

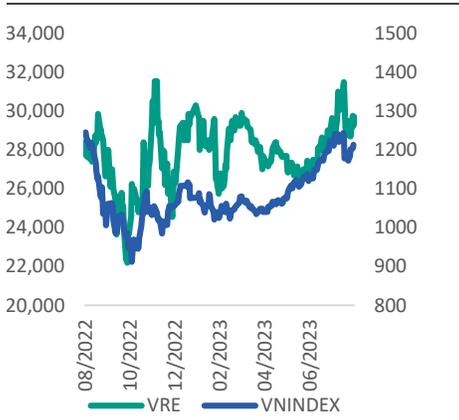
推奨 買い ビンコムリテール株式会社(HSX: VRE)

現値:	29,600	レポート作成日:	08/09/2023	株主構成	
前理論価格:	36,200	流行中株数(100万)	2,272	SADO Trading Comm JSC	40.5%
前理論価格:	38,900	時価総額(10億ドン)	67,261	ピングループ株式会社	18.4%
配当率		平均売買高:	4,850,490		
上昇率	31%	外国人投資家保有率	32.7%		

分析者:
 Lâm Việt
 (工業団地区用不動産)
vietl@bsc.com.vn

評価
 2023年5月31日に作成されたレポートに比べて、VREの株は9.4%高となった。2023年初から、VNインデックスは年初比+21.5%高となり、VREは同+15.2%高となった。

株価の推移

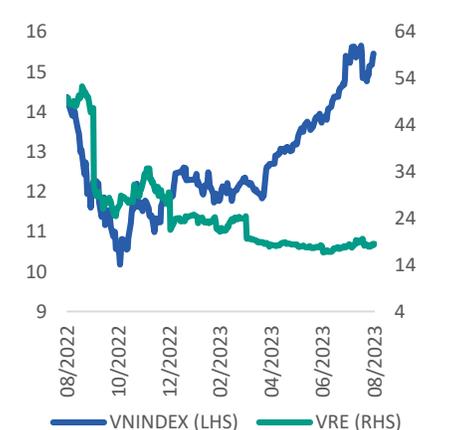


BSCはEBITDA方法に基づく、VRE株の2023年理論価格を2023年5月30日の終値比31%増の3万8,900VND/株と評価し、VREの投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

2023年には、BSCは不動産案件の建設進捗が期待より速いので、業績予測を上方修正しております。それによると、BSCは売上高を前年比+32%増、前予想比+7%増の9兆6,310億ドン、税引き後利益を同+44%増、同+11%増の3兆8,860億ドン、EPSfwを1,669ドン/株、PEfwを18.2x、PBfwを1.85xと予測しております。
 2024年には、BSCは売上高を前年比+3%増の9兆8,750億ドン、税引き後利益が同+7%増の4兆1,520億ドン、EPSfwを1,783ドン/株、PEfwを17.0x、PBfwを1.66xと予測しております。

P/E



投資観点

1. VREは2023年及び2024年のEV/EBITDAをそれぞれ、10.6x、9.9xで評価されている。
2. ショッピングセンターの入居率及びショップハウスの展開が計画の通りに進むのは2023年~2024年期間の回復を牽引する動力である。
3. ベトナムの現代小売市場は多くの成長潜在があり、安定的なマクロ、中所得者層の高い成長率及び順調な人口学要素で支援されている。

リスク

4. インフレと景気後退のリスクは消費需要に影響する。
5. ショッピングセンターのオープン進捗は予定より遅い。

企業アップデート

2023年第2四半期の業績: VREの売上高は前年比+18%増の2兆1,730億ドンでを計上した。そのうち、(1)不動産経営事業による収入が前年同期比+22.6%増の1,970億ドン、Dien Bien ビンコムセンターの23製品が引き渡された、(2)不動産賃貸事業による収入が前年比+7%増の1兆9,430おくどん、入居率が82.5%から85.5%に上昇した。ショッピングセンター運用からの良いキャッシュフローのおかげで、VREは2023年第2四半期に償還期限を迎えた社債の1兆500億ドンを決済した。財務収入が前年同期比+166%増となったが、財務費用が-9%減となった。少数株主利益等控除利益は同+29%増の1兆10億ドンに達した。

	2021	2022	2023F	2024F	業績	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	52.4	25.2	17.7	16.6	売上高	5,891	7,309	9,631	9,875
PB (x)	2.20	2.02	1.81	1.63	売上総利益率	2,392	3,764	5,135	5,207
EV/EBITDA (x)	20.6	14.1	10.6	9.9	税引後利益	1,315	2,735	3,886	4,152
ROE (%)	4.3%	8.2%	10.4%	10.0%	EPS	564	1,174	1,669	1,783
ROA (%)	3.5%	6.4%	8.8%	8.6%	EPS 成長率	-45%	108%	42%	7%

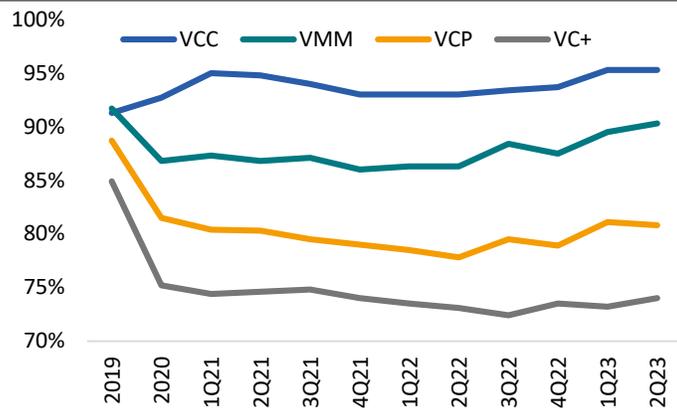
I. 2023年上半期の業績アップデート

2023年上半期の業績アップデート

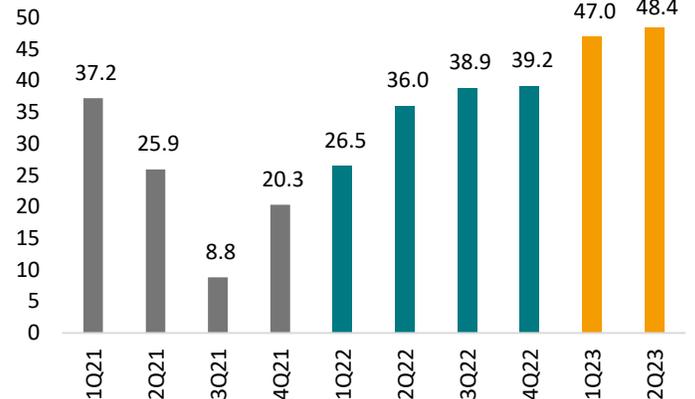
(単位: 10億ドン)	2Q22	2Q23	%YoY	1H22	1H23	%YoY	評価
売上高	1,849	2,173	18%	3,219	4,116	28%	2023年第2四半期には、VREの売上高は前年同期比+18%増の2兆1,730億ドンに達した。そのうち、不動産経営事業による収入は前年同期比+22.6%増の1,970億ドンに達した。Dien Bien ビンコムセンターの23製品が引き渡された、(2)不動産賃貸事業による収入が前年比+7%増の1兆9,430おくどん、入居率が82.5%から85.5%に上昇した。
- 不動産譲渡	8	197	2262%	93	200	116%	
- 不動産賃貸及びサービスの提供	1,822	1,943	7%	3,068	3,857	26%	
- その他	19	32	71%	58	59	3%	
売上総利益	1,061	1,189	12%	1,672	2,378	42%	ショッピングセンター運用からの良いキャッシュフローのおかげで、VREは2023年第2四半期に償還期限を迎えた社債の1兆500億ドンを決済した。財務収入が前年同期比+166%増となったが、財務費用が-9%減となった。少数株主利益等控除利益は同+29%増の1兆10億ドンに達した。
販売費用	(34)	(44)	31%	(88)	(73)	-18%	
管理費用	(105)	(74)	-30%	(192)	(153)	-21%	
販管費用/収入の比率	7%	5%		9%	5%		
EBIT	923	1,072	16%	1,392	2,152	55%	
金融活動事業による収入	104	278	166%	207	502	142%	
財務費用	(88)	(80)	-9%	(178)	(180)	2%	
税引き前利益	959	1,268	32%	1,460	2,517	72%	
税引き後利益	773	1,001	29%	1,151	2,025	76%	
少数株主利益等控除利益	773	1,001	29%	1,150	2,024	76%	
% 売上総利益率	57%	55%		52%	58%		2023年上半期には、VREは収入計画の39.8%を達成し、税引き後利益計画の43.2%を達成した。純債務/総資産の比率は-12%で、2022年末の-9%から低下した。
% 純利益率	42%	46%		36%	49%		

ソース: VRE, BSC Research

Vincom Mega Mall 及び Vincom Center の入居率はそれぞれ、90.3%、95.3%で、新型コロナウイルス前の水準に戻った。



2023年第2四半期には、VREのショッピングセンターへの顧客数は大きく回復し、新型コロナウイルス前の97%と相当した。



ソース: VRE

II. 長期的見通し

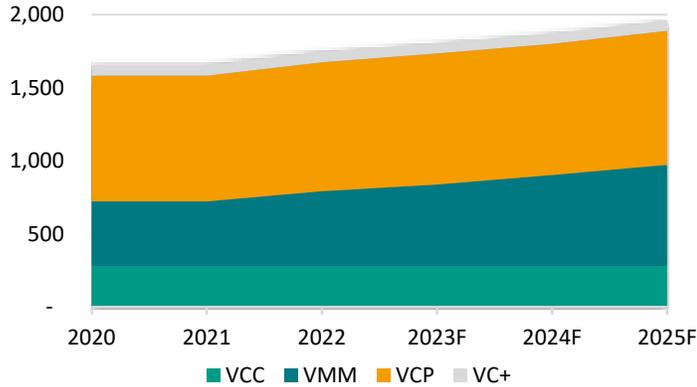
1. ショッピングセンター運用・賃貸事業: (1) レンタル顧客多様化、(2) 借り手と長期契約書締結、(3) ビングループの包括的なエコシステムのおかげで、ショッピングセンターの入居率が改善される。

2023年上半期には、マクロ経済が困難に直面している背景には、Vincom Mega Mall 及び Vincom Center の入居率はそれぞれ、90.3%、95.3%に達した。これは印象的な成長率だろう。BSCはVREは商業用不動産業界の大手企業として、下記の既存利点を維持できると考えております。

- ビングループの包括的なエコシステム:
新規ショッピングセンターはビングループの大規模都市区で位置するので、顧客数が多いです。小売業者は市外への移転傾向がある。この傾向は Vincom Mega Mall モデル-VRE の開発の焦点に合うと評価されている。(1) 市内の土地面積が、(2) 交通インフラがますます改善されていることで、住宅需要が市外に段々移転しているという背景には、この戦略は適当だと評価されている。
- レンタル顧客多様化は固定的な顧客セグメントに依存度を低める。固定賃貸契約からの収入が 80%で維持するのは消費需要減少からのマイナス影響を避ける。また、レンタル顧客タイプは多様化になって、飲食サービス、ファッション、エンターテインメント、スーパーなどで分散している。そのパートナーは(1) 長年にわたって協力関係が築かれた、(2) ショッピングセンターへ行く顧客数が安定的になっているということのおかげで、長期レンタル契約を締結する傾向がある。平均レンタル期間は 3.8 年間である。

2023年には、Vinhome Mega Mall Grand Park 及び Vincom Plaza Ha Giang を開催していることで、2023年及び2024年の総床面積がそれぞれ、前年比+1%増、同+4%増と期待。

レンタル顧客多様化は安定性を保証し、固定的な顧客セグメントに依存度を低める。



ソース: VRE、BSC Research

2. 不動産経営事業は2023年～2024年期間における業績を牽引する要素である。

2023年第2四半期には、VREはDien Bien ビンコムセンターの41ショップハウスうちの23製品を引き渡し始めた。Quang Tri 省で Royal Park ショップハウスビンコムの建設進捗を見ると、BSCはVREがこの案件の製品を2023年第3四半期から引渡し始めると予測しております。

進捗	案件
	Royal Park ショップハウスビンコム 位置: Quang Tri 規模: 53,000 m2 製品数: 515 Presales (10 億ドン): 2,377 引渡し期間: 2023年第3四半期から見込み
	Dien Bien ビンコムセンター 位置: Dien Bien 規模: 7,600 m2 製品数: 41 Presales (10 億ドン): 273 引渡し期間: 2023年第2四半期の41ショップハウスのうちの23製品を引き渡した。

ソース: VRE

III. 業績予測

2023年には、BSCは売上高を前年比+31.8%増、前予想比+7.3%増の9兆6,310億ドン、税引き後利益を同+42.1%増、前予想比+10.8%増の3兆8,860億ドンと上方修正しております。

- 不動産譲渡事業: 建設進捗及び譲渡進捗が期待より速ければ、収入が前予想比+50%増の1兆7,400億ドンとなる。
- ショッピングセンター賃貸及びサービス提供事業: 収入が前予想比+1%増の7兆7,850億ドンとなる。
Vincom Mega Mall Grand Parkはオープン時点が期待より遅いが、入居率が高いと評価されている。

2024年には、BSCは売上高を前年比+2.5%増の9兆8,750億ドン、税引き後利益を同+6.9%増の4兆1,520億ドンと予測しております。増収増益は2023年第2四半期から運営しているVincom Mega Mall Grand Parkの2024年の総床面積予想が前年比+4%増となることから由来する。

(単位: 10 億ドン)	2022A	2023F 修正前	2023F 修 正後	% 修正	% YoY	2024F	% YoY
売上高	7,309	8,972	9,631	7.3%	31.8%	9,875	2.5%
- 不動産譲渡事業	381	1,160	1,740	50.0%	356.9%	1,560	-10.3%
- 不動産賃貸及びサービス提供事業	6,811	7,706	7,785	1.0%	14.3%	8,209	5.5%
- その他	116	106	106	-0.2%	-8.8%	106	0.0%
売上高	3,764	4,668	5,135	10.0%	36.4%	5,207	1.4%
販売費用	(172)	(257)	(275)	7.2%	60.2%	(282)	2.5%
管理費用	(371)	(551)	(591)	7.3%	59.3%	(606)	2.5%
%販管費用/収入の比率	7%	9%	9%			9%	
EBIT	3,220	3,861	4,268	10.6%	32.5%	4,318	1.2%
金融活動事業による収入	539	723	792	9.5%	47.0%	1,091	37.9%
財務費用	(359)	(259)	(261)	0.8%	-27.3%	(283)	8.5%
税引き前利益	3,473	4,383	4,857	10.8%	39.9%	5,190	6.9%
税引き後利益	2,736	3,507	3,886	10.8%	42.0%	2,736	0.0%
少数株主利益等控除利益	2,735	3,507	3,886	10.8%	42.1%	4,152	6.9%
% 売上総利益率	51%	52%	53%			53%	
% 純利益率	37%	39%	40%			42%	

ソース: VRE、BSC Research

IV. 評価及び推奨

2023年5月31日に作成されたレポートに比べて、VREの株は9.4%高となった。2023年初から、VNインデックスは年初比+21.5%高となり、VREは同+15.2%高となった。

BSCはEBITDA方法に基づく、VRE株の2023年理論価格を2023年5月30日の終値比31%増の3万8,900VND/株と評価し、VREの投資評価を「買い」と推奨しております。

VREの評価

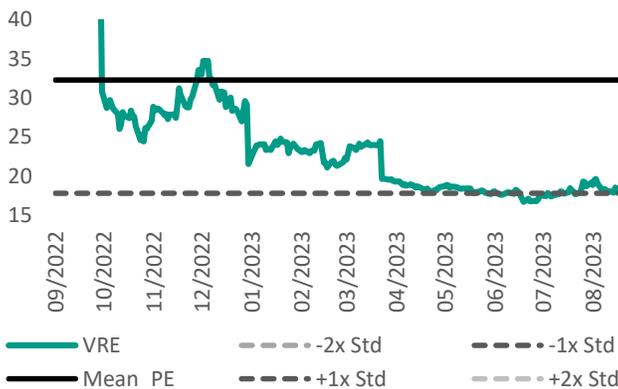
	方法	価値
不動産賃貸やサービス提供事業	EV/EBITDA	90,899
不動産運営事業	DCF	825
(+) 現金と短期的な投資額		9,187
(-) 負債		(2,659)
株主資本		98,253
% 割引		10%
割引後株主資本		88,427
流行中株数		2,272
目標価格		38,900
現値		29,600
Upside		31%
WACC		12.5%

敏感度

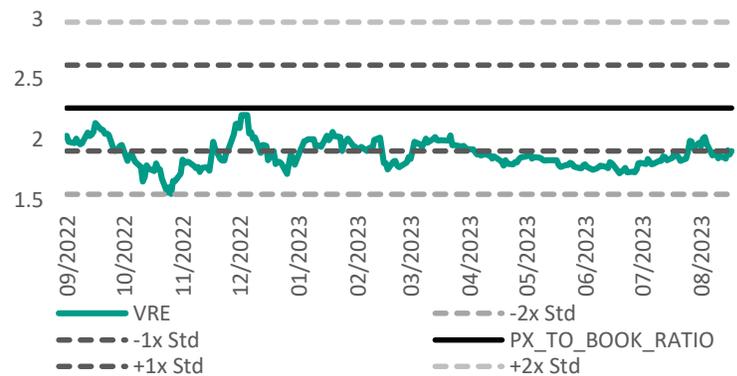
EV/EBITDA	13.0	14.0	15.0	16.2	17.0	18.3	19.0	20.0	21.0	22.0	23.7
目標価格	31,800	34,100	36,400	38,900	40,800	43,800	45,300	47,500	49,700	52,000	55,800
Upside	7.4%	15.2%	23.0%	31.4%	37.8%	48.0%	53.0%	60.5%	67.9%	75.7%	88.5%

ソース: BSC Research

Stock PE



Stock P/B



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10億 VND)	2021	2022	2023F	2024F
売上高	5,891	7,309	9,631	9,875
税引後利益	(3,499)	(3,545)	(4,495)	(4,668)
原価償却及び割当て	2,392	3,764	5,135	5,207
流動資本変更	(202)	(172)	(275)	(282)
その他	(433)	(371)	(591)	(606)
営業活動からキャッシュフロー	1,757	3,220	4,268	4,318
金融活動収益	387	539	792	1,091
金融活動費用	(0)	-	-	-
借入費用	(486)	(359)	(261)	(283)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	34	73	58	64
税引前利益	1,692	3,473	4,857	5,190
法人税額	(377)	(737)	(971)	(1,038)
税引後利益	1,315	2,736	3,886	4,152
少数株主持分	1	1	-	-
少数株主利益等控除利益	1,315	2,735	3,886	4,152
EBITDA	3,250	4,672	5,736	5,828
EPS	564	1,174	1,669	1,783

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
税引後利益	1,692	3,473	4,857	5,190
原価償却及び割当て	1,492	1,452	1,467	1,510
流動資本変更	(657)	822	(1,058)	366
その他	(822)	(639)	(1,781)	(2,149)
営業活動からキャッシュフロー	1,705	5,108	3,486	4,917
固定資産購入額	(1,567)	(2,538)	(888)	(1,591)
他の投資	2,729	1,174	-	-
投資活動からキャッシュフロー	1,162	(1,364)	(888)	(1,591)
配当金	-	-	-	-
借入から金額	(2,600)	-	(528)	225
他の未収金	(21)	(21)	0	(0)
金融活動からキャッシュフロー	(2,621)	(21)	(528)	225
初期キャッシュフロー	3,051	3,297	7,020	9,090
中期キャッシュフロー	246	3,723	2,070	3,552
最後期キャッシュフロー	3,297	7,020	9,090	12,642

バランスシート(10億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
短期資産	6,827	10,482	13,808	18,075
現金及び現金相当	3,297	7,020	9,090	12,642
短期的な投資	190	97	97	97
短期未収金	1,488	1,352	2,111	2,164
棚卸資産	583	1,178	801	831
他の短期的な資産	1,268	835	1,710	2,340
長期資産	31,047	32,177	30,506	29,997
有形固定資産	439	418	563	622
建設中長期資産	1,256	699	929	961
長期投資	26,269	26,514	25,679	25,919
他の長期資産	3,083	4,545	3,335	2,495
総資産	37,873	42,659	44,314	48,072
短期借入総額	2,890	5,818	3,127	2,518
買掛金	526	725	48	499
短期借入	20	1,065	-	-
他の短期借入	2,344	4,028	3,079	2,019
長期借入総額	4,333	3,457	3,949	4,164
長期借入	3,138	2,121	2,659	2,884
長期未実施収入	100	124	124	124
他の長期借入	1,095	1,212	1,166	1,156
買掛金の総額	7,223	9,275	7,076	6,682
出資金	23,288	23,288	23,288	23,288
株式会社化による資本剰余金	47	47	47	47
未処分利益	9,289	12,023	15,878	20,030
他の株主資本	(2,006)	(2,003)	(2,007)	(2,007)
少数株主持分	35	32	32	32
株主資本	30,653	33,387	37,238	41,390
総資本	37,875	42,663	44,314	48,072
流行中株数(100万株)	2,329	2,329	2,329	2,329

指数(%)	2021	2022	2023F	2024F
支払能力				
流動比率	2.4	1.8	4.4	7.2
当座比率	2.2	1.6	4.2	6.8
資本構成				
負債比率/総資産	8%	7%	6%	6%
負債比率/株主資本	10%	10%	7%	7%
稼動能力				
棚卸資産回転期間	61	60	65	65
売掛金回収期間	92	80	80	80
買掛金回収期間	142	270	160	160
CCC	11	(130)	(15)	(15)
利益性				
売上総利益率	41%	51%	53%	53%
税引後利益率	22%	37%	40%	42%
ROE	4.3%	8.2%	10.4%	10.0%
ROA	3.5%	6.4%	8.8%	8.6%
評価				
PE	52.4	25.2	17.7	16.6
PB	2.20	2.02	1.81	1.63
成長率(前年同期比)				
売上高	-29%	24%	32%	3%
税引後利益	-43%	83%	33%	1%
税引前利益	-45%	108%	42%	7%
EPS	-45%	108%	42%	7%

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>