*業界:不動産* | BSC RESEARCH

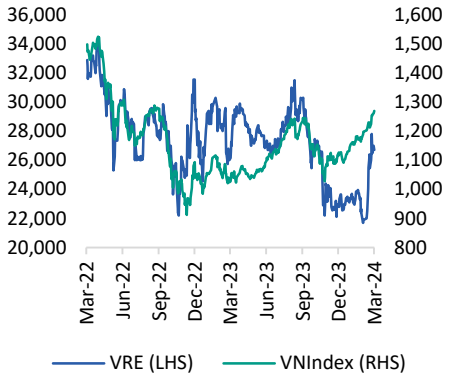
# 推奨 買い ビンコムリテール株式会社(HSX: VRE)

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 現値 | 25,200 | レポート作成日: | 05/03/2024 | 株主構成 | |
| 前理論価格 | 38,900 | 流行中株数(100 万) | 2,272 | SADO Trading Comm JSC | 40.5% |
| 新理論価格 | 38,900 | 時価総額(10 億ドン) | 61,353 | Vingroup | 18.4% |
| 配当率 | | 平均売買高 | 4,850,490 | | |
| 上昇率 | +54% | 外国人投資家保有率 | 29.7% | | |

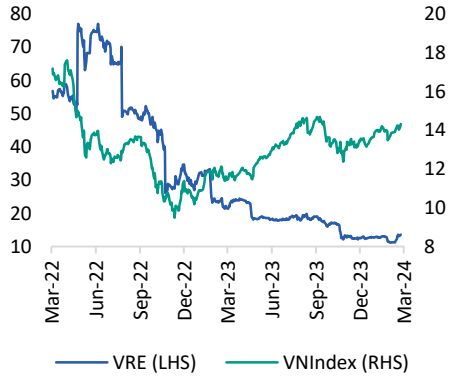
分析者:

Lâm Việt
(不動産業、工業団地区業)
vietl@bsc.com.vn

株価の推移




P/E




## 評価

VRE の株価は 3 年間ぶりの安値まで下落した局面があった時、多くの変更を経験した。原因は(1)外国人投資家からの売り圧力、(2)景気回復、為替レートに関する前向きな動きが少ないことにより一般的な市場の下落と共に下落したということのためだ。

BSC は VRE 株の 2024 年理論価格を 54%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。

BSC は(1)新利益の水準が維持されている、(2)賃貸可能土地面積が 2 年間連続で 5%増加する、(3)賃貸事業からのキャッシュフローが豊だという要素を基づく、2023 年第 4 四半期の下落率が企業の基本的な業績を反映しなくて、VRE がより合理的な評価を受ける必要があると評価しております。

## 業績予測

2024 年には、BSC はショッピングセンター賃貸事業の収入が前年比+6.7%増加すると予想しているが、住宅売却事業の収入が前年比 89%減となることで、VRE の業績はマイナス成長を計上すると予測しております。それによると、VRE の売上高を予想値比 11%減で前年比 10%減の 8 兆 8,060 億ドン、税引後利益を予想値比 4%減で前年比 10%減の 3 兆 9,810 億ドン、EPS を 1,709VND/株、PE を 15.8x、PB を 1.47xと予想しております。

## 投資観点

1. VRE は 2024 年の EV/EBITDA を 9.9x で評価されている。
2. 2023 年～2026 年の期間おける利益は(1)2024 年～2025 年の期間に賃貸面積が前年比 5%増となる、(2)経営活動の好調なキャッシュフローが税引後利益に 19～23%を寄与するというショッピングセンター賃貸活動のおかげで高い水準で維持している。

## リスク

- 新ショッピングセンターの運営が予想より遅れている
- 不動産市場が遅く回復するのは Vincom Mega Mall の成長見通しに影響する。

| 指数 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| PE (x) | 13.3 | 14.7 | 13.1 | 12.1 |
| PB (x) | 1.51 | 1.37 | 1.24 | 1.12 |
| EV/EBITDA (x) | 9.5 | 8.9 | 8.1 | 6.7 |
| ROE (%) | 11.7% | 9.5% | 9.7% | 9.5% |
| ROA (%) | 9.3% | 7.6% | 8.6% | 9.0% |

| 業績 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 売上高 | 9,791 | 8,806 | 9,406 | 9,529 |
| 売上総利益 | 5,346 | 4,937 | 5,412 | 5,623 |
| 税引後利益 | 4,409 | 3,981 | 4,476 | 4,862 |
| EPS | 1,893 | 1,709 | 1,922 | 2,088 |
| EPS 成長率 | 61% | −10% | 12% | 9% |

## I. 2023 年業績のアップデート

**2023 年業績は 2022 年の高い水準から引き続き成長し、売上高は BSC の予想値比 1.7%増で前年比 34%増の 9 兆 7,910 億ドンであり、年間計画の 94.6%を達成した。**

- 不動産販売事業：2023 年には、売上高は前年比 365%増の 1 兆 7,720 億ドンだった。増収は主に Vincom Shophouse Royal Park シ案件のショップハウス（shophouse）の 356 戸を引き渡したことから由来した。
- 不動産賃貸事業：売上高は前年比 14.5%増の 7 兆 7,960 億ドンだった。増収は（1）2022 年第 1 四半期のようなテナント支援パッケージを展開しなかった、（2）賃貸価格が僅かに回復した、（3）2023 年の入居率が 84.8%で、2022 年の 83.5%から増加した、（4）Vincom Mega Mall Smart City が 2023 年中に安定的に運営したということから由来した。

少数株主利益等控除利益は BSC の予想値比 13.5%増で前年比 61.2%増の 4 兆 4,090 億ドンで、年間計画の 94.2%を達成した。

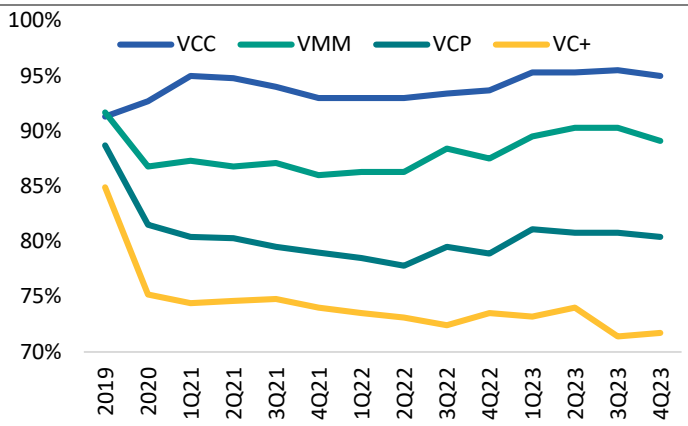
- 不動産賃貸事業の売上総利益率は 58.4%で、最高値を記録した。そのために、VRE の 2023 年売上総利益率は 54.6%で、2022 年の 51.5%から増加した。
- 2023 年に金融活動事業の収入は BSC の予想値比 44.8%増で前年比 2.1 倍となった。

**2023 年業績のアップデート**

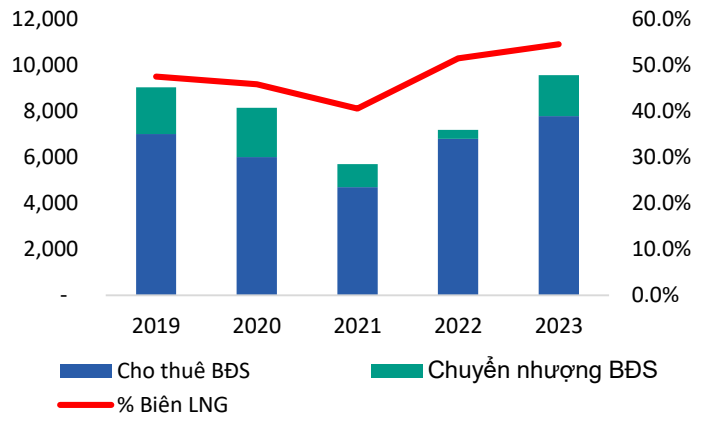
| （10 億ドン） | 2022 | 2023 | % YoY | BSC の 2023 年予測 | 予測値に比べて |
|---|---|---|---|---|---|
| **売上高** | **7,309** | **9,791** | *34.0%* | **9,631** | *1.7%* |
| *- 不動産譲渡* | *381* | *1,772* | *365.2%* | *1,740* | *1.8%* |
| *- 不動産賃貸及びサービスの提供* | *6,811* | *7,796* | *14.5%* | *7,785* | *0.2%* |
| **売上総利益** | **3,764** | **5,346** | *42.0%* | **5,135** | *4.1%* |
| **売上総利益率** | *51%* | *55%* | *6.0%* | *53%* | |
| 販売費用 | (172) | (341) | *98.4%* | (275) | *23.9%* |
| 管理費用 | (371) | (439) | *18.1%* | (591) | *-25.8%* |
| *販管費用/収入の比率* | *7%* | *8%* | *7.2%* | | |
| EBIT | 3,220 | 4,566 | *41.8%* | 4,268 | *7.0%* |
| 金融活動事業による収入 | 539 | 1,146 | *112.8%* | 792 | *44.8%* |
| 財務費用 | (359) | (330) | *-8.0%* | (261) | *26.5%* |
| **税引き前利益** | **3,473** | **5,526** | *59.1%* | **4,857** | *13.8%* |
| **税引き後利益** | **2,736** | **4,409** | *61.2%* | **3,886** | *13.5%* |
| *純利益率* | *37%* | *45%* | | *40%* | |

ソース: VRE, BSC Research

**Vincom Mega Mall 及び Vincom Plaza の入居率はそれぞれ、89.1%、95.0%で、新型コロナウイルス前の水準に戻った**




**収入と売上総利益率**




ソース: VRE

## II. 2024 年～2026 年の業績見通し: ショプハウス譲渡事業の寄与が制限されているものの、2023 年～2026 年の期間における利益は高い水準で維持している。

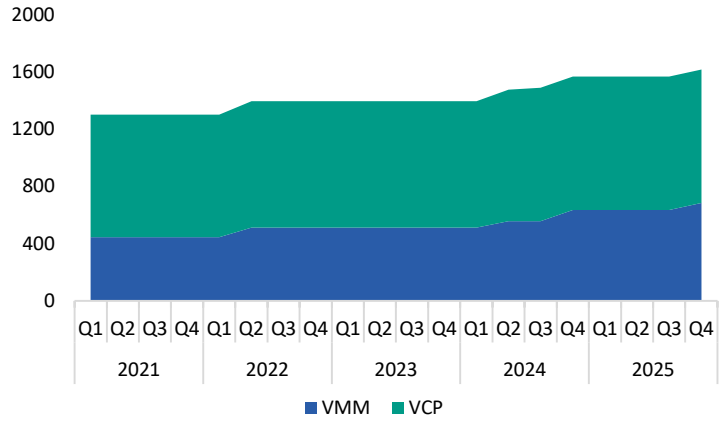
### 1. 小売り面積の 80 万 m2 を追加投資するという目標を実現する

Vinhomes の大都市展開の進捗状況と VRE の計画を基づく、BSC は、VRE がショプハウスの引き渡しを完了した場所での Vincom Mega Mall Grand Park 及び Vincom Plaza の 3 か所の運営を開始することのおかげで、2024 年末の時点での賃貸面積が前年比 4.6%増の 182 万 7,000m2 であると期待しております。BSC は、Vincom Mega Mall Ocean Park 2 及び Vincom Plaza Quảng Trị の運営を開始することのおかげで、2025 年に賃貸面積が 191 万 8,000m2 であると期待しております。

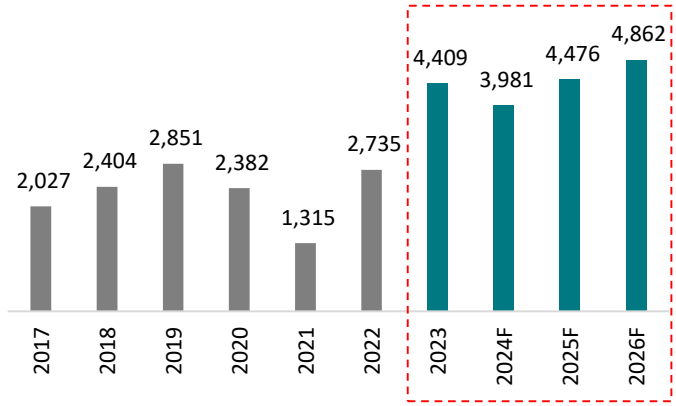
経営モデルの最適化：運営の最適化と包括的なエコシステムの活用に集中する。小売り面積発展の方向性は（1）VHM が投資する大都市の Vincom Mega Mall に集中する、（2）地方市場での Vincom Plaza、Vincom+及びショプハウス経営活動への投資を削減するということである。BSC はこれが適切な戦略であり、入居率が高くなると考えております。

- VIC の包括的なエコシステムからの利点：新ショッピングセンターは
- 安定性を確保し、固定顧客への依存度を軽減するためにテナントポートフォリオを多様化する。

Vinhome Mega Mall の 2 か所及び Vincom Central Park の 4 カ所を開催すると、2024 年と 2025 年の賃貸可能面積がそれぞれ、前年比+4.6%増、同+5%増と期待しております。




2023 年～2026 年の期間における純利益率は前期間比 1.9 倍となった。




ソース: VRE, BSC Research

## 2. 業績予測

2024 年には、BSC は以下の要素を基づく VRE の売上高を前年比 11%減、予想値比 11%減の 8 兆 8,060 億ドン、少数株主利益等控除利益を前年比 10%減、予想値比 4%減の 3 兆 9,810 億ドン、EPS を 1,709VND/株、PE を 15.8x、PB を 1.47xと予測しております。

- タウンハウス販売事業：収入は前年比 89%減となった。2023 年末時点での未実施契約額（backlog）は 2,900 億ドンであり、2022 年末比–89%減となった。Vincom shophouse Royal Park での販売しない製品は 230 製品である。VRE の業績計画では、次の重要な案件はまだ決まっていないが、ショップハウスモデルへの投資を減少するのは 2024 年の利益成長に影響する可能性があるが、長期的な観点を見ると、このことのおかげで、VRE の利益が安定的に成長し、不動産業の周期に依存せず、利益率が改善されると期待しております。
- 不動産賃貸とサービス提供事業：収入は前年比 7%増となった。2023 年の売上総利益率は 58.9%で、前年の 58.4%から増加した。

2025 年では、BSC は（1）2024 年の新規シッピングセンターが安定的に運営する、（2）賃貸面積が 2025 年に前年比 5%増加するという要素を基づく、VRE の売上高を前年比 7%増の 9 兆 4,060 億 VND、税引後利益を同 12%増の 4 兆 4,760 億ドンと予測しております。また、不動産譲渡事業の収入は前年比 33%減となり、総収入に 2%だけ寄与する。

2026 年では、BSC は VRE の売上高を前年比 1%増の 9 兆 5,290 億ドン、税引後利益を同 9%増の 4 兆 8,620 億ドンと予測しております。増収は（1）2024 年～2025 年の期間における新規ショッピングセンターは 2026 年に安定的に運営する、（2）経営活動からの純キャッシュフローは総収入の 40～50%を占めていることで、預金の利息収入から金融活動事業の収入が前年比 30%増となり、税引後利益に 26%を寄与するということから由来する。

| | 2023 | 2024F（前） | 2024F（新） | %YoY | % 調整率 |
|---|---|---|---|---|---|
| **売上高** | **9,791** | **9,875** | **8,806** | *-10%* | *-11%* |
| *– 不動産譲渡* | 1,772 | 1,560 | 350 | *-80%* | *-78%* |
| *– 不動産賃貸及びサービスの提供* | 7,796 | 8,209 | 8,273 | *6%* | *1%* |
| *– その他* | 223 | 106 | 183 | *-18%* | *72%* |
| **売上総利益** | **5,346** | **5,207** | **4,937** | *-8%* | *-5%* |
| 販売費用 | (780) | (888) | (701) | *-10%* | *-21%* |
| 管理費用 | *8%* | *9%* | *8%* | | |
| *販管費用/収入の比率* | **4,566** | **4,318** | **4,236** | *-7%* | *-2%* |
| EBIT | 1,146 | 1,091 | 992 | *-13%* | *-9%* |
| 金融活動事業による収入 | (330) | (283) | (329) | *0%* | *16%* |
| 財務費用 | **5,526** | **5,190** | **4,976** | *-10%* | *-4%* |
| **税引き前利益** | **4,409** | **4,152** | **3,981** | *-10%* | *-4%* |
| **税引き後利益** | **4,409** | **4,152** | **3,981** | *-10%* | *-4%* |
| % 売上総利益率 | 55% | 53% | 56% | | |
| % 純利益率 | 45% | 42% | 45% | | |

ソース: VRE, BSC Research

## III. 評価と推奨

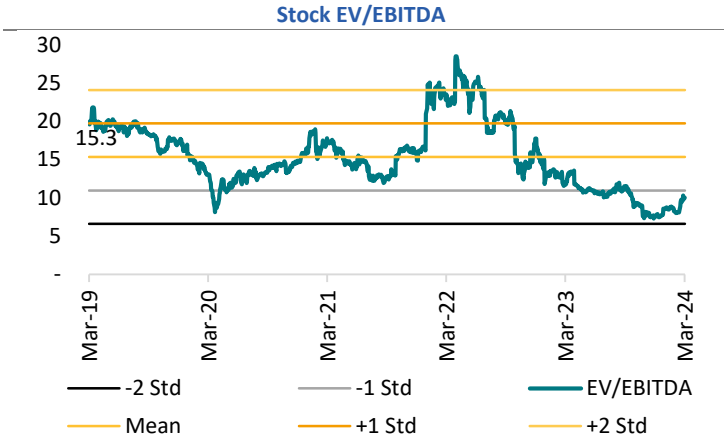
BSC は VRE 株の 2024 年理論価格を 54%増の 3 万 8,900VND／株と評価し、VRE の投資評価を「買い」と推奨しております。

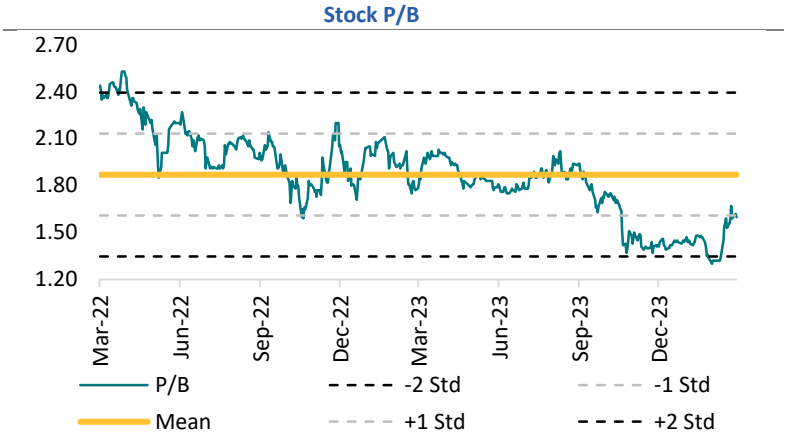
BSC は(1)新利益の水準が維持されている、(2)賃貸可能土地面積が 2 年間連続で 5%増加する、(3)賃貸事業からのキャッシュフローが豊だという要素を基づく、2023 年第 4 四半期の下落率が企業の基本的な業績を反映しなくて、VRE がより合理的な評価を受ける必要があると評価しております。

**VRE の評価**

| | 価値 |
|---|---|
| 2024 年の EBITDA | 5,759 |
| 目標 EV/EBITDA | 16.15 |
| 不動産賃貸やサービス提供事業 | 91,538 |
| (+)現金と短期的な投資額 | 9,783 |
| (–)負債 | (3,134) |
| 株主資本 | 98,187 |
| %割引 | 10% |
| 割引後株主資本 | 88,368 |
| 流行中株数 | 2,272 |
| 目標価格 | 38,900 |
| 現値 | 25,200 |
| Upside | 54% |
| WACC | 12.4% |

ソース: BSC Resarch




ソース: Bloomberg, BSC Resarch

# 付録

| 業績(10 億 VND) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 売上高 | **9,791** | **8,806** | **9,406** | **9,529** |
| 税引後利益 | (4,445) | (3,868) | (3,993) | (3,906) |
| 原価償却及び割当て | **5,346** | **4,937** | **5,412** | **5,623** |
| 流動資本変更 | (341) | (307) | (329) | (334) |
| その他 | (439) | (395) | (423) | (429) |
| 営業活動からキャッシュフロー | **4,566** | **4,236** | **4,660** | **4,861** |
| 金融活動収益 | 1,146 | 992 | 961 | 1,247 |
| 金融活動費用 | – | – | – | – |
| 借入費用 | (330) | (329) | (109) | (113) |
| 合弁・関連会社関連収益 | – | – | – | – |
| 他の収益 | 144 | 77 | 84 | 82 |
| 税引前利益 | **5,526** | **4,976** | **5,595** | **6,078** |
| 法人税額 | (1,117) | (995) | (1,119) | (1,216) |
| 税引後利益 | **4,409** | **3,981** | **4,476** | **4,862** |
| 少数株主持分 | 0 | – | – | – |
| 少数株主利益等控除利益 | **4,409** | **3,981** | **4,476** | **4,862** |
| EBITDA | 6,020 | 5,668 | 6,150 | 6,353 |
| EPS | 1,893 | 1,709 | 1,922 | 2,088 |

| キャッシュフロー会計(10 億ドン) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 税引後利益 | **5,526** | **4,976** | **5,595** | **6,078** |
| 原価償却及び割当て | 1,454 | 1,432 | 1,490 | 1,492 |
| 流動資本変更 | **(1,492)** | **175** | **723** | **514** |
| その他 | (1,596) | (1,972) | (2,075) | (2,457) |
| 営業活動からキャッシュフロー | 3,892 | 4,612 | 5,734 | 5,627 |
| 固定資産購入額 | (8,322) | (1,617) | (4,372) | 2,306 |
| 他の投資 | 801 | – | – | – |
| 投資活動からキャッシュフロー | (7,521) | (1,617) | (4,372) | 2,306 |
| 配当金 | – | – | – | – |
| 借入から金額 | **732** | **(802)** | **(2,093)** | **34** |
| 他の未収金 | (21) | (500) | (500) | (500) |
| 金融活動からキャッシュフロー | **711** | **(1,302)** | **(2,593)** | **(466)** |
| 初期キャッシュフロー | **7,020** | **7,020** | **8,712** | **7,481** |
| 中期キャッシュフロー | (2,918) | 1,692 | (1,230) | 7,467 |
| 最後期キャッシュフロー | 4,102 | 8,712 | 7,481 | 14,949 |

| バランスシート(10 億ドン) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| **短期資産** | **10,036** | **13,959** | **15,123** | **20,638** |
| 現金及び現金相当 | 4,102 | 8,712 | 7,481 | 14,949 |
| 短期的な投資 | 1,071 | 1,071 | 1,071 | 1,071 |
| 短期未収金 | 1,613 | 1,450 | 1,549 | 1,570 |
| 棚卸資産 | 640 | 636 | 656 | 642 |
| 他の短期的な資産 | 2,611 | 2,089 | 4,365 | 2,407 |
| **長期資産** | **37,617** | **38,266** | **36,916** | **33,120** |
| 有形固定資産 | 413 | 477 | 534 | 589 |
| 建設中長期資産 | 1,028 | 936 | 976 | 979 |
| 長期投資 | 25,180 | 25,950 | 26,868 | 25,420 |
| 他の長期資産 | 10,996 | 10,903 | 8,538 | 6,132 |
| 総資産 | **47,654** | **52,225** | **52,038** | **53,758** |
| 短期借入総額 | **4,473** | **7,012** | **3,919** | **750** |
| 買掛金 | 448 | 454 | 1,296 | 1,816 |
| 短期借入 | 20 | 1,045 | 520 | 538 |
| 他の短期借入 | 4,005 | 5,514 | 2,103 | (1,604) |
| 長期借入総額 | **5,354** | **3,396** | **1,826** | **1,853** |
| 長期借入 | 3,916 | 2,089 | 520 | 538 |
| 長期未実施収入 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 他の長期借入 | 1,325 | 1,194 | 1,192 | 1,202 |
| 買掛金の総額 | **9,827** | **10,408** | **5,745** | **2,603** |
| 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 | 16,476 | 20,457 | 24,933 | 29,795 |
| 他の株主資本 | (2,001) | (2,007) | (2,007) | (2,007) |
| 少数株主持分 | 23 | 32 | 32 | 32 |
| 株主資本 | **37,833** | **41,817** | **46,293** | **51,155** |
| 総資本 | **47,660** | **52,225** | **52,038** | **53,758** |
| 流行中株数(100 万株) | 2,329 | 2,329 | 2,329 | 2,329 |

| 指数(%) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 支払能力 | | | | |
| 流動比率 | 2.2 | 2.0 | 3.9 | 27.5 |
| 当座比率 | 2.1 | 1.9 | 3.7 | 26.7 |
| 資本構成 | | | | |
| 負債比率/総資産 | 8% | 6% | 2% | 2% |
| 負債比率/株主資本 | 10% | 7% | 2% | 2% |
| 稼動能力 | | | | |
| 棚卸資産回転期間 | 53 | 60 | 60 | 60 |
| 売掛金回収期間 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 買掛金回収期間 | 133 | 180 | 180 | 180 |
| CCC | (20) | (60) | (60) | (60) |
| 利益性 | | | | |
| 売上総利益率 | 55% | 56% | 58% | 59% |
| 税引後利益率 | 45% | 45% | 48% | 51% |
| ROE | 11.7% | 9.5% | 9.7% | 9.5% |
| ROA | 9.3% | 7.6% | 8.6% | 9.0% |
| 評価 | | | | |
| PE | 13.3 | 14.7 | 13.1 | 12.1 |
| PB | 1.51 | 1.37 | 1.24 | 1.12 |
| 成長率(前年同期比 ) | | | | |
| 売上高 | 34% | −10% | 7% | 1% |
| 税引後利益 | 42% | −7% | 10% | 4% |
| 税引前利益 | 61% | −10% | 12% | 9% |
| EPS | 61% | −10% | 12% | 9% |

## 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

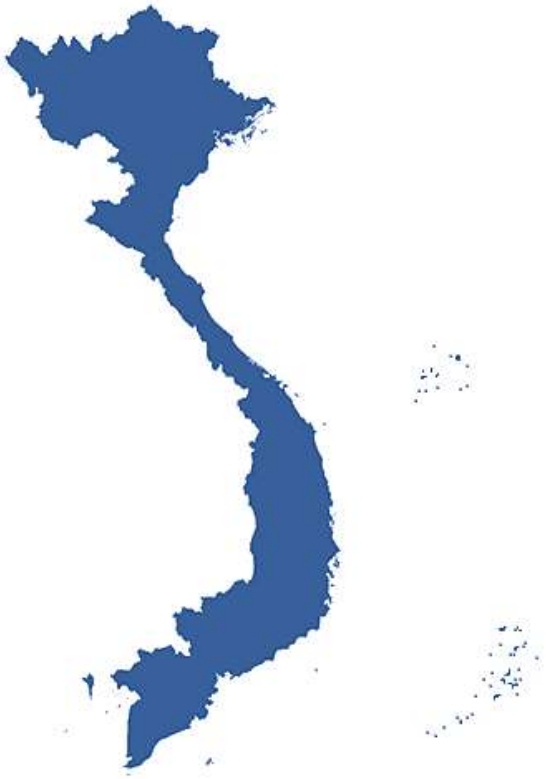
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities



**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**