](mailto:tuntc@bsc.com.vn)

テクニク分析 t:

Lê Quốc Trung  
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)  
推奨価格: N/A  
損切り値: N/A

評価

- BSC はエクスプレス事業の競争がますます厳しくなる背景に、(1)企業の優位性及び(2)2021年の成長のポテンシャルという要素を再評価した後、VTP株の理論株価を2021年4月28日の終値比10.2%増の8万7,100VND/株と評価し、VTPの投資評価を「買い」を「観察」に下方修正しております。
- VTPの2021年業績計画は、収入を前年比23.5%増の21兆4,200億ドン、税引前利益を同29%増の6,200億ドンと設定されています。

2021年業績予測

- BSCは2021年には、VTPの収入を前年比16.3%増の20兆490億ドン、税引後利益を同14.6%増の4,400億ドン、EPSfwを4,557VND/株、Pefwを18.8xと予測しております。

事業傾向

- ホーチミン証券取引所に移行する。

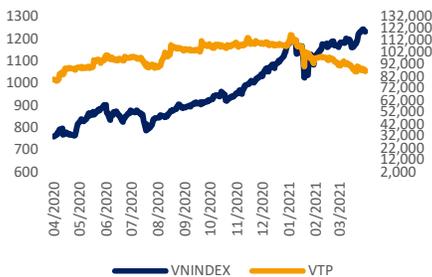
リスク

- 郵便通信業における企業の競争が厳しいことで、使用者を誘致するように運賃を引き下げる。

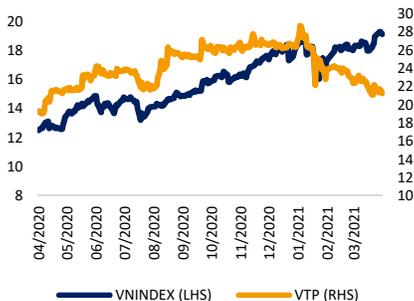
企業アップデート

- VTPの2020年業績成長は上場期間以来最も低い水準を記録し、とりわけ、収入及び税引後利益がそれぞれ、前年比120.7%増の17兆2,360億ドン、同1%増の3,840億ドンだった。
- 投資観点: BSCは、直近VTPの株価の下落は競争が厳しくなっている時に、VTPの成長率の低下を反映していると評価しております。

株価の推移



P/E



	2020	2021F	Peer	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	23.3	18.8	21.3	14.7	収入	7,811	17,236	20,049	22,763
PB (x)	5.5	4.2	1.8	2.0	売上総利益	775	694	801	1,060
PS (x)	0.3	0.3	0.8	1.5	税引後利益	380	384	440	543
ROE (%)	35.3%	29.7%	5.2%	14%	EPS	5,718	4,066	4,557	5,216
ROA (%)	9.9%	8.6%	2.4%	2%	EPS 成長率	-8.0%	-28.9%	12.1%	14.5%

## I. 2020 年業績のアップデート

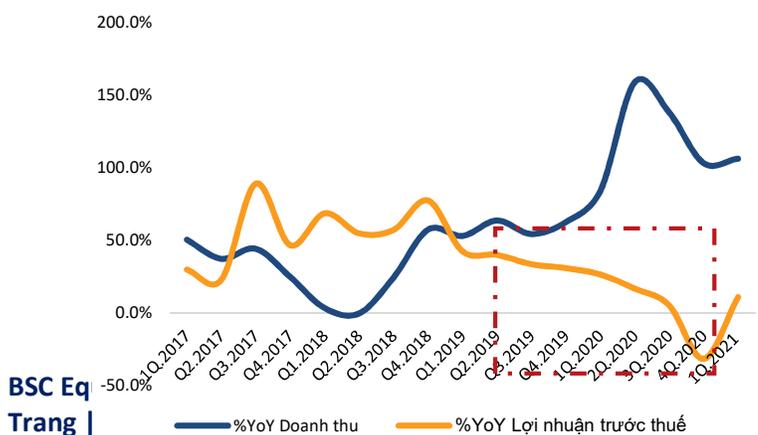
VTP の 2020 年業績には、収入及び税引後利益はそれぞれ、前年比 120.7% 増の 17 兆 2,360 億ドン、同 1% 増の 3,840 億ドンだった。VTP の 2020 年業績成長は上場期間以来最も低い水準を記録した。この業績は利益計画予測の 85% を達成した。

収入の成長は主に販売事業による収入から由来した。販売事業による収入は 10 兆 6,170 億ドンで、4 倍増加した。原因はベトテルグループの店舗システムからの新しい収入及び費用を計上したため。しかし、販売事業の売上総利益率が低い水準で維持している(2020 年に約 0.2%) ことで、利益に大きく寄付しなかった。

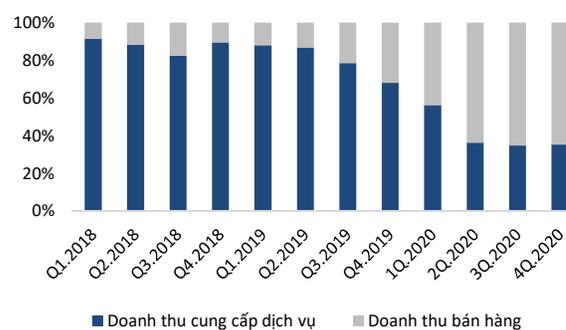
その為、配達事業の収入が VTP の収入構成の 38% を占めているものの、利益に大きく寄付している。しかし、配達事業の成長率は、経営活動が新型コロナウイルス感染症の流行及びグループの再構成に悪い影響を受けたことにより、過去に比べて低い水準で留まった。また、VTP が新型コロナウイルス感染症が流行している期間には、従業員へ給与を十分に支給したことで、費用が高い水準で維持した。

2021 年第 1 四半期には、VTP の収入及び税引前利益はそれぞれ、前年同期比 +106% 増の 5 兆 600 億ドン、同 +11% 増の 1,340 億ドンに達すと見込まれた。BSC は収入の急増はベトテルグループから受けた店舗システムの収入を計上したことから由来すると考えております。運送荷物の産量が前年同期比 16% 増となったことで、配達事業が VTP の利益に引続き積極的に寄付した。これは配達事業の回復を示した。

四半期ごと収入及び税引前利益の成長



販売事業及びサービス供給事業の収入の比率



ソース: VTP

\*サービス供給事業の収入: エクスプレス事業、ロジスティクス事業からの収入

販売事業の収入: シム、カード販売からの収入、ベトナムグループから受けた店舗システムからの収入

2020年には、ベトナムの電子商取引市場の収入は前年比 18%増の 118 億ドルに達したが、VTP の配達事業が横に推移した。BSC は、VTP がエクスプレス事業の競争が 2020 年にますます厳しくなることに対応する為に、いくつかのチャンネルで運賃を引き下げたと考えております。

### エクスプレス企業の運賃

		2019 年の運賃	2020 年の運賃
Viettel Post	普通	21,300	
	急速	52,900	40,000
Vietnam Post	普通	20,000	18,500
	急速	52,900	53,900
Giao hang tiet kiem	普通	35,000	35,000
	急速	43,000	43,000

\* <https://viettelpost.com.vn/tra-cuoc-va-thoi-gian-van-chuyen/> という Viettel Post ウェブでの運賃が変わらない。

## II. 投資観点

BSC によると、VTP が大規模な流通システムを所有していることのおかげで、電子商取のブームから恩恵を受け、ロジスティクス事業をさらに開発することができる。VTP はプロセスを最適化し、運用コストを削減する為に、ロジスティクスセンターの投資を集中している。しかし、他の企業との競争性が強まっていることで、Viettel Post が困難に直面している。

(1) 大規模な流通システムは VTP の利点だけでなく、ロジスティクス事業を開発する基礎である。さらに、ロジスティクスセンターの投資はプロセスを最適化、運用コストを削減する。

BSC によると、配達事業に対して、大規模な流通センターは大きな利点であり、短い期間に流通システムを設定することが難しいだろう。新競争企業は貨物流通量が多い、大都市をつながる道路 (例えば Ha Noi - Da Nang - Ho Chi Minh) を開発している。また、(1) 村に運送する受注量が多くない、(2) 長年配達会社が早期に市場に参入したということで、村に流通システムを開発することが困難に直面している。その為

に、オンラインショッピング傾向が近くの都市に普及している背景に、VN Post、Viettel Post などの大規模な流通システムを所有する長年配達会社は優勢がある。

BSC は VTP がベテルグループの流通システムを受けた後、流通システムが強化され、拡大されると期待しております。しかし、VTP は新しい流通システムを完全する為に 1 年～1 年半かかるだろう。

	VIETTEL POST			VN POST
	2018	2019	2020	2019
郵便局数	1,300	1,500	2,200	2,600
取引所数	6,000	6,000	6,000	8,600
販売店数			300,000*	

\* ベテルグループから受けた販売店

2021 年～2025 年の期間における戦略では、ロジスティクス事業の収入は総収入の 50% を占め、2020 年の 10% から増加し、成長率が 200% と相当する。殆どの競争企業は小企業で、貨物車の保有台数が少なく、固定道路で運送している。貨物車の保有台数が多く、村まで商品を運送することのおかげで、Viettel Post はできるだけ多くの顧客の需要を満たすことができる。更に、運用コストを削減する為に、ロジスティクスセンターに投資している。最近、VTP は南部ロジスティクスセンターを開設した。このセンターは自動的に区分する総能力が一時当たり 4 万 6,000 商品で、50 キロ以上商品を区分できる。このセンターは区分費用及び区分時間の 60% を削減すると期待されている。VTP は Ha Noi、Ho Chi Minh、Da Nang、Can Tho などの受注量が多い都市で 17 つのロジスティクスセンターに引続き投資するという計画がある。

2021 年に、Viettel Post はサイゴン港株式会社と契約を締結する。この協力を通して、陸路 (Viettel Post) と航路 (タンカン) という両方の長所を組み合わせ、運送が順調で、一致となると期待されている。具体的には、VTP はタンカンの顧客に港から目的地までの貨物輸送サービスを提供すると共に、倉庫サービスを供給する。長期的には、VTP はロジスティクス企業向けの倉庫賃貸、相手の受注輸送などの共用インフラを建設し、ベトナムに輸入商品を運送、配達する必要がある顧客に集中する。

(2) 企業はエクスプレス事業の競争性が高まっていることで、多くの困難に直面している。

多くの企業がベトナムでエクスプレス事業の成長ポテンシャルを認識して、市場に参入したことで、エクスプレス事業の競争が最も厳しくなっている。

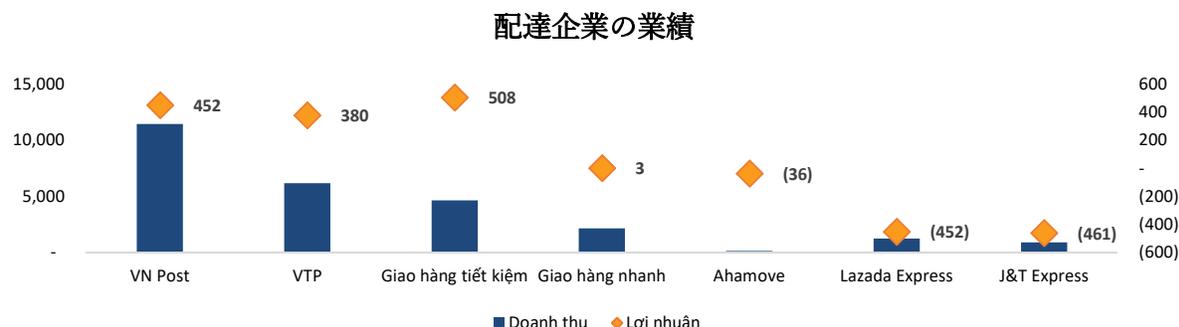
	会社	特徴
エクスプレス起業の会社	Giao hang nhanh, Lalamove, Ahamove, Ninja Van	シェアを拡大する為に赤字となる てもよい。
電子商取引または同子会社に属する配達会社	Lazada Express, Tiki Express Delivery, Giao hang tiet kiem	主道路で受注を運送することが 優先される。
マルチナショナルエクスプレス会社	DHL, UPS,	良好な財政状況だけでなく、運営 経験を積む。

ソース: BSC 総合

このような厳しい競争の背景に、多くの企業は運賃を引き下げた。この値下げ傾向は続ける可能性がある。この背景には、VTP は高い成長率を維持する為に、(1) 運送受注量を増やす、(2) 競争企業が値下げを続ければ、運営費用を削減するということを実施するべきだ。

受注量を増やすことに対して、BSC によると、Viettel Post は電子商取引の大きな成長から恩恵を引続き受けるが、少なくない困難に直面するだろう。

+ 電子商取引サイトの受注: BSC は、電子商取引サイトからの受注数はますます増加していることで、電子商取引企業に緊密な関係を維持する配達会社は多くの受注を受ける機会があると考えております。その為に、VTP は安い運賃の企業とお互いに競争するだろう。

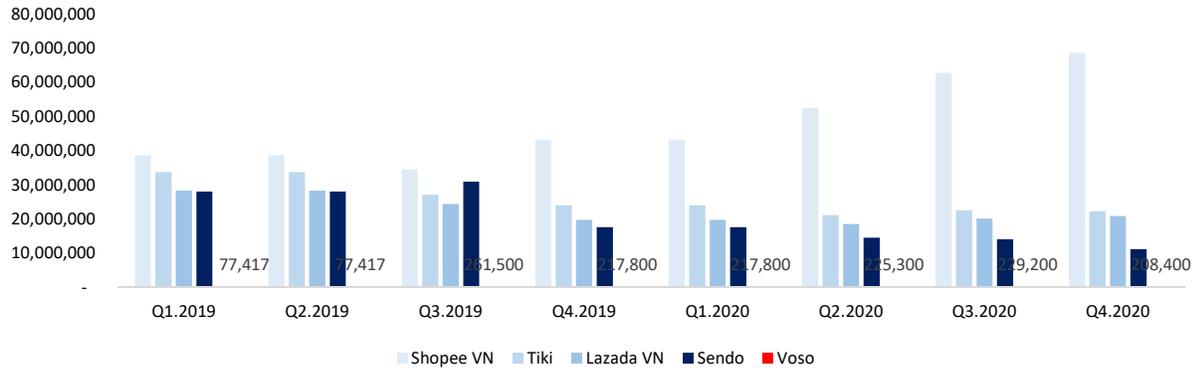


+ 電子商取引サイト外の受注(個人受注、電子商取引を通じないオンライン店舗での受注): VTP は規模な流通システムのおかげで、以前から多くの優勢を占めている。しかし、(1) 自店舗が電子商取引サイトで販売に転換する、(2) Facebook がオンライン販売に関する規則を適用するという一方で、電子商取引サイト外の受注数が減少している。

ソース: BSC 総合

VTP は Voso.vn という電子商取引サイトを運営しているが、このサイトを通して大きな受注量を取得することができないと評価されている。2020 年第 4 四半期には、Voso.vn サイトのアクセス平均回数は 20 万 8400 回で、Shopee(6800 万回)、Tiki (2200 万回) という大手電子商取引サイトに比べて低かった。

### 月刊電子商取引サイトのアクセス回数



ソース: iprice.vn

VTP は運送受注量を増やす目標と共に、競争企業が値下げを続ける場合、運営費用を削減するための意見を発表した。同社は運営費用、主に人件費用を削減する為に、運用プロセス中にテクノロジーを積極的に導入している。

+届け時の費用:ロジスティクセンターの投資は費用及び時間の 60%を削減している。VTP は 17 つのロジスティクセンターを引続き投資する。

+ 受注を受ける時及び商品の引渡し時の費用:VTP は生産性を向上する為にテクノロジーを導入している。VTP はアプリに直接的に注文を展開したために、これまでのように注文伝票をシステムに入力する時間を短縮できます。更に、VTP はキャッシュフロー管理費用を削減する為に、Viettel Pay アプリで代引きのシステムをを実験している。

## IV.予測及び評価

### 2021 年業績予測

BSC は 2021 年には、VTP の売上高を前年比 16.3%増の 20 兆 490 億ドン、税引前利益を同 14.4 % 増の 5,500 億ドン、EPSfw を同 12.1 % 増の 4,557VND/株と予測しております。

-収入構成:

+BSC によると、シム、カードの販売からの収入、ベトテルグループの店舗システムを受けたことからの収入を含む販売事業の収入成長率が 13%で、2020 年の 5 倍増えから急減するのは VTP が殆どのベトテルグループの店舗システムを受けたことから由来する。

+エクスプレス事業、ロジスティクス事業からの収入を含むサービス供給事業の収入成長率は 21.7%で、高い水準で留まるのは VTP がベトナムで電子商取のブームから恩恵を受けると期待していることから由来する。

## VTP の業績予測

単位: 10 億ドン	2020A	2021F	2022F
売上高	17,236	20,049	22,763
エクスプレス事業	6,617	8,050	10,765
販売事業	10,617	11,998	11,998
売上原価	(16,542)	(19,248)	(21,703)
売上総利益	694	800	1,060
売上総利益率	4.0%	4.0%	4.7%
販売費用	(21)	(20)	(22)
販売費用率	0.1%	0.1%	0.1%
管理費用	(243)	(281)	(319)
管理費用率	1.4%	1.4%	1.4%
税引前利益	481	550	740
税引後利益	384	440	543
EPS	4,066	4,557	5,216

ソース: BSC Research

PE 方法: BSC は P/E 方法に基づく、VTP 株の理論株価を 8 万 7,100VND/株、VTP の PE 目標が 19x と評価し、VTP の投資評価を「観察」と推奨しております。

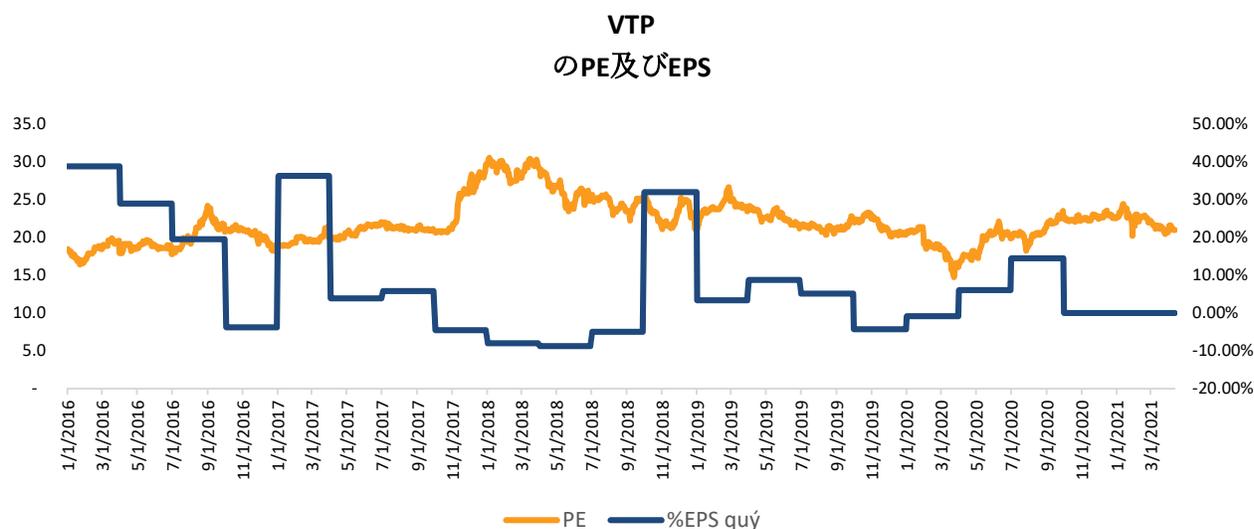
P/E 評価	2020	2021F	2022F
EPS	4,066	4,557	5,216
PE		19.1	19.1
理論株価		87,100	99,100

## 地域におけるいくつかの企業の評価

銘柄	社名	時価総額 (100 億 VND)	ROE	売上総利益率	P/E
600233 CH Equity	YTO Express Group	116,98	13,04%	14.5%	19,17
002468 CH Equity	STO Express CO	48,65	3,78	n/a	43,90
LBC PM Equity	LBC Express Holding	11,11	N/A	33.1%	N/A

GTIC IN Equity	Gati LTD	3,92	N/A	28.5%	N/A
Singapore Post LTD	SPOST SP	28,22	6,73%	51.5%	22,63
<b>VTP</b>	<b>VTP</b>	<b>7,12</b>	<b>30,58%</b>	<b>29.6%</b>	<b>21,11</b>
<b>平均</b>					<b>21,87</b>

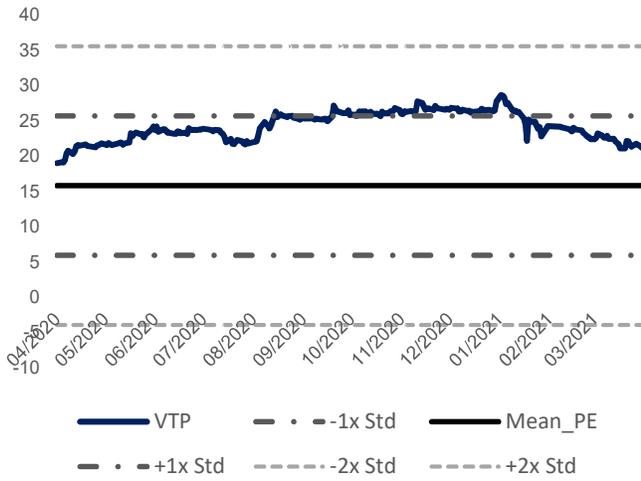
BSCによると、競争力が厳しくなる背景に、最近 VTP の下落は Viettel Post の成長率が低下すると反映した。ベトナム証券市場における、多くの銘柄は PE が高い、成長率も高いですが、過去最高水準を維持することを困難に直面している。殆どの銘柄は 32%~38% 下落した。下記はいくつかの VNM (ベトナム乳業株式会社 (ビナミルク)) 及び PNJ (フォーニユアンジュエリー株式会社) の指標である。



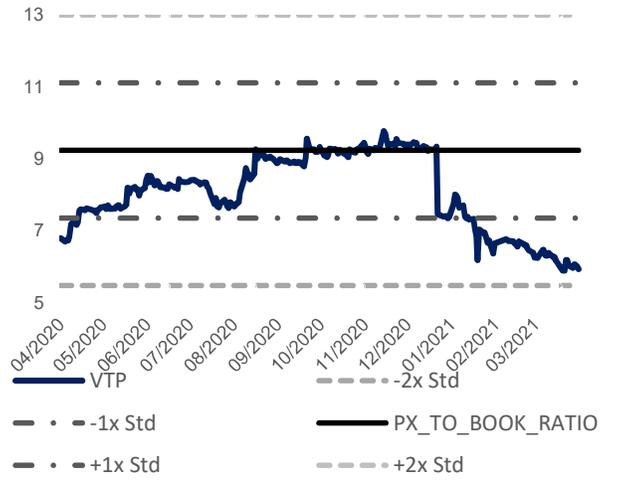
	VNM	VTP*
株価の下げ幅	-32%	-26%
PE の下げ幅	-27%	-23%
急落する前の年間平均 PE	23.5	23.7
急落した後の年間平均 PE	22.6	
急落する前の年間平均利益成長率	10%	36%
急落した後の年間平均利益成長率	-1%	

\*現時点まで計算する Viettel Post のデータ

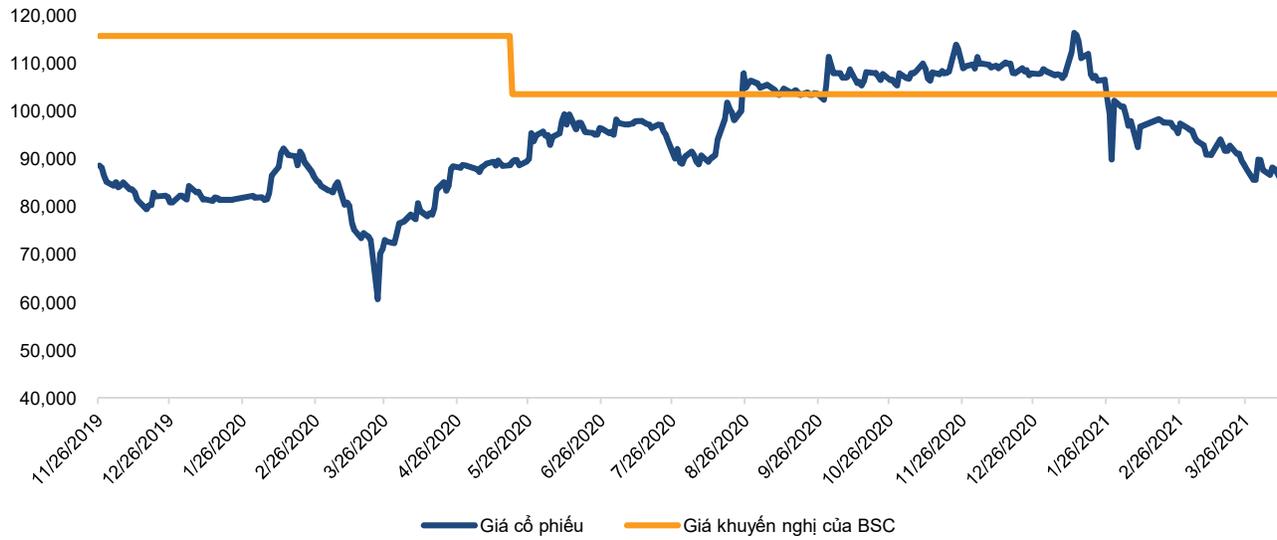
VTP PE



VTP PB



株価の推移



## 付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	4,911	7,812	17,236	20,048
売上原価	-4,376	-7,036	-16,543	-19,248
売上総利益	547	775	694	801
販売費用	-30	-49	-21	-20
企業管理費用	-200	-285	-243	-281
営業利益/損失	347	486	474	542
金融活動収益	49	94	99	99
金融活動費用	-19	-49	-54	-57
借入費用	-19	-49	-54	-57
合併・関連会社関連収益	0	0	0	0
他の収益	3	-9	7	0
税引前利益	350	477	481	550
法人税額	-71	-97	-97	-110
税引後利益	279	380	384	440
少数株主持分	0	0	0	0
少数株主利益等控除利益	279	380	384	440
EPS	6,216	5,718	4,066	4,557

バランスシート (10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	411	347	288	280
短期投資	1,060	1,276	1,572	1,572
短期未収金	832	1,073	1,335	1,708
棚卸資産	120	48	605	714
他の流動資産	67	114	119	133
流動資産	2,491	2,858	3,919	4,407
有形固定資産	214	332	314	457
建設中非流動資産	14	11	58	80
長期投資	0	84	0	0
他の非流動資産	112	105	69	81
非流動資産	344	536	444	618
<b>総資産</b>	<b>2,834</b>	<b>3,394</b>	<b>4,363</b>	<b>5,025</b>
負債総額	1,010	929	1,071	3,437
短期借入	399	815	1,085	1,158
他の短期借入	744	682	987	981
短期借入総額	2,154	2,426	3,143	3,424
長期借入	0	0	11	11
他の長期借入	0	0	0	0
長期借入総額	0	0	0	0
<b>負債総額</b>	<b>2,154</b>	<b>2,426</b>	<b>3,154</b>	<b>3,435</b>
出資金	414	596	830	830
株式会社化による資本剰余金	0	0	0	0
未処分利益	262	344	350	752
他の株主資本	0	0	0	0
少数株主持分	0	0	0	0
株主資本総額	680	968	1,209	1,588
<b>総資本</b>	<b>2,834</b>	<b>3,394</b>	<b>4,363</b>	<b>5,025</b>
流行中株数(100万)	41	59	83	83

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
税引後利益	350	477	480	550
原価償却及び割当て	0	0	0	0
流動資本変更	19	23	30	17
営業活動からキャッシュフロー	427	-22	-46	-80
固定資産購入額	-33	-203	-103	-120
投資活動からキャッシュフロー	-655	-428	-205	-120
配当金	-46	-62	-88	-88
借入から金額	207	415	280	280
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー	162	387	192	192
初期キャッシュフロー	477	411	347	288
中期キャッシュフロー	-66	-64	-59	-8
最終期キャッシュフロー	411	347	288	280

指数(%)	2018	2019	2020	2021F
<b>支払能力</b>				
流動比率	1.16	1.18	1.25	1.21
当座比率	1.07	1.11	1.02	0.97
<b>資本構成</b>				
負債比率/総資産	0.76	0.71	0.72	0.68
負債比率/株主資本	3.17	2.51	2.61	2.16
<b>稼働能力</b>				
棚卸資産回転期間	5.8	4.4	7.2	12.2
売掛金回収期間	35.4	33.3	16.8	15.1
買掛金回収期間	13.3	11.7	6.0	7.1
現金回転率	27.8	25.9	18.0	20.5
<b>利益性</b>				
売上総利益率	11.1%	9.9%	4.0%	4.0%
税引後利益率	5.7%	4.9%	2.2%	2.2%
ROE	47.7%	46.1%	35.3%	28.3%
ROA	12.2%	12.2%	9.9%	9.9%
<b>評価</b>				
PE	20.6	20.1	23.3	17.8
PB	7.8	7.1	5.5	4.3
<b>成長率</b>				
売上高	22.1%	58.7%	120.7%	16.3%
税引前利益	63.9%	36.3%	0.8%	14.5%
EPS	8.5%	-8.0%	-28.9%	12.1%

## 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>

