

ビンコムリテール株式会社 – HSX: VRE

成長原動力が VINGROUP のエコシステムから由来する

推奨: 買い

目標価格: 31,500

Upside: +30%

不動産業 | BSC Research

評価観点

BSC は VRE 株の 2026 年理論価格を前レポート比+30%増の 31,500VND/株と評価し、VRE の投資評価を「買い」としております。

BSC の研究・分析センター

Lâm Việt
(分析者)
vietl@bsc.com.vn

業績予測

2025 年には、BSC は VRE の売上高を前年比+2%増の 9 兆 1,280 億ドン、少数株主等控除利益を同+8%増の 4 兆 4,130 億ドンと予測しております。

企業情報

現値(VND/株):	24,150
流行中株数(100 万株):	2,272
時価総額(10 億 VND):	54,876
30 日間平均売買代金(100 万株):	8.9
外国人投資家保有:	19.4%

2025 年業績計画のアップデート

2025 年定期株主総会では、VRE は売上高が前年比+6.5%増の 9 兆 5,200 億ドン、少数株主等控除利益が同+15%増の 4 兆 7,000 億ドンという計画を設定しております。

投資観点

- 魅了な評価: VRE の効率は+32.7%増となったが、2025 年の EV/EBITDA は 9.8xであり、同業界の企業より低い。
- VHM の案件実施計画と同様に、商業床面積は今後 5 年間で大幅に増加すると予想されます。VRE は 2025 年に VMM Ocean Park, VMM Royal Island と VCP Vinh という 3 つの新しいショッピングモールを運営する予定で、これにより総商業床面積は前年比 6.5%増の 196 万 1000m² に増加する見込みです。VHM の案件開設計画に基づくと、今後 3~5 年で VRE は The Global Gate、Wonder Park、Long Beach などのホーチミン市・ハノイの大都市圏と Hải Phòng – Long An – Quảng Ninh の工業地帯に集中して 6~7 件の新規案件を開設すると予想されます。

リスク: 新ショッピングモールの運営期間は予想より遅い。投資費用は高い。

業績	2023	2024	2025F	2026F
売上高	9,791	8,939	9,128	10,941
売上総利益	5,346	4,755	5,044	6,051
税引後利益	4,409	4,096	4,413	5,355
EPS	1,893	1,759	1,895	2,299

I. 2025 年第 1 四半期業績のアップデート

2025 年第 1 四半期業績のアップデート

(10 億 VND)	2023	2024	% YoY	1Q2024	1Q2025	% YoY
売上高	9,791	8,939	-8.7%	2,255	2,131	-5.5%
不動産譲渡	1,772	839	-52.6%	277	48	-82.6%
ショッピングモール賃貸	7,796	7,878	1.0%	1,928	2,026	5.1%
その他	223	222	-0.5%	50	57	13.6%
売上総利益	5,346	4,755	-11.0%	1,255	1,202	-4.2%
%売上総利益率	55%	53%		56%	56%	
販売費用	(341)	(341)	-0.1%	(64)	(67)	5.2%
管理費用	(439)	(642)	46.3%	(143)	(105)	-26.5%
%販管費用/売上高	8%	11%		9%	8%	
EBIT	4,566	3,773	-17.4%	1,048	1,030	-1.8%
金融活動事業による収入	1,146	1,786	55.8%	435	625	43.6%
財務費用	(330)	(838)	153.6%	(140)	(243)	72.7%
税引前利益	5,526	5,133	-7.1%	1,367	1,476	7.9%
税引後利益	4,409	4,096	-7.1%	1,083	1,177	8.8%
%純利益率	45%	46%		48%	55%	

ソース: VRE, BSC Research

賃貸事業は安定的に成長している。利益は金融活動事業から由来している。

売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年同期比-5.5%減の 2 兆 1,310 億ドンで年間予想の 23.3%を達成し、同+95増の 1 兆 1,770 億ドンで年間予想の 27%を達成した。成長原動力はショッピングモール賃貸・運営事業から由来している。

- ショッピングモール賃貸事業: 収入と売上総利益率はそれぞれ、前年同期比+5%増の 2 兆 260 億ドン、同-60%増の 57.9%となった。
- 不動産運営事業: 収入は前年同期比-82%減の 480 億ドンだった。
- 金融活動事業による収入は前年同期比+43.7%増の 6,250 億ドンだった。

新規ショッピングモールのオープン計画

- 2025 年: VRE は 2025 年に VMM Ocean Park、VMM Vū Yên、VCP Vinh という 3 つの新しいショッピングモールをオープンする予定。
- 2026 年: VMM Cổ Loa, VCP Đan Phượng をオープンする予定。

II. 2025 年～2026 年の期間における業績予測

2025 年には、BSC は VRE の売上高を前年比+2%増の 9 兆 1,280 億ドン、少数株主等控除利益を同+8%増の 4 兆 4,130 億ドンと予測しております。

2026年には、BSCはVREの売上高を前年比+20%増の10兆9,410億ドン、少数株主等控除利益を同+21%増の5兆3,550億ドンと予測しております。

2025年～2026年の期間における業績予測

単位:10億 VND	2024	2025	% YoY	2026	% YoY
売上高	8,939	9,128	2.1%	10,941	19.9%
不動産譲渡	839	200	-76.2%	1,500	650.0%
ショッピングモール賃貸	7,878	8,706	10.5%	9,219	5.9%
売上原価	(4,184)	(4,084)	-2.4%	(4,891)	19.8%
売上総利益	4,755	5,044	6.1%	6,051	20.0%
販売費用	(341)	(285)	-16.4%	(342)	19.9%
管理費用	(642)	(536)	-16.4%	(643)	19.9%
EBIT	3,773	4,223	11.9%	5,066	20.0%
金融活動事業による収入	1,786	1,868	4.6%	2,002	7.2%
財務費用	(838)	(625)	-25.5%	(424)	-32.0%
税引前利益	5,133	5,516	7.5%	6,693	21.3%
法税率	(1,038)	(1,103)	6.3%	(1,339)	21.3%
税引後利益	4,096	4,413	7.7%	5,355	21.3%
少数株主等控除利益	4,096	4,413	7.7%	5,355	21.3%
EPS(VND/株)	1,759	1,895	7.7%	2,299	21.3%
売上総利益率	53%	55%		55%	
純利益率	46%	48%		49%	
ROE	10%	10%		10%	

ソース: VRE, BSC Research

III. 評価

BSCはVRE株の2026年理論価格を前レポート比+30%増の31,500VND/株と評価し、VREの投資評価を「買い」としております。

評価

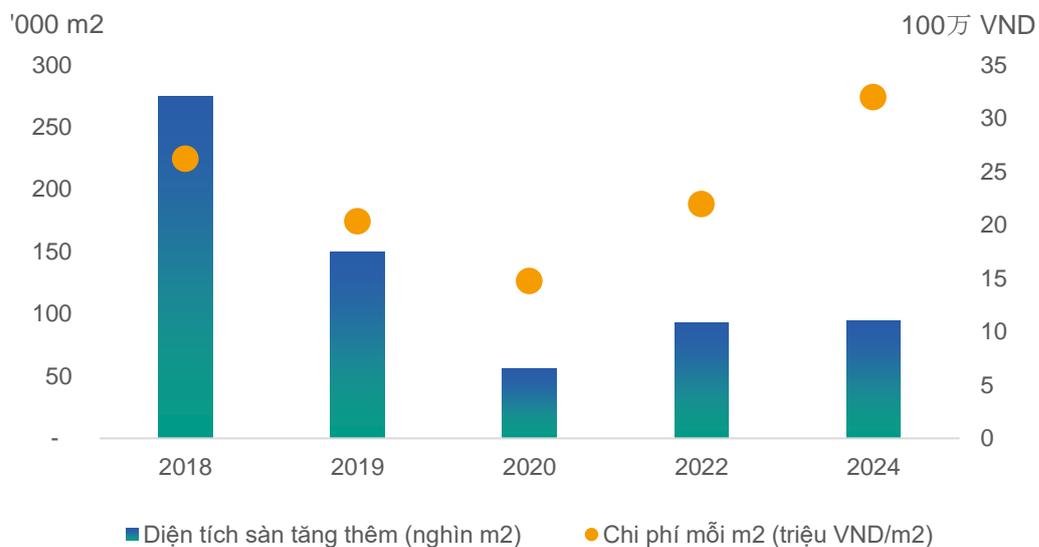
	方法	価値
不動産賃貸事業	時価総額の比率	77,229
不動産運営事業	比べ	3,919
(+) 現金や短期投資		3,445
(-) 借入		(4,985)
株主資本		79,608
% 割引		10%
割引後株主資本の価値		71,647
流行中株数		2,272
目標価格		31,500
現値		24,150
Upside		30%
WACC		12.8%

ソース: BSC Research

IV. リスク

ショッピングモールの運営期間は予想より遅い。投資費用は高い。

商業床面積/m²



ソース: BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	9,791	8,939	9,128	10,941
売上原価	(4,445)	(4,184)	(4,084)	(4,891)
売上総利益	5,346	4,755	5,044	6,051
販売費用	(341)	(341)	(285)	(342)
管理費用	(439)	(642)	(536)	(643)
経営活動による損益	4,566	3,773	4,223	5,066
金融活動事業による収入	1,146	1,786	1,868	2,002
財務費用	-	(272)	-	-
借入費用	(330)	(566)	(625)	(424)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	144	413	50	50
税引前利益	5,526	5,133	5,516	6,693
法人税額	(1,117)	(1,038)	(1,103)	(1,339)
税引後利益	4,409	4,096	4,413	5,355
少数株主持分	0	-	-	-
少数株主利益等控除利益	4,409	4,096	4,413	5,355
EBITDA	6,020	5,152	5,625	6,470
EPS	1,893	1,759	1,895	2,299

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2023	2024E	2025F	2026F
税引後利益	5,526	5,133	5,516	6,693
原価償却及び割当て	1,454	1,379	1,402	1,404
流動資本変更	(1,492)	(3,113)	(483)	225
他の調整	(1,596)	(2,641)	(2,845)	(3,254)
営業活動からキャッシュフロー	3,892	758	3,590	5,068
固定資産購入額	(8,322)	(4,192)	(4,608)	(1,176)
他の投資	801	1,729	-	-
投資活動からキャッシュフロー	(7,521)	(2,463)	(4,608)	(1,176)
配当金	-	-	-	-
借入から金額	732	509	453	(1,598)
他の未収金	(21)	(21)	-	-
投資活動からキャッシュフロー	711	488	453	(1,598)
初期キャッシュフロー	7,020	4,102	2,885	2,319
中期キャッシュフロー	(2,918)	(1,217)	(565)	2,294
最後期キャッシュフロー	4,102	2,885	2,319	4,614

バランスシート(10 億ドン)	2023	2024E	2025F	2026F
短期資産	10,036	12,312	12,554	16,512
現金及び現金相当	4,102	2,885	2,319	4,614
短期投資	1,071	126	126	126
短期未収金	1,613	2,016	2,059	2,468
棚卸資産	640	295	671	804
他の短期資産	2,611	6,990	7,378	8,500
短期資産	37,617	42,914	45,628	44,322
有形資産	413	221	279	335
建設中長期資産	1,028	802	949	947
長期的な投資	25,180	27,084	29,601	28,241
他の長期的な資産	10,996	14,806	14,798	14,798
総資産	47,654	55,226	58,182	60,834
短期借入合計	4,473	5,921	7,163	4,188
Nợ phải trả 買掛金	448	462	389	1,156
短期借入	20	2,010	2,327	608
他の短期借入	4,005	3,449	4,446	2,423
長期借入総額	5,354	7,383	4,683	4,956
長期借入	3,916	2,523	2,658	2,779
未実施収入	113	127	127	127
他の長期借入	1,325	4,733	1,899	2,050
負債総額	9,827	13,304	11,846	9,143
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	20,595	25,007	30,362
他の株主資本	(2,007)	(2,007)	(2,007)	(2,007)
少数株主	23	0	0	0
株主資本総額	37,827	41,923	46,336	51,690
総資本	47,654	55,226	58,182	60,834
流行中株数(100 万株)	2,329	2,329	2,329	2,329

指数 (%)	2023	2024E	2025F	2026F
支払能力				
流動比率	2.2	2.1	1.8	3.9
当座比率	2.1	2.0	1.7	3.8
資本構成				
借入/ 総資産	8%	8%	9%	6%
借入/ 株主資本	10%	11%	11%	7%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	53	26	60	60
売掛金回収期間	60	82	82	82
買掛金回収期間	133	125	125	125
現金回収期間	(20)	(17)	18	18
利益性				
売上総利益率	55%	53%	55%	55%
税引後利益	45%	46%	48%	49%
ROE	11.7%	9.8%	9.5%	10.4%
ROA	9.3%	7.4%	7.6%	8.8%
評価				
PE	12.8	13.7	12.7	10.5
PB	1.45	1.31	1.18	1.06
成長率				
売上高	34%	-9%	2%	20%
EBIT	42%	-17%	12%	20%
税引前利益	61%	-7%	8%	21%
EPS	61%	-7%	8%	21%

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。

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited..

BSC 本社

F8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

F4, F9 President Place

93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh

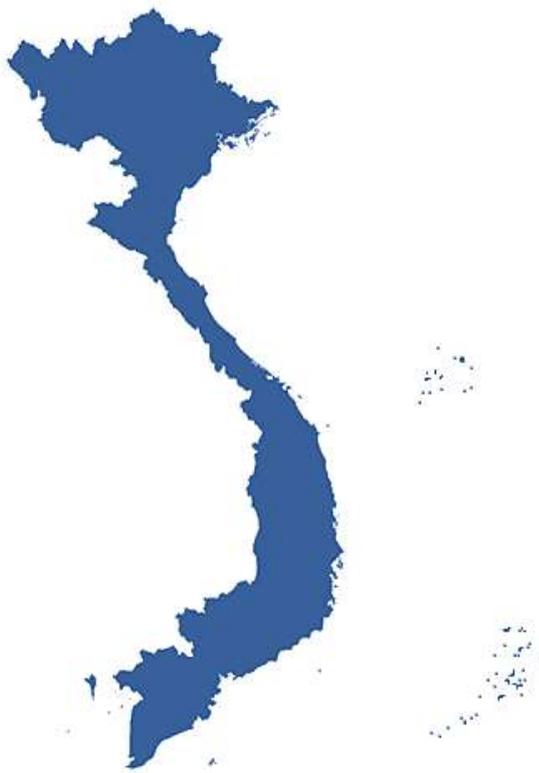
Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



推奨システム

推奨	説明
強い購入	1 年間利益率は 30%以上になると期待されております。
購入	1 年間利益率は 15~30%以上になると期待されております。
ホールド	1 年間利益率は 10~15%以上になると期待されております。
売却	1 年間利益率は 10 未満と期待されております。

連絡先 – 研究・分析センター

Trần Thăng Long

分析・研究部の部長

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

分析・研究部の副部長

マクロ – 市場

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

分析・研究部の副部長

業界・企業

Buupq@bsc.com.vn

銀行・金融業

Dương Quang Minh

リーダー、分析者

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

分析者

Tridm@bsc.com.vn

不動産業、建設用材料業

Phạm Quang Minh

リーダー、分析者

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

分析者

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

分析者

Duyinch@bsc.com.vn

石油・ガス業、肥料業、化学業

Nguyễn Thị Cẩm Tú

リーダー、分析者

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thùy Linh

分析者

Linht2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

分析者

Truongnd@bsc.com.vn

小売り業、輸出業、Logistics 業

Phạm Thị Minh Châu

リーダー、分析者

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

分析者

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

分析者

Huytnt@bsc.com.vn