

推奨

買い

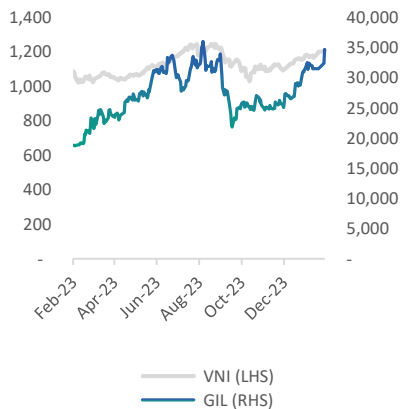
ビンタイン輸出入貿易株式会社(HSX: GIL) 成長原動力は工業団地区用不動産事業から由来する。

現値	38,000	レポート作成日:	18/3/2024	株主構成	
前理論価格		流行中株数(100 万)	68	LÊ HÙNG	9%
新理論価格	46,000	時価総額(10 億ドン)	2,681	LÊ ANH THƯ	5%
配当率		平均売買高	80		
上昇率	+21%	外国人投資家保有率	4%		

分析者:

Phạm Quang Minh
(港湾、建設用原材料)
minhpgq@bsc.com.vn

株価の推移



評価

BSC は PB 方法に基づく、GIL 株の 2024 年理論価格を前理論価格比 21% 増の 4 万 6,000VND/株と評価し、GIL の投資評価を「買い」としております。BSC は (1) Amazon に関する在庫額の 8,000 億 VND を削除した、(2) Phu Bai 工業団地区と Vĩnh Long 工業団地区が BSC 証券の評価に 53%を寄与するとお注意させております。

投資観点

- 重要な輸出市場での在庫圧力が低下することのおかげで、受注は 2024 年に回復すると期待しております。
- GILIMEX Phu Bai- Hue 工業団地区及び GILIMEX Vĩnh Long 工業団地区は 2024 年~2025 年の期間における GIL の成長原動力になるだろう。GIL が覚書を署名し、面積(推定)が 8~9 ヘクタールであるということに基づく、BSC は GIL が 2024 年に 20 ヘクタールを引き渡すことができると期待しております。BSC は GIL の販売価格が 170 万 VND/m2、売上総利益率が 50%であると仮定すると、工業団地区事業の収入を 3,600 億ドン、売上総利益を 3,600 億ドンと予測しております。

業績予測

2024 年には、BSC は以下の仮定に基づく GIL の売上高を前年比 57%増の 1 兆 4,660 億ドン、親会社株主利益を同 310%増の 1,130 億ドン、EPSfwd を 1,667VND/株、Pefwd を 23.x、PBfwd を 1xと予測しております。

- 繊維・アパレル事業: 収入は前年比 20%増となり、売上総利益率が 10%である。
- 工業団地区用不動産事業: Phu Bai 工業団地区の 20 ヘクタールを賃貸したことからの収入を計上することのおかげで、収入は 3,600 億ドンであり、売上総利益率が 50%である。
- 借入コストは前年比 185%増の 270 億ドンである。
- 管理費用は前年比 1~2%増となる。

指数	VNINDEX	2022	2023F	2024F	業績	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	13.7	72.77	79.39	22.98	売上高	4,150	3,167	936	1,466
PB (x)	1.7	0.83	0.89	0.98	売上総利益	754	495	61	290
PS (x)	3.2	2.15	2.34	1.78	親会社株主利益	330	362	28	113
ROE (%)	17%	21%	14%	1%	EPS (VND/株)	8,965	6,727	406	1,667
ROA (%)	6%	9%	9%	1%	EPS 成長率	-14%	-25%	-94%	310%

I. 2023 年業績のアップデート

2023 年業績のアップデート

GIL_10 億 VND	Q4.2022	Q4.2023	% YoY	2022	2023	% YoY	ノート
売上高	262	230	-12%	3,167	936	-70%	2023 年には、GIL の売上高と数株主持分はそれぞれ、9,360 億ドン、前年比 92%減の 280 億ドンだった。 そのうち - 繊維・アパレル事業: 収入は前年比 71%減の 9,220 億ドンだった。 - 工業団地区事業: Phu Bai 工業団地区の賃貸のおかげで、収入は 150 億 VND だった。 売上総利益率は 6%、前年比 11 ポイント%減となった。 管理費用は前年比 2%減の 1,560 億ドンだった。GIL は主に工業団地事業を促進するために人件費と購入サービス費用を増加したことで、管理費用が高い水準で留まっている。 他の収入は 1,010 億ドンだった。 数株主持分は前年比 92%減の 280 億ドンだった。特別な収入を除けば、GIL のコア事業は 730 億ドンの赤字となった。
繊維・アパレル	262	216	-18%	3,167	922	-71%	
工業団地区	-	15		-	15		
売上総利益	42	28	-33%	534	61	-89%	
繊維・アパレル	42	22	-47%	534	55	-90%	
工業団地区	-	6		-	6		
金融活動事業による収入	83	28	-67%	447	110	-75%	
財務費用	(71)	(12)	-83%	(236)	(62)	-74%	
そのうち:借入費用	(5)	(1)	-81%	(21)	(9)	-55%	
連結会社からの損益	(0)	(0)		(0)	(0)	24%	
販売費用	(2)	(1)		(126)	(5)	-96%	純利益率は 4%、前年比 36%ポイント%増となった。
管理費用	(30)	(39)	29%	(160)	(156)	-2%	
経営活動からの利益	22	4	-81%	459	(52)	-111%	
他の収入	(1)	101	-8297%	0	101	89926%	
税引前利益	21	105	396%	459	49	-89%	
法人税	(11)	(13)	18%	(98)	(21)	-79%	
税引後利益	10	92	825%	361	28	-92%	
数株主持分	(0)	1	-383%	(0)	0	-224%	
親会社株主利益	10	91	797%	362	28	-92%	
売上総利益率	16%	12%	-4%	17%	7%	-10%	
繊維・アパレル	16%	10%	-6%	16.9%	6.0%	-11%	純利益率は 4%、前年比 36%ポイント%増となった。
工業団地区		40%			40%		
	4%	40%	36%	11%	3%	-8%	
純利益率							

ソース: GIL

II. 投資観点

1. 重要な輸出市場での在庫圧力が低下することで、2024 年の受注が回復するだろう。

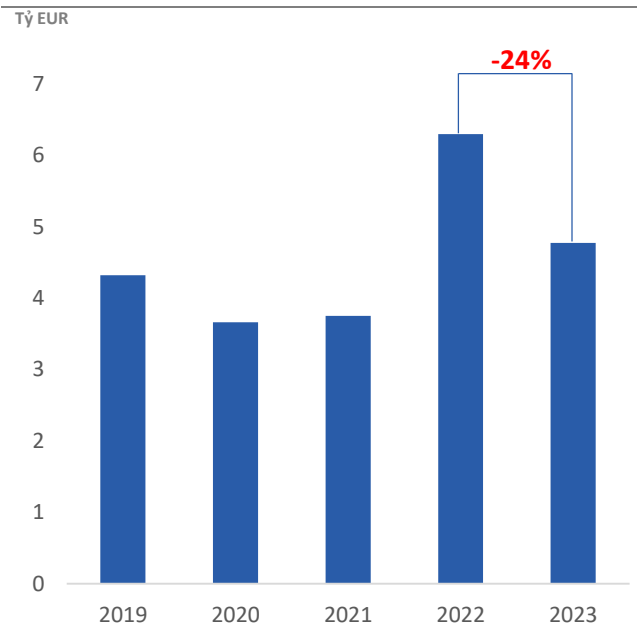
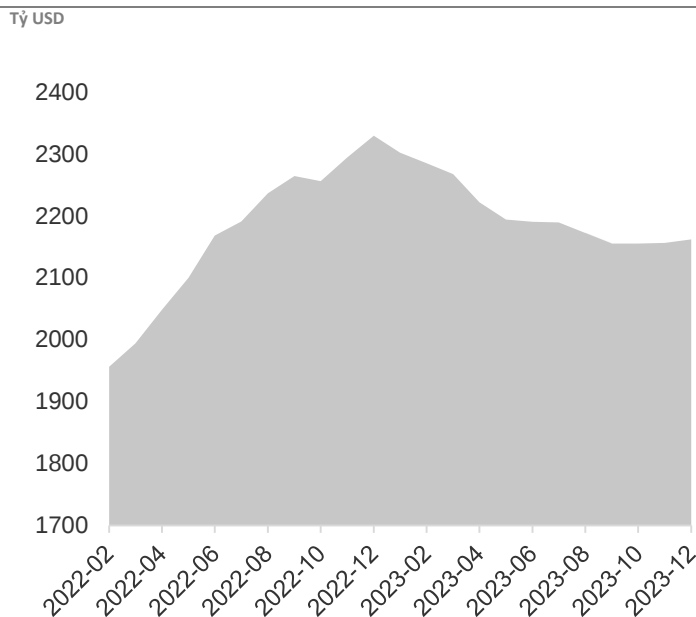
BSC は繊維・アパレル業と GIL の受注は 2023 年に最低値を記録したと考えております。

- BSC は、ブランドが 2023 年上半期に在庫品を処理したことで、在庫が減少したと考えております。具体的には、2023 年 5 月からの米市場での在庫額は 21 億～22 億ドルの周りに推移した。
- GIL の顧客企業の在庫額も大幅に減少した。GIL の重要な顧客は Ikea Supply AG (受注額の 55%を占め)、Helinox Inc (受注額の 37%を占め)、及び Ballard Design (受注額の 5%を占め)だった。そのうち、IKEA の在庫額は 2022 年末比 24%減となった。

それによると、BSC は韓国、米国とヨーロッパでの消費需要の回復のおかげで、受注が前年比 20%増加すると期待しております。

2023 年 5 月からの米市場での在庫額は 21 億～22 億ドルの周りに推移した。

IKEA の在庫額は 2022 年末に比べて 24%減、2019 年比 10%増の 47 億 8,000 万ドルだった。



ソース: BSC Research

2. GILIMEX Phu Bai- Hue 工業団地区及び GILIMEX Vĩnh Long 工業団地区は 2024 年～2026 年の期間における GIL の成長原動力になるだろう。

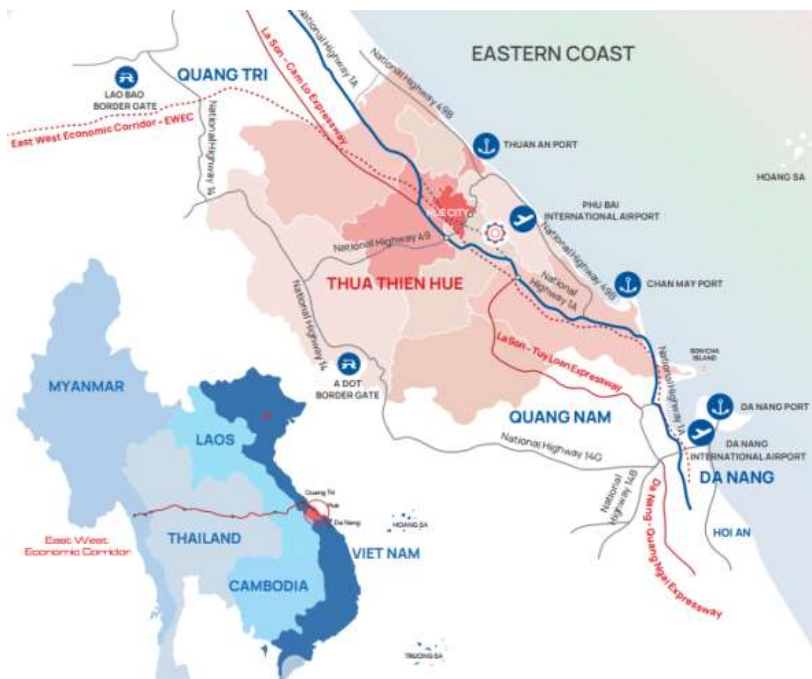
GILIMEX Phu Bai- Hue 工業団地区は GIL の 2024 年成長原動力になるだろう。

- GILIMEX Phu Bai- Hue 工業団地区の面積は 460 ヘクタールであり、A 区(49 ヘクタール)、B 区(411 ヘクタール)という 2 区を分けている。同案件は 2021 年～2020 年の期間における法的な手続きを完成し、投資計画が承認され、投資家である GIL を選んだ。2023 年には、GIL は国から 80 ヘクタールの土地を

借り受け、面積の 95%(68 ヘクタール)を整地し、面積の 80%にインフラを建設した。A 区には、GIL は 2023 年末～2024 年第 1 四半期に顧客に引き渡し始めた。GIL は顧客からの前受金の 128 憶 VND を受けた。A 区には、BSC は GIL が 2024 年下半年に顧客に引き渡し始めると期待しております。

GILIMEX Phu Bai- Hue 工業団地区案件の地位

GILIMEX Phu Bai- Hue 工業団地区



ソース: BSC Research

BSC は GIL が 2024 年に GILIMEX Phu Bai- Hue 工業団地区の 12 ヘクタールを引き渡すことができると期待しております。具体的には、2023 年末の時点では、GIL は顧客からの前受金の 128 憶 VND を受けた。賃貸価格は 1,500 万～1,700 万 VND/m²(約 60～70 ドル/m²)であり、前受金が契約総額の 10%を占めるという要素を基づく、BSC は GIL の引き渡さない契約総が 8～9 ヘクタールであり、工業団地区事業の収入と売上総利益がという販売価格の 170 万 VND/m²であると仮定のおかげで、それぞれ 3,600 億ドン、1,790 億ドンであり、売上総利益率が 50%であると推定しております。

BSC は GILIMEX Phu Bai- Hue 工業団地区案件の価値が以下の仮定を基づく 9,400 億ドンであうと推定しております。

- (1) 販売価格は 2024 年に 1,700 万 VND/m²(約 65-70 ドル/m²)、年間成長率が 2%増となる。
- (2) 2025 年～2034 年の期間における年間販売量は 20～30 ヘクタールである。
- (3) 投資総額は 2 兆 4,500 億～2 兆 5,500 億 VND であり、売上総利益率が 50～56%である。

中期的な見通しは GILIMEX Vĩnh Long 工業団地区と GILIMEX Quang Ngai 工業団地区から由来する。

- GILIMEX Vĩnh Long 工業団地区では、総面積は 400 ヘクタールであり、第 1 期(255 ヘクタール)、第 2 期(145 ヘクタール)という 2 期に分かれている。法的では、案件は 2022 年 9 月に投資提案を完了し、2023 年 3 月に第 1 期投資登録証明書を受けた。GIL は 2023 年環境影響評価と 1/500 計画などに関する書類を作成している。また、同案件は 2023 年 3 月から補償と用地整理のための土地在庫段階(第 1 期: 1 兆 VND の推定)を開始し、2024 年上半期に再定住支援を開始する。
- Đông Thap – Lap Vo 工業団地区: 2023 年には、GIL は一般的な計画の承認をうけてから、投資計画を提出する。
- Quảng Ngãi 工業団地区: 法的な手続きの完成中。

GIL の工業団地区

順番	工業団地区	面積 (ha)	2023 年末時点の進捗更新
1	Gilimex Huế	460 (A 区: 49 ha, B 区: 411 ha)	政府は GIL に 72 ヘクタールを賃貸し、技術的なインフラを基本的に完成した。
2	Gilimex Vĩnh Long	400 (第 1 期: 255 ha, 第 1 期: 145 ha)	▪ 2022 年 9 月に投資計画の承認を受け、2023 年 3 月に投資主を承認した。 ▪ 補償中、土地収用 ▪ 一般計画の承認を待ち、その後、投資方針承認のための文書を準備する
3	Gilimex Đồng Tháp	710	
4	Gilimex Quảng Ngãi	495	まだ正確な情報はなく、法的手続きの完了中だ。
	合計	2,065	

ソース: BSC Research

- Đông Thap – Lap Vo 工業団地区と Quảng Ngãi 工業団地区: 確実な情報が不足しているために、BSC は予測に含めていない。
- Gilimex Vĩnh Long 工業団地区では、BSC は(1)販売価格が 2026 年に 262 万 VND/m² であり、年間成長率が 2~3% 増となる; (2) 2026 年~2034 年の期間における年間販売量が 20~30 ヘクタールである; (3) 投資総額が 2 兆 3,900 億ドンであり、売上総利益率が 55~56% であるという仮定を基づく、案件の価値を 7,200 億ドンと推定しております。

Gilimex Vĩnh Long 工業団地区の評価の仮定

順番	費用	価値(10 億 VND)	仮定
1	補償費用・土地利用料を差し引いた	500	
2	技術インフラ費用	1,801	建設省の規定によると、投資価格(700 万 VND/ヘクタール)を基づく。実際には、案件投資価格がより低くなる可能性がある。

3	技術インフラに対する 引当金が 5%になると 予測される	90	
投資総額		2,390	
販売価格仮定	250 万 VND/m ² ,成長率が 2%/年	周辺の調査によると、Binh Minh 工業団 地区の販売価格は 230 万～240 万/m2 である。	
		ソース: BSC Research	

III. リスク – 訴訟に負ける場合 AMAZON 在庫の減価償却引当金繰入

2023 年には、GIL の Amazon に関する在庫額は 8,000 億 VND だった。この在庫は特定の商品であり、Amazon のみに使用される。GIL は Amazon との訴訟の結果を待っているため、まだ在庫引当金を繰り入れない。

訴訟に勝訴する場合、GIL は 2 億 8,000 万ドル (6 兆 5,800 億ドンの相当) の補償金を受け取る可能性がある。実際には、補償金はより安くなる可能性があるだろう。

- 訴訟に負ける場合、GIL は在庫引当金の 8,000 万 VND を繰り入れなければならない。

慎重な観点では、BSC は繊維・アパレル事業の簿価に 8,000 万 VND の在庫額を計上した。

IV. 業績予測

2024 年には、BSC は以下の仮定に基づく GIL の売上高を前年比 57% 増の 1 兆 4,660 億ドン、親会社株主利益を同 310% 増の 1,130 億ドン、EPSfwd を 1,667 VND/株、Pefwd を 23.x、PBfwd を 1x と予測しております。

- 繊維・アパレル事業: 収入は前年比 20% 増となり、売上総利益率が 10% である
- 工業団地区用不動産事業: Phu Bai 工業団地区の 20 ヘクタールを賃貸したことからの収入を計上することのおかげで、収入は 3,600 億ドンであり、売上総利益率が 50% である。
- 借入コストは前年比 185% 増の 270 億ドンである。
- 管理費用は前年比 1~2% 増となる。

2024 年業績の予測

	2020	2021	2022F	2023F	2024F	% YoY
売上高	3,457	4,150	3,167	936	1,466	57%
繊維・アパレル	3,457	4,150	3,167	922	1,106	20%
工業団地区	–	–	–	15	360	2382%
売上総利益	636	754	495	61	290	375%
繊維・アパレル	636	754	495	55	111	101%
工業団地区	–	–	–	6	179	2961%
金融活動事業による収入	62	85	446	110	103	–7%
財務費用	(47)	(63)	(236)	(62)	(94)	51%
そのうち: 借入費用	(15)	(16)	(21)	(9)	(27)	185%
連結会社からの損益	(22)	(32)	(0)	(0)	–	–100%
販売費用	(123)	(156)	(61)	(5)	–	–100%
管理費用	(111)	(156)	(184)	(156)	(157)	1%
経営活動からの利益	396	432	459	(52)	141	–372%
他の収入	(1)	1	0	101	3	–97%
税引前利益	395	433	459	49	144	193%
法人税	(86)	(103)	(98)	(21)	(29)	37%
税引後利益	309	331	361	28	115	310%
数株主持分	0	0	(0)	0	2	310%
親会社株主利益	309	330	362	28	113	310%
売上総利益率	18.4%	18.2%	15.6%	6.5%	19.8%	13.3%

繊維・アパレル	18.4%	18.2%	15.6%	6.0%	10.0%	
工業団地区				40.4%	49.8%	
純利益率	8.9%	8.0%	11.4%	3.0%	7.9%	4.9%

ソース: BSC Research

V. 評価と推奨

BSC は PB 方法を基づく、GIL 株の 2024 年理論価格を前理論価格比 21%増の 4 万 6,000VND／株と評価し、GIL の投資評価を「買い」としております 。BSC は (1)Amazon に関する在庫額の 8,000 億 VND を削除した、(2) Phu Bai 工業団地区と Vĩnh Long 工業団地区が BSC 証券の評価に 53%を寄与するとお注意させております。

評価

方法	案件の価値	保有率	GIL の価値
PB 方法			
2024 年の株主資本(推定)(工業団地区用不動産の在庫額の 2,970 億ドンを削除した)			2,275
削除: Amazon 案件の在庫額の 8,000 億 VND			-800
Amazon 案件の在庫額を削除した後の繊維・アパレル事業の株主資本			
再評価:			
(+)Phú Bai 工業団地区	940	100%	940
(+) Vĩnh Long 工業団地区 -第 1 期	758	95%	720
企業の価値			3,135
流行中株数(100 万株)			68
理論価格(VND/株)			46,000

ソース: BSC Research

付録

業績(10 億 VND)	2021	2022	2023	2024F
売上高	4,150	3,167	936	1,466
売上原価	(3,396)	(2,671)	(875)	(1,176)
売上総利益	754	495	61	290
金融活動収益	85	446	110	103
金融活動費用	(63)	(236)	(62)	(94)
そのうち: 借入コスト	(16)	(21)	(9)	(27)
連結会社からの損益	(32)	(0)	(0)	-
販売費用	(156)	(61)	(5)	-
管理費用	(156)	(184)	(156)	(157)
経営活動からの利益	432	459	(52)	141
他の収入	1	0	101	3
税引前利益	433	459	49	144
法人税	(103)	(98)	(21)	(29)
税引後利益	331	361	28	115
数株主持分	0	(0)	0	2
親会社株主利益	330	362	28	113
EPS	8,965	6,727	406	1,667

バランスシート(10 億ドン)	2021	2022F	2023	2024F
現金及び現金相当	762	759	675	576
短期投資	479	997	222	227
短期未収金	1,023	283	437	586
棚卸資産	749	1,254	1,364	1,639
その他流動資産	140	199	177	180
流動資産	3,153	3,492	2,875	3,209
長期未収金	29	29	3	4
固定資産取得原価	401	418	436	440
原価償却	(141)	(162)	(186)	(215)
投資資産取得原価	-	-	-	-
原価償却	-	-	-	-
建設中非流動資産	14	17	31	31
長期投資	122	22	47	47
他の長期資産	188	172	154	220
長期資産	613	496	484	527
総資産	3,766	3,988	3,359	3,736
買掛金	1,143	666	524	694
短期借入	941	664	120	131
短期借入の合計	2,085	1,330	644	825
長期借入	68	143	170	251
他の長期借入	3	4	2	2
長期借入の合計	71	147	172	253
負債総額	2,155	1,477	816	1,078
出資金	432	690	700	700
株式会社化による資本剰余金	228	648	648	648
他の株主資本	8	(0)	(11)	(11)
未処分利益	885	1,091	1,122	1,235
少数株主持分	58	83	83	85

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022	2023	2024F
税引後利益	433	459	49	144
原価償却及び割当て	25	27	27	28
流動資本変更	(249)	(241)	(352)	(325)
他の修正	(94)	(338)	(44)	(29)
営業活動からキャッシュフロー	114	(93)	(319)	(182)
固定資産購入額	(92)	(26)	(21)	(4)
他の投資から額	(51)	(202)	743	(4)
投資活動からキャッシュフロー	(143)	(228)	723	(8)
配当金	(35)	(58)	(0)	(1)
借入から金額	242	(206)	(518)	92
他の未収金	1	588	10	-
金融活動からキャッシュフロー	208	324	(508)	92
初期キャッシュフロー	587	762	779	675
中期キャッシュフロー	180	2	(104)	(99)
最後期キャッシュフロー	762	759	675	576

指数	2021	2022F	2023	2024F
支払能力				
流動比率	1.5	2.6	4.5	3.9
当座比率	1.1	1.5	2.1	1.7
資本構成				
負債比率/総資産	57%	37%	24%	29%
負債比率/株主資本	134%	59%	32%	41%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	81	171	569	509
売掛金回収期間	90	33	170	146
利益性				
売上総利益率	18%	15.6%	6.5%	19.8%
税引後利益率	8%	11%	3%	8%
ROE	21%	14%	1%	4%
ROA	9%	9%	1%	3%
成長率(前年同期比)				
売上高	20%	-24%	-70%	57%
営業収益	10%	7%	-88%	192%
税引前利益	10%	6%	-89%	193%
EPS	-14%	-25%	-94%	310%
流行中株数(100 万株)	35	41	58	68
BVPS	38,810	43,276	37,373	39,056

株主資本総額	1,610	2,512	2,543	2,657
総資本	3,766	3,988	3,359	3,736

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。

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

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>

