

推奨

観察

ビンコムリテール株式会社 (HSX: VRE)

回復潜在が高いと評価される。

現値:	27,600	レポート作成日:	16/10/2020	株主構成
前理論価格	N/A	流行中株数(100万)	2,272	サイドン都市開発投資株式会社 33.05%
前理論価格	36,730	時価総額(10億ドン)	64,988	ビンググループ株式会社 18.82%
配当率	0%	過去6ヶ月平均売買高	3,300,265	ハノイ南部都市発展株式会社 8.46%
上昇率	33%	外国人投資家保有率	30.78%	合計: 60.33%

業界分析:

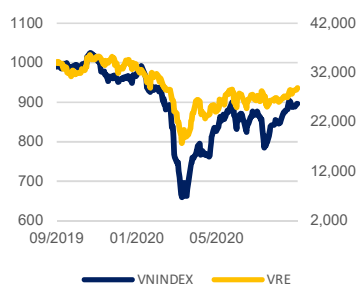
Nguyễn Thị Kiều Hạnh
(建材、不動産)
hanhntk@bsc.com.vn

テクニク分析:

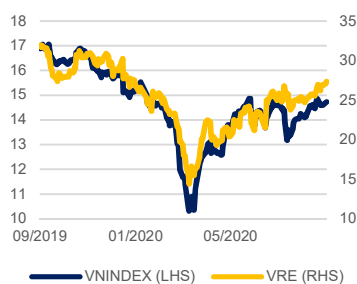
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: 35,500
損切り値: 25,300

株価の推移



P/E



評価

BSC は小売不動産業界の大手企業という VRE を高く評価しております。BSC は FCFE 方法と EV/EBITDA 方法を基づく、VRE の理論株価を 3 万 6,730VND/株と評価し、投資評価を「買い」で維持しております。

業績予測

2020 年には、BSC は VRE の売上高を前年比+0.7%増の 9 兆 3,240 億ドン、税引後利益を同-16.1%減の 2 兆 3,920 億ドン、EPS を 1,053VND/株と予測しております。2021 年には、BSC は VRE の売上高及び税引後利益が前年比+30.4%増の 12 兆 1,560 億ドン、同+56.6%増の 3 兆 7460 億ドンを達すると評価しております。

投資理論

- (1) ベトナムの小売市場は安定的なマクロ成長と好調な人口統計学要素にサポートされることで、ポテンシャルが大きいと見られている。
- (2) ビンコムリテールはベトナムでの最大ショッピングセンター開発者、所有者と運用者として、小売業界の成長から恩恵を十分に受けている。
- (3) 新型コロナウイルス感染症の後、ビンコムリテールは同業他社より良好に回復すると期待されています。

リスク

- (1) 新型コロナウイルスと(2) 不動産業界の周期からのリスク

企業アップデート

(1) 2020 年 6 ヶ月には、VRE の収入は前年同期比-22.3%減の 3 兆 3,610 億ドンで、年間計画の 33.5%を達成した。税引後利益は同-33.2%減の 8,350 億ドンで、年間計画の 33.4%を達成した。全国隔離措置に悪影響を与えたが、不動産賃貸とサービス供給は好調な回復シグナルが出た。

2020 年第 4 四半期には、VRE は Vincom Mega Mall Ocean Park を稼働させる見込みです。開始時点を最適化する為、残りのショッピングセンターオープン計画が 2021 年まで延期される。

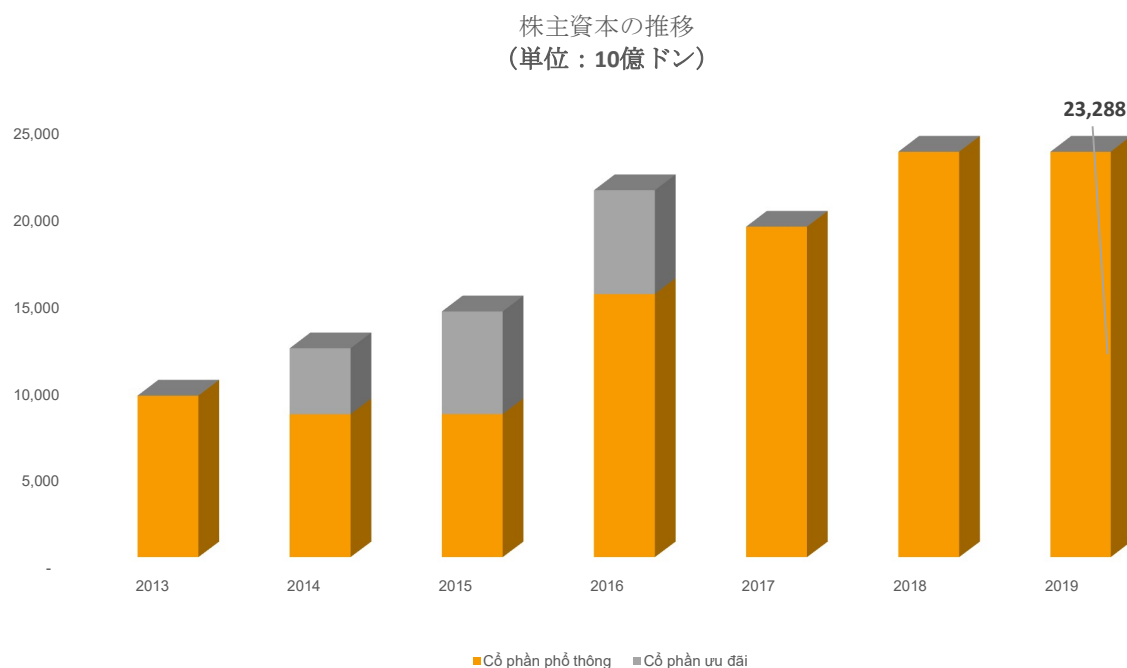
(2) 新型コロナウイルス感染症が戻す背景に、Ngo Quyen ビンコムプラザと Buon Ma Thuot ビンコムプラザが短期的に閉店したことで、VRE に深刻な影響を与えなかった。

PE	27.7	26.0	22.2	14.1	収入	9,124	9,259	9,324	12,156
PB	2.9	2.0	2.6	1.9	売上総利益	3,641	4,404	3,978	5,921
PS	8.5	6.6	5.5	29	税引後利益	2,404	2,851	2,392	3,746
ROE (%)	10.3%	8.5%	9.43%	13.6%	EPS	1,033	1,224	1,053	1,648
ROA (%)	7.7%	6.2%	4.19%	2.4%	EPS 成長率	39.9%	47.6%	42.7%	48.7%
EV/EBITDA	15.5	14.2	15.3	11.7	純借入/株主資本	35.7%	33.0%	40.8%	42.5%

企業概要

ビンコムリテール株式会社は 2004 年以後ビンコムブランド付けショッピングセンターのシステムを開発し、運用する会社である。現在まで、VRE はベトナムの小売不動産市場で大手ショッピングセンターの発展者と運用者の開発者と運用者として、トップの位置を維持している。

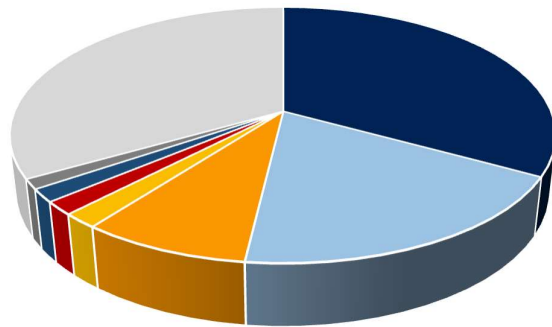
発展・増資歴史



ソース: Fiin Pro, BSC Research

株主構成

2019年12月31日の時点まで株主構成



- ・SDI
- ・Nam Hà Nội
- ・TT International Investment
- ・KIMC
- ・VIC
- ・JPMorgan Chase
- ・Franklin Resource Investment
- ・Khác

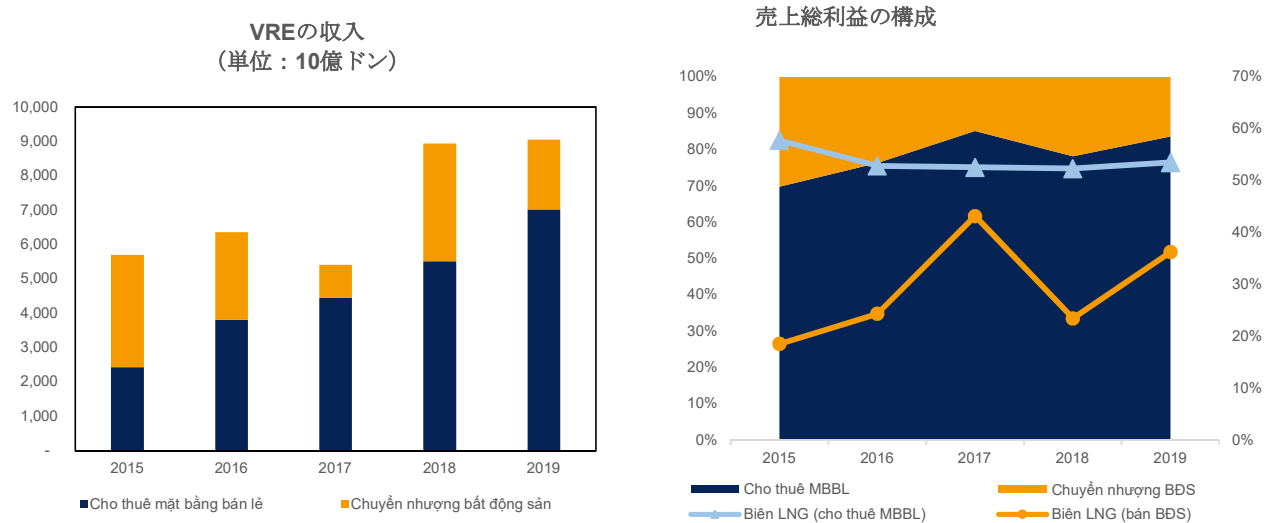
ビンググループ(銘柄:VIC)及び SDI、ハノイ南部都市投資開発株式会社という関係会社の VRE 株保有率は60%以上である。上場前、VRE はウォーバーグ・ピнкаスからの3億ドル資金を受けたが、現在、この投資ファンドが同社から出資金を回収し、取締役会から撤退した。VRE はベトナムでの小売・消費業界の成長から恩恵を受けることで、優良な長期的な投資であると評価されている。そのため、多くの機関が VRE 株を保有している。

ソース: Bloomberg, BSC Resea

企業概要

経営活動

VREのコア事業は小売スペース賃貸及び不動産の開発・運営・売却である。



ソース: BCTC, BSC Research

小売スペース賃貸

ショッピングセンターで小売スペース賃貸事業は収入の75~80%を占め、安定的なキャッシュフローをもたらした。VREは全国のビンコムブランド付けショッピングセンターの開発・運営・売却の役割を果たす。

小売スペース賃貸契約の期限は普通に3~10年間である。そのうち、一般的な顧客に対して3年間で、主要な顧客が賃貸面積の50%を占め、5~10年間年まで延長される。

- 賃貸価格は(1)固定価格と(2)総賃貸収入にそれぞれ80%と20%の貢献をしてテナントと収入を共有する(適用される最低賃貸料があります)という2つのタイプが分かれた。固定賃貸価格は賃貸場所、ショッピングセンターの種類、経営品目、面積、借り手のブランドに基づく確定され、サービスコストの月当たり3~5ドル/m²を含まなくて、毎月平方メートル当たり9~70ドルがかかります。また、VREは借りてに管理、安保、衛生などの管理、運用サービス、保持、修理などの賃借を供給している。

2020年6月30日の時点で、統計総局のデータによる、VREは全国のショッピングセンター総数の40%を占める79つのショッピングセンターを所有し、運用している。ビンコムブランド付けショッピングセンターは規模、4つの形態、63県うちの43県の密度で、他の競争企業を上回った。多様な形態と広い精密で、VREは優勢を応用し、ベトナムで現代な小売りの発展傾向から恩恵を受ける。

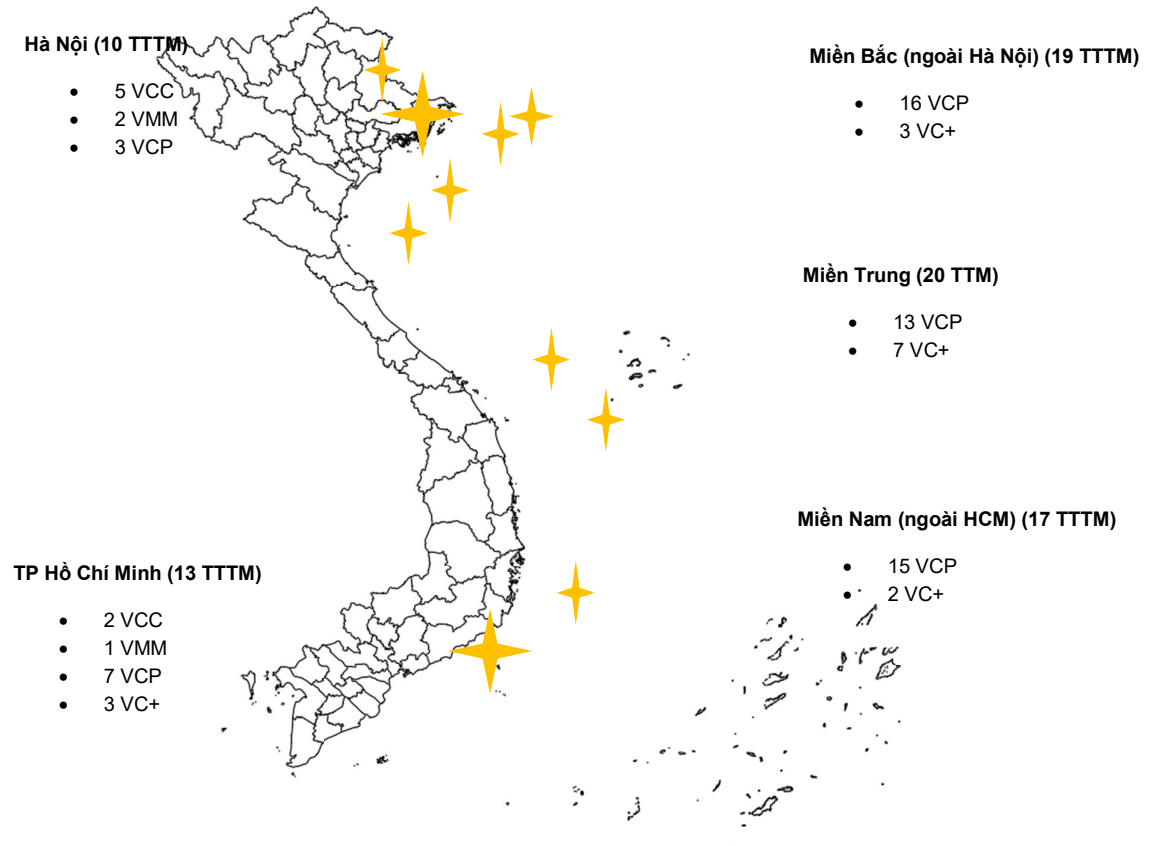
VREの小売スペース賃貸戦略は2026年まで小売リスペースの密度が高まり、総床面積の500万平方メートルを展開し、2020年~2026年の年間平均成長率が19%と相当します。

表 1: VRE のショッピングセンターの書類

	Vincom Center (VCC)	Vincom Mega Mall (VMM)	Vincom Plaza (VCP)	Vincom+ (VC+)
主要な顧客(一人当たりGDP(ドル/年)による)				
2万5,000ドル以上(1.6%)	x	x		
1万~2万5,000ドル(13.4%)		x	x	
5,000~1万(38.3%)		x	x	
3,000~5,000ドル(29.2%)			x	
3,000ドル未満(17.5%)				x
借り手の経営分野	ファッション、料理、エンターテインメント、スーパーマーケット、サービス、その他			
場所	ハノイ市とホーチ ミン市のセンター 地域	ビングループの大 都市	ハノイ市、ホーチミ ン市の高い人口 密度がある郊外、 近隣県の中心	ハノイ市、ホーチミ ン市の平均人口 密度がある外部、 近隣県の中心
ショッピングセンター(2020年6月30日)	7	3	54	15
平均総床面積(平方メートル) (2020年6月30日)(m2)	40,000 - 60,000	60,000 - 150,000+	10,000 - 40,000	3,000-5,000
総床面積(平方メートル) (2020年6月30日)	280,026 (18%)	388,082 (24%)	857,517 (53%)	71,936 (5%)

ソース: Vincom Retail, BSC Research

イメージ 1: VRE のネットショッピングモールネットは 63 県うちの 43 県特にハノイ市とホーチミン市に広がっている。



不動産事業

同社は不動産分野が小売リースペース賃貸をサポートすると確認された。具体的には下記のとおりです。

- VRE が運用しているショッピングセンターのイメージを向上している。VRE が展開している不動産案件はビンコムブランド付けショッピングセンターエリア周りの連結住宅、集中型のショッピング、エンターテインメント、ダイニングエリアを形成し、消費者の多様なニーズに応えている。
- 投資用キャッシュフローを寄与している。VIC の連結住宅不動産事業の利益率は 40%以上維持している。不動産事業による収入は年間総収入の 20~25% (2 兆~3 兆の相当) で維持している。不動産事業の純利益率は 20%の安定なレーベルに維持すると仮定すれば、年間利益は 4,000 億~6,000 億ドンで、利益の 15~20%と相当している。

VRE は今後不動産譲渡事業の寄与率を収入の 20~25%で引続き維持し、ビンコムブランド付けショッピングセンターエリア周りの連結住宅を集中する傾向がある。VRE は低層案件の目標利益率を 40%以上で計画しています。

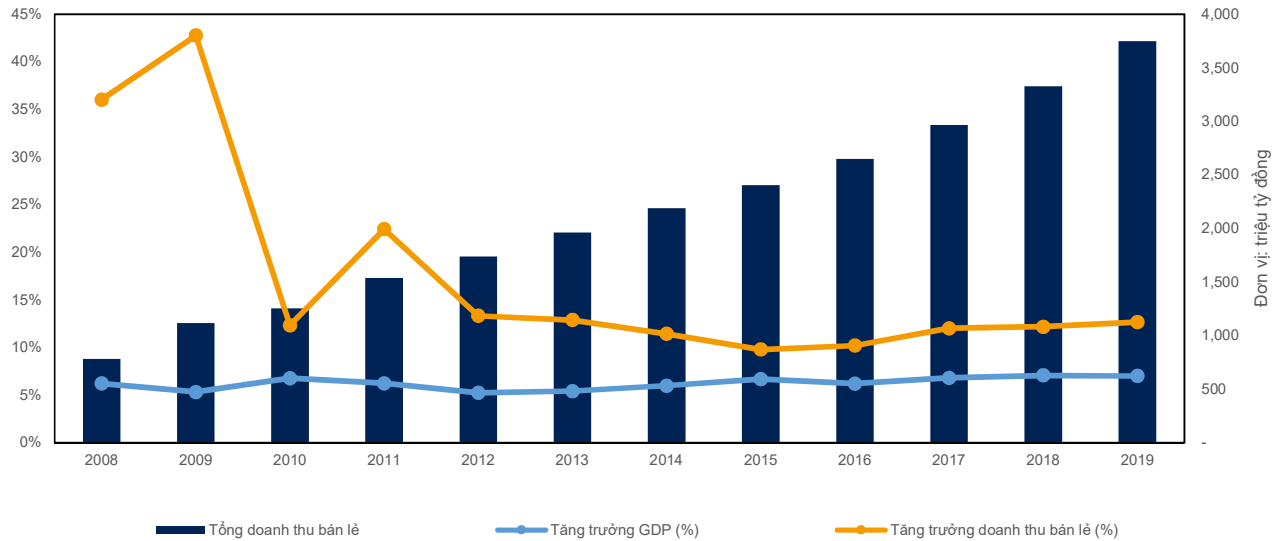
投資観点

ハイライト 1: ベトナムの現代小売市場は多くの成長潜在があり、安定的なマクロ成長と有利な人口統計学要素に支えられている。

ベトナムの順調なマクロ状況は小売業の発展を支えている。

ベトナムは東南アジアの国々より GDP 成長率が 5%以上で維持している。GDP 成長率が長い間に高い水準で維持しているのは消費者の信頼を強化し、民間の所得を増加させる。そのため、2013 年~2018 年の機関における販売事業の小売売上高の年間平均成長率は 11%となった。

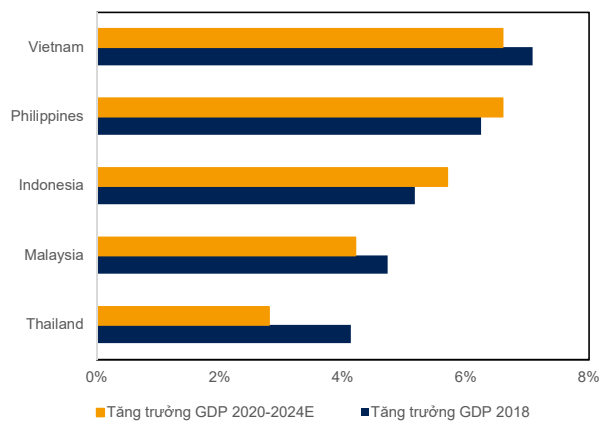
小売事業の収入成長がGDP成長と共に上昇している。



ソース: 世界銀行(WB), 統計総局(GSO)

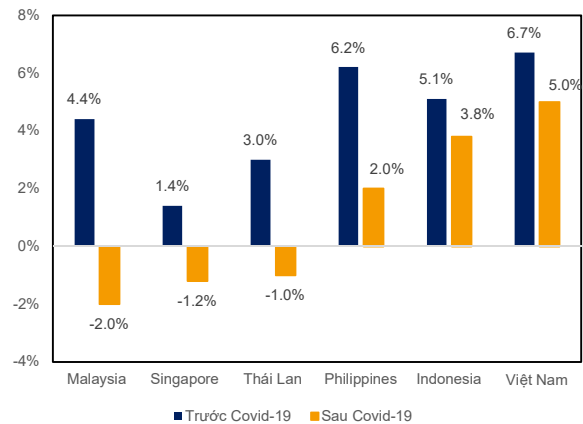
今後の10年間には、ベトナムのGDP成長率は6.6%で最高値を記録すると予測されている。特に、ベトナムは地域における新型コロナウイルス感染症の流行に影響を受けた成長が最も少ない国であり、GDP成長率が2020年で2~2.5%で、2021年で6.7%であると予測されている。経済の楽観的な成長見通しのおかげで、販売事業の小売売上高は国民の信頼と消費量から恩恵を受ける。

地域におけるいくつかの国の成長率



ソース: WB

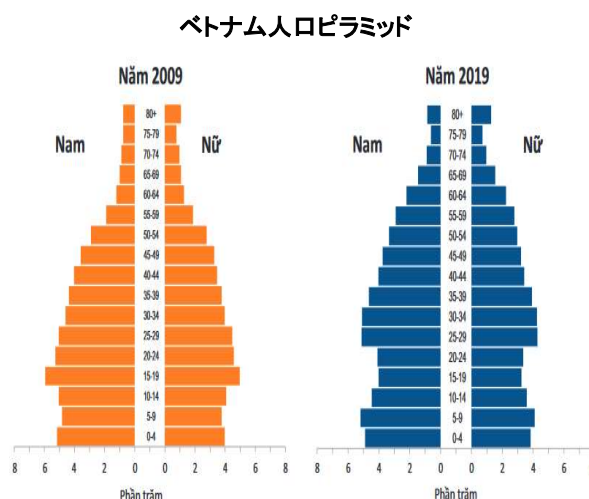
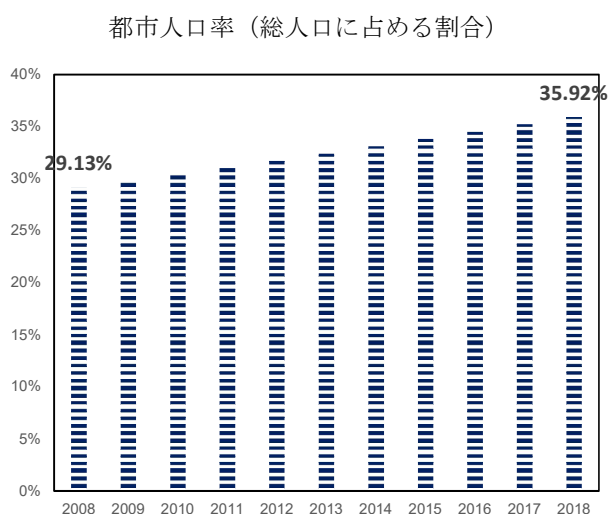
地域におけるいくつかの国のGDP成長率の予測



ソース: VREの説明書類、Factset

都市化と人口統計学の要素も小売業の成長にサポートしている。

ベトナムの都市化率は長年にわたって継続的に増加しており、2030年まで平均成長率を2.3%で維持すると予測しております。これは東南アジアで最も高い水準です。都市化により、多くの労働者が大都市へ行って、高い収入の仕事を探している。収入の増加と現代消費思考のおかげで、消費者が買い物や娯楽の経費を支払います。



ソース: 2019年人口と住宅調査結果

若い人口（15～64歳）が総人口の70%を占めるのは小売業の成長原動力である。若い者は消費に対する信頼が全世代より強いことで、特に娯楽、飲食、旅行、体験に積極的に支出する。また、若い者は消費傾向や新技術に早く受け取ることができ、そのうち、重要な販売チャンネルの一つという電子商取引があります。

最近小売市場への資本は小売業の成長率と競争力を強化すると予想されています。ベトナムの小売市場にCentral Group(タイ)、AEON(日本)、Lotte(韓国)、Circle K、K-Mart、Family MartとAlibaba(Lazadaを買い戻した)などの多くの海外小売ブランドが登場した。海外小売ブランドは現代小売チャンネルのシェアの25～30%を占めている。海外資金は消費者が新しい小売方法、良質がある製品とサービスに接近するために消費者に多くの機会をもたらします。また、これは市場の競争性と成長率を推進している。その背景には、国内小売不動産開発者というVREはショッピングセンターを建設する為に、多くの便利な場所を探している。

ハイライト2: VREはベトナムでの大手ショッピングセンターの開発者、所有者、運営者として、小売業の成長から恩恵を十分に受けている。

VREは様々な顧客と地域向けにショッピングセンターの4つ形態を展開していることのおかげで、競合他社をしのいでいます。多様な形態による、VREは多くの借り手のニーズに満たします。例えば、高級ブラン

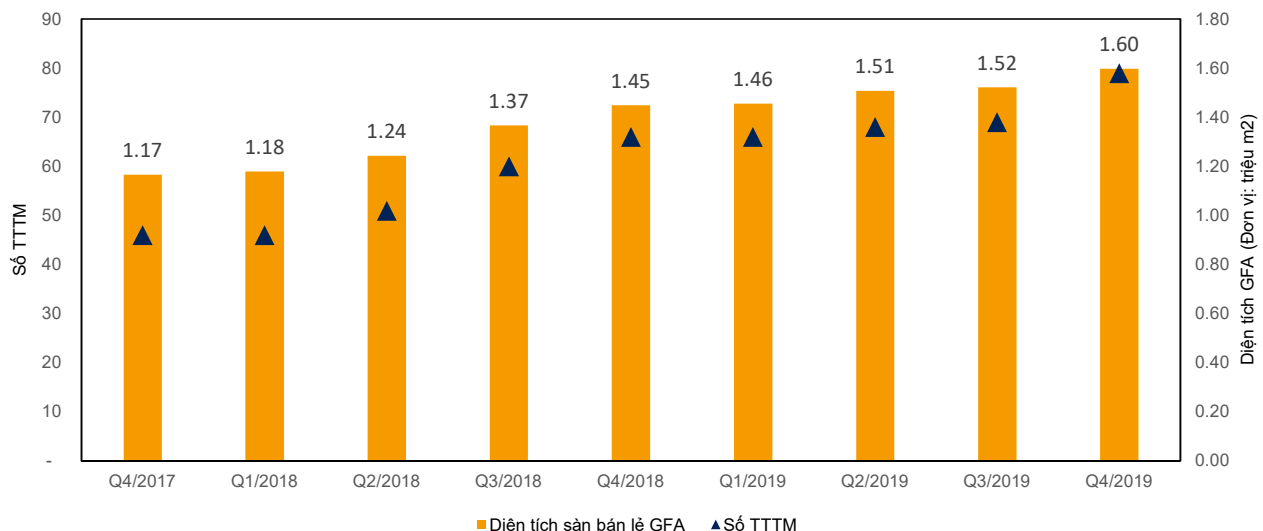
ドはが Vincom Center と Vincom Mall で最適なポジションを選び、カジュアルブランドが Vincom Plaza と Vincom+を選ぶことができる。これの潜在能力による、ビンコムリテールはビンコムリテールはハノイ、ホーチミン市などの大都市だけでなく、多くの地域で拡大する可能性がある。そのために、ビンコムブランドショッピングセンターは消費需要が増加していることから恩恵を受ける。

小売業者	ショッピングセンター数	形態	総床面積 (GFA-平方メートル)	場所
Vincom Retail	79	多様な顧客と面積があるショッピングセンターの4つ形態	~1,600,000	ハノイ、ホーチミン市、他の県に41つがある
AEON	5	広い面積のショッピングセンター	570,000	ハノイ、ホーチミン市、ビンズオン
Lotte	1	広い面積のショッピングセンター	N/A	ハノイ
Parkson	5	広い面積のショッピングセンター	N/A	ホーチミン市
The Crescent Mall	1	広い面積のショッピングセンター	45,000	ホーチミン市
Diamond Plaza	1	広い面積のショッピングセンター	N/A	ホーチミン市
Takashiyama	1	広い面積のショッピングセンター	55,000	ホーチミン市

ソース: BSC Research, 2020/6/30 まで

VRE の小売面積が急激に増加したことで、ビンコムリテールは優良な小売不動産開発者になっている。また、Zara、H&M、Mango、Uniqlo と Haidilao などの海外ブランドはベトナム市場に加入する時、ビンコムリテールが最適な選択です。海外ブランドにとって、適切な開発戦略を作成する為に、外国で最初のフラッグシップストアを開店する場所はブランドの印象を成立、消費者に接近、好みを捉えることで主要な役割を果たす。そのために、多くの海外ブランドはベトナムに加入する時、ビンコムを選びます。なぜなら、このショッピングセンターへ買い物や体験に行く顧客が多いです。それに、全国でビンコムがありますので、借り手は規模が易く拡大できる。

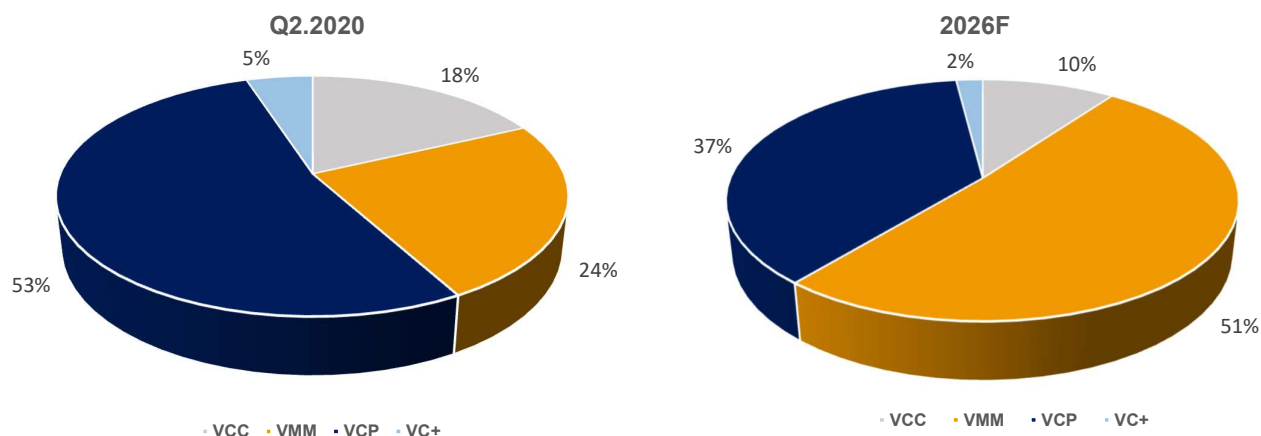
規模の急増



VREは63県うちの43県にあり、ハノイとホーチミン市での他競争企業より圧倒的になっている。VREはホーチミン市での総ショッピングセンターの30%を占め、13つを所有する。そのうち、Vincom Center Dong Khoi、Vincom Center Lanmark 81などのシンボル工事があります。ハノイでVREが開発し、運用される10つのショッピングセンターはこの総ショッピングセンターの約50%を占める。最近、二つの都市で現代の小売チャンネル数が急速に増加し、全国小売チャンネル総数の約50%を占める。VREが広い範囲で登場することで、消費者のニーズに応じるだけでなく、小売業の成長から恩恵を最大限に受ける。また、地方の市場でVREは最適な中心の場所でショッピングセンターを開発するという会社である。

また、VREはビンググループ株式会社の広大なエコシステムから恩恵を受ける。ビンググループ株式会社のエコシステムはテクノロジー、工業、貿易とサービスという3つの分野があり、VinFast、VinSmart、Vincom Retail、VinhomesとVinpearlなどのブランドを含む。ビンググループ株式会社の一員として、小売不動産市場での経験による、ビンコムリテールはVinhomesのアパートプロジェクトや市街地またはVinpearlのリゾートの計画を展開する為に、美しく、便利な場所を探し、接近できる。これはショッピングセンターへ買い物に行く顧客数を維持する。それに、VinFast、VinMartなどの会員会社はショッピングセンターでの小売スペースの潜在的な借り手である。特に、ビンググループ株式会社がVinIDのエコシステムに接近するのはVREが分析して、適切で、有効な広告戦略と販売戦略を展開することを役に立つ。これはショッピングセンター顧客数を増やして、ビンググループ株式会社及びVREに利益を与える。

VREは2026年まで保有する総床面積を500万平方メートル(平均成長率の19%に相当)と設計しています。



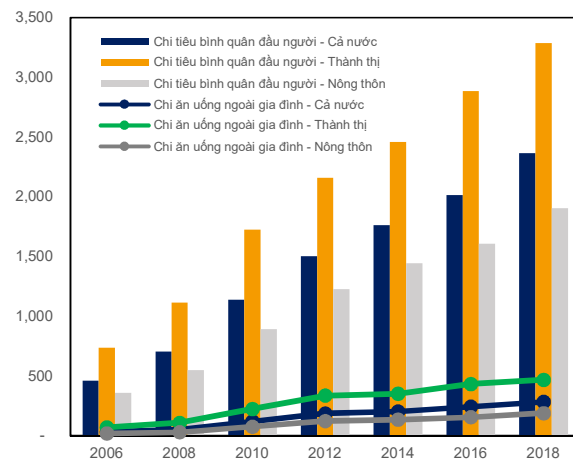
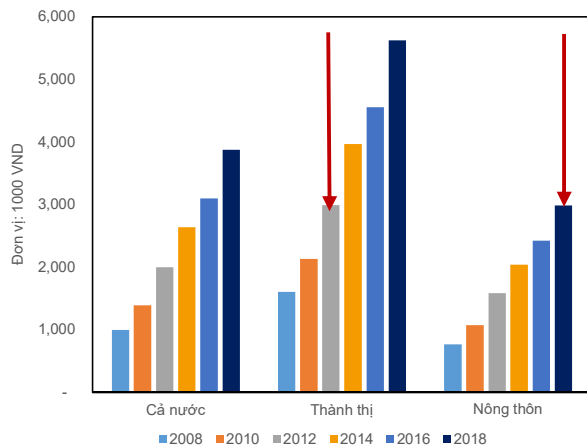
ソース: 同社の説明書類

Vincom Mega MallとVincom Plazaは総床面積の平均成長率がそれぞれ、37%と14%で、急速に発展している。BSCはVincom Mega MallとVincom Plazaが郊外や大都市での平均な収入がある顧客に接近でき、この顧客の支出増加から恩恵を受けることで、これがVREの素晴らしい戦略だと評価しております。Vincom Mega Mallが人口10万以上の「Vinhomes」都市区に位置されているという利点があるために、観光と買い物を目的とする顧客数を確保している。また、Vincom Plazaがショッピング場所だけでなく、アミュー

ズメントセンターなので、顧客を誘致する可能性が高いと期待されております。ショッピングセンターの先頭に立つ開発者として、VRE は大都市の近く地域で便利な場所を易く所有し、国民の収入や支出の改善を捉えることができる。

2018年の農村住民の毎月一人当たり国民所得は6年前の都市住民の収入と相当した。

外食費と娯楽費が増加しているのはショッピングセンターの店に利益を与える。



ソース: 統計局、BSC Research

ハイライト 3: ビンコムリテールは新型コロナウイルス感染症の流行後、同業他社より良好に回復すると期待されている。

ビンコムリテールは同業他社より好調な業績計画を設計している。2020年には、VREは収入を前年比+7%増の9兆9,000億ドン、税引後利益を同-12.3%減の2兆5,000億ドンと計画しています。この計画は新型コロナウイルス感染症の第1波のサポートを含んだ。この計画は前年比-20~25%減となるという Central Pattana(タイ)の計画とか具体的な計画がない他企業より明るいだろう。

分析者の予測によると、2020年~2021年の期間には、VREの収入と利益は地域と世界における同業他社よりよく成長すると予測されています。

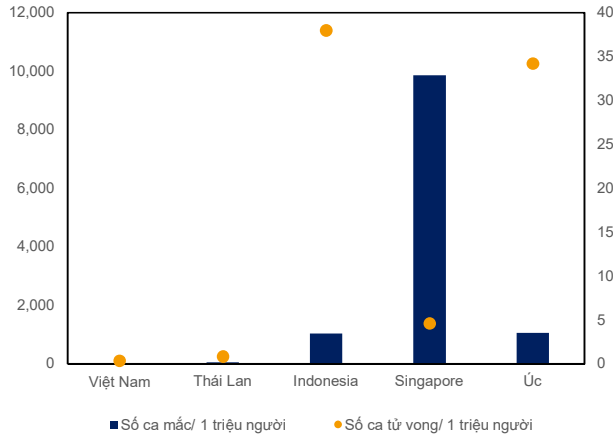
		輸入			税引後利益		
		2019A	2020F/2019	2021F/2019	2019A	2020F/2019	2021F/2019
VRE VN Equity	VND	9,259,257	93.5%	113.3%	2,851,480	87.0%	120.6%
CPN TB Equity	THB	36,719	74.5%	97.1%	11,738	56.5%	88.3%
SCG AU Equity	AUD	2,616	59.3%	70.3%	1,180	67.2%	85.2%
SMPH PM Equity	PHP	118,311	72.6%	94.8%	38,086	55.6%	83.0%
SPG US Equity	USD	5,755	80.2%	81.4%	2,102	63.4%	76.1%
ALI PM Equity	PHP	157,849	60.9%	93.7%	33,188	41.0%	80.4%
PWON IJ Equity	IDR	7,202,001	70.8%	80.1%	2,719,533	62.0%	74.7%
CAPL SP Equity	SGD	6,235	87.9%	106.7%	2,136	38.6%	64.3%

ソース: Bloomberg

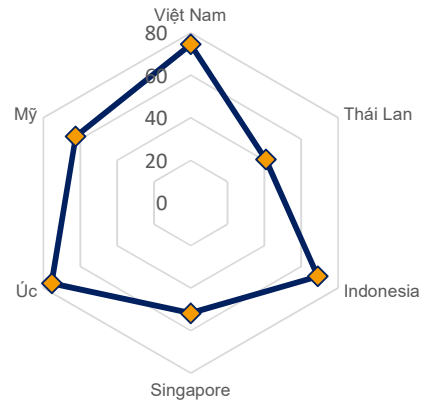
VRE の回復をサポートする要素は以下の通りだ。

(1) ベトナムの新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に封じ込まれたことで、消費ニーズが急速に回復した。ベトナムは感染者の確認、疫学的試験、全国隔離措置などの方法を実施したことのおかげで、ベトナムでの感染者数が低い水準で維持している。

新型コロナウイルス感染症の流行率が地域より低いレベルで留まっている。

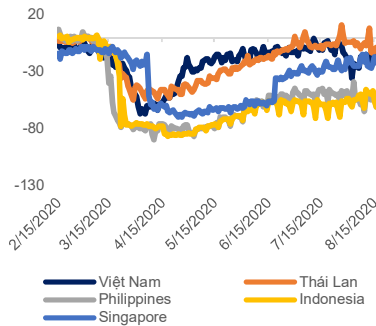


全国隔離を実施したことで、ベトナムの社会隔離指数は最も高いです。

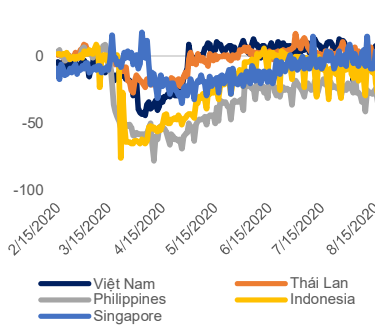


ソース: 世界保健機関 (WHO)

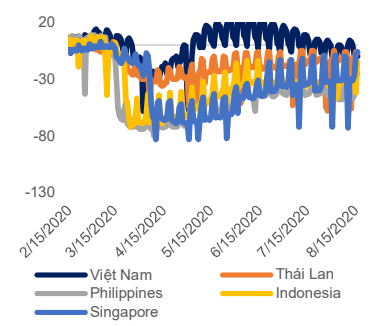
相関関係: 各移動先への移動頻度の減少と解除レベルとの関係



相関関係: 各移動先への移動頻度の減少と解除レベルとの関係



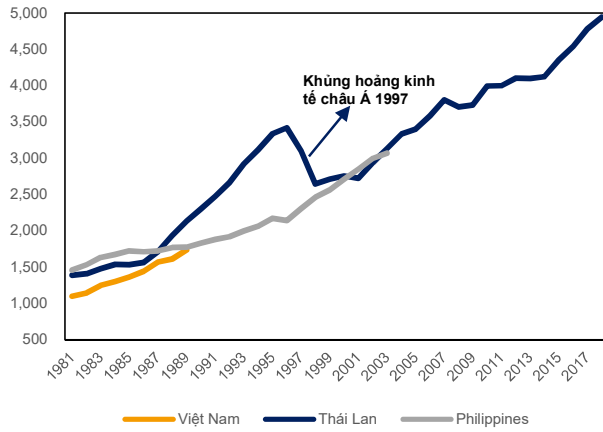
相関関係: 各移動先への移動頻度の減少と解除レベルとの関係



ソース: 新型コロナウイルス感染症で共通の移転傾向についてのレポート

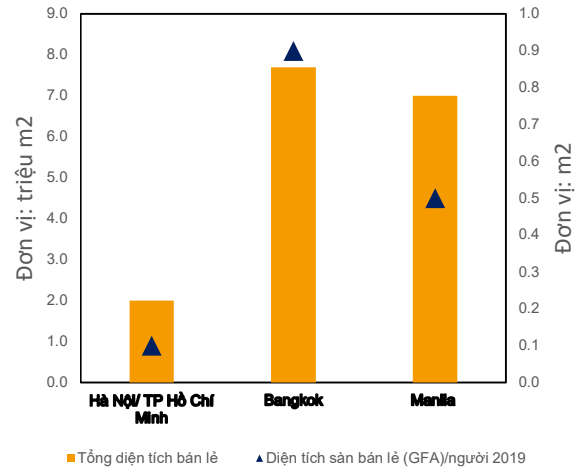
(2) ベトナムの現代小売市場は成長を始めたばかりなので、成長の余地が大きく残っている。ベトナムの最大都市での一人当たり小売面積はタイの 10%、マニラの 20% に相当する。そのために、小売面積を拡大する需要が高いだろう。

ベトナムの一人当たり国民所得は1981年のタイと1996年のフィリピンに相当し、低いレベルで留まっているが、増加している傾向がある。



ソース: 世界銀行

ベトナムの小売不動産市場の成長の余地が大きく残っている。



ソース: VRE の説明書類

リスク

新型コロナウイルス感染症のリスク

短期的には、新型コロナウイルス感染症などの伝染性の高い感染症はVREの経営活動に影響を及ぼす。まず、4月に新型コロナウイルス感染症の流行による、伝染性の高い地域でのショッピングセンターが一時停止したことで、VREの収入が減少した。また、借り手向けのサポート政策も収入を減らした。2020年上半期には、VREは借り手にサポートする為に、6,750億ドンを支払った。

長期的には、新型コロナウイルス感染症の流行の時、電子商取引がますます普通になるのは小売業の新傾向を推進し、実店舗での小売業と競争を強化する。しかし、BSCは新型コロナウイルス感染症が過ぎれば、電子商取引は好調に引続き発展するが、ショッピングセンターの経営活動にマイナスな影響を及ぼすほど大きくない変更を作ると予測しております。店舗賃貸の需要が減少すれば、消費者がショッピングセンターで買い物だけでなく、遊び、娯楽と飲食などのサービスを楽しむことで、ショッピングセンターが自立小売スペースほど急激に影響を与えない。また、電子商取引は顧客に商品の実体験が与えられないが、ショッピングセンターの実店舗はこのことができる。ファクション、テクノロジーなどの商品に対して、多くの顧客は買い物する前に、商品を体験する傾向があります。そのために、ブランドがオンラインとオフラインのチャネルを組み合わせることで、顧客がオンラインチャネルで商品を調べて、実店舗でそれを体験し、買うことができるだけでなく、逆にできる。

不動産業の周期リスク

VREの不動産案件の譲渡は不動産の一般的な周期に影響を与えられる。VREは主に投資の為に町並みを集中している。我々の予測による、不動産の衰退周期に、VREの販売活動が減少する可能性がある。これは同社の収入とキャッシュフローに影響を与えるだろう。

予測と評価

業績の予測

2020年

BSCは2020年には、VREの売上高を前年比+0.7%増の9兆3,240億ドンと予測しております。

- 2020年下半期には、ベトナムは新型コロナウイルス感染症を効果的に封じ込んでいる。2020年4月、7月と8月に社会隔離措置によりショッピングセンターの閉鎖が繰り返さない可能性が高いことで、VREは借り手にサポートを支払わずに、特別な場合があれば、サポートを検討する。
- ビンコムリテールの計画による、ショッピングセンターの運用進捗が調整される。それはGia LamでVincom Mega Mall Ocean Parkが2020年末にオープンし、Vincom Mega Mall Smart CityとVincom Mega Mall Grand Parkのオープン計画が2021年までに延期される。
- 2020年には、VREは不動産譲渡による収入の2兆2000億ドンを計上する。

2020年には、不動産賃貸とサービス提供の売上総利益率が下落することで、VREの売上総利益率は53.5%から42.7%に下落すると予測されている。この下落は(1)社会隔離措置により一時停止の時、借り手の賃料に6,750億ドンの減免措置を実施し、(2)2020年の入居率は前年比小幅に下落するのはVinProが解散したが、VinProの残す面積を埋める為に借り手を探す進捗が遅くなるだけでなく、Vincom Mega Mall Ocean Parkの入居率が前年比低いレベルにあることから由来した。

VREの税引き後利益を前年比-16.1%減の2兆3,920億ドン、EPSを1,053VND/株と推定しております。

2021年

BSCは2021年のVREが好調な業績を達すと予測しております。それによると、BSCは2021年には、以下の仮定に基づくVREの収入を前年比+30.4%増の12兆1,560億ドン、税引き後利益を同+56.6%増の3兆7,460億ドンと予測しております。

- VREの総売場面積は前年比+14%増の17万m²を追加増加する。
- ショッピングセンターの入居率は増加し、2019年に相当する。Vincom Mega Mallの入居率は2020年に相当する。2021年にオープンショッピングセンターの入居率が2019年のような入居率を達しないが、数年に段々増加する。
- 全てのショッピングセンターの形態に対して賃料が前年比+5%増となる。
- 不動産譲渡による収入は前年比+30.4%増の2兆8,690億ドン、売上総利益率が40%である。

2021年以後

BSCの予測は以下の仮定に基づく。

不動産賃貸とサービス提供事業：

- 2026年まで小売総面積が470万m²で、平均成長率の18%に相当する。主にVincom Mega MallとVincom Plazaに集中する。
- 税引前利益率、減価償却税、借入コストは71%~71.2%で推移する。売上総利益率は56%~59%である。

不動産譲渡事業：

- 不動産譲渡事業による収入は総収入の約20~25%を占める。仮定売上総利益率は40%で維持する。

2020年～2021年期間におけるVREの業績予測

年	2017A	2018A	2019A	2020E	2021F
単位:10億ドン	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21
総収入	5,518	9,124	9,259	9,324	12,156
% YoY	-14%	65%	1%	1%	30%
% GPM	51%	40%	48%	43%	49%
不動産譲渡分野	951	3,433	2,027	2,200	2,869
% YoY	-63%	261%	-41%	9%	30%
% GPM	43%	23%	36%	40%	40%
不動産賃貸及びサービス提供	4,455	5,506	7,017	6,973	9,092
% YoY	17%	24%	27%	-1%	30%
% GPM	53%	52%	53%	47%	52%
他	112	185	215	150	196
% YoY	357%	66%	16%	-30%	30%
% GPM	43%	-25%	-39%	-110%	0%

2020年～2026年期間のVREの業績予測

年	2020 E	2021 F	2022 F	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F
単位:10億ドン	12/31/20	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26
収入	9,324	12,156	14,622	17,680	21,403	25,938	31,548
売上原価	5,346	6,235	7,065	8,401	10,019	11,981	14,394
売上総利益	3,978	5,921	7,556	9,279	11,384	13,957	17,154
販売費用	326	486	658	796	963	1,167	1,420
管理費用	513	669	731	884	1,070	1,297	1,577
EBIT	3,139	4,767	6,167	7,600	9,351	11,493	14,156
資産運用収益	244	507	655	425	414	602	866
財務費用	393	592	673	666	352	472	590
税引き後利益率	2,990	4,682	6,150	7,358	9,413	11,623	14,432
法人税	598	936	1,230	1,472	1,883	2,325	2,886
親会社株主利益	2,392	3,746	4,920	5,887	7,530	9,298	11,546

ソース: BSC Research の予測

評価

我々は FCFF 方法と EV/EBITDA を基づく VRE の理論株価を 3 万 6730VND/株と評価する。VRE の 2021 年 PE fw が 22x であると予測しております。

合理的な価格

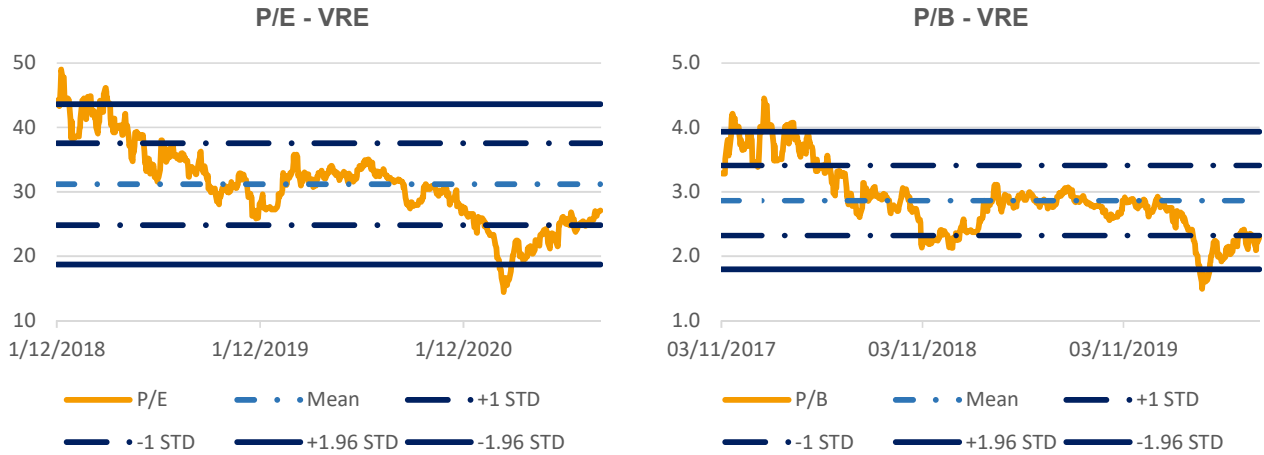
評価方法	比重	目標価格
FCFF	50%	33,994
EV/EBITDA	50%	39,461
合理的な価格		36,730

beta						0.86
日リスク金利						3.0%
市場プレミアム						10.5%
Ke						12.0%
Kd						10.0%
WACC						11.6%
長期的な成長率(2026 年後)						3.0%
FCFF 方法 (単位:10 億ドン)						
年間	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
FCFF	4,616	3,122	4,003	4,943	6,103	7,565
2021 年 12 月 31 日の時点での価値		2,797	3,214	3,557	3,935	4,371
企業の価値(50%)						74,866
EBITDA 2021						
EBITDA 2021						6,235
目標 EV/EBITDA						14
企業の価値(50%)						87,289
企業の価値(EV)						81,078
(+) 現金と短期的な投資						8,523
(-) 短長期的な借入						(6,111)
(-) 少数株主持分						-
株主資本						83,456
流行中株数(100 万株)						2,272
株価(VND)						36,730

ソース: BSC research

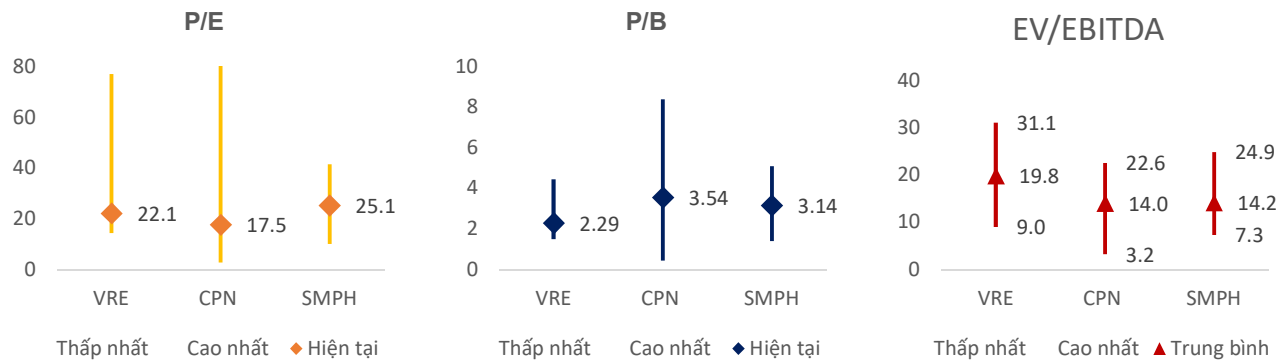
HDG

VRE の評価指数は 2020 年 3 月に最低値を形成した後、回復している。

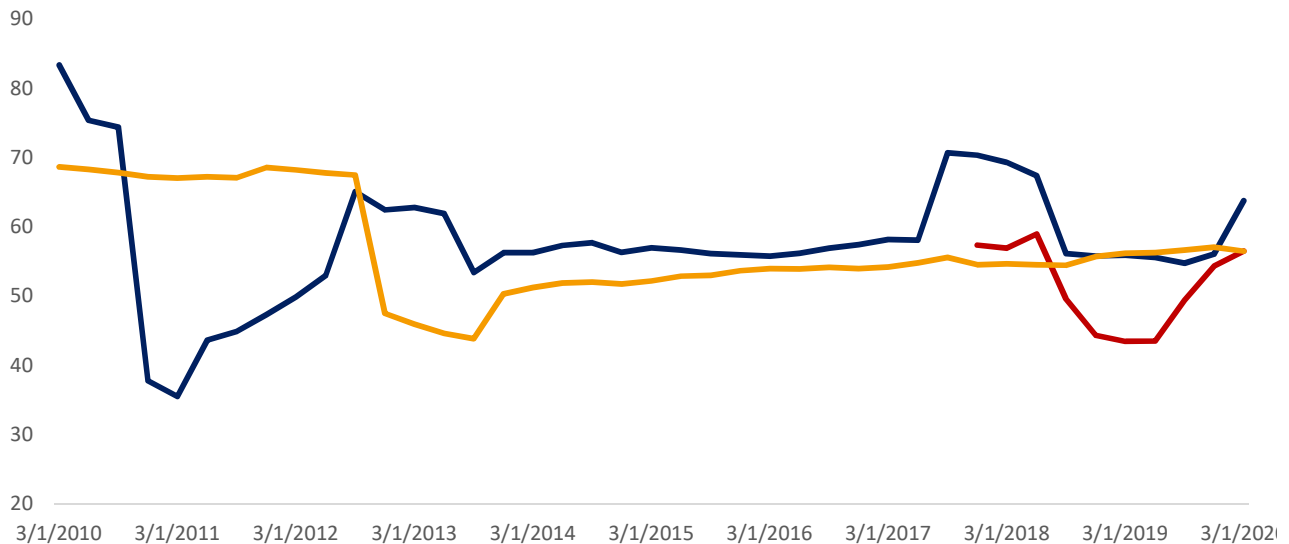


ソース: Bloomberg

VRE の活動効果は地域での同業他社と相当している。



VREのEV/EBITDAは地域での同業他社と接近している



VRE 株価判定の敏感度分析

FCFF 方法

		株価(ドン/株) 長期的な成長率(2026年以後)				
33,994		2.00%	2.50%	3.0%	4.0%	5.0%
WACC	14.6%	24,253	24,895	25,592	27,185	29,109
	13.6%	26,214	26,998	27,856	29,840	32,286
	12.6%	28,554	29,526	30,600	33,123	36,310
	11.6%	31,391	32,621	33,994	37,282	41,567
	10.6%	34,900	36,492	38,293	42,715	48,718
	9.6%	39,346	41,468	43,911	50,108	59,002

EV/EBITDA 方法

		株価(ドン/株) EV/EBITDA				
39,461		12.0x	13.0x	14.0x	15.0x	16.0x
WACC:	5,346	29,277	31,629	33,982	36,334	38,687
	5,627	30,763	33,239	35,715	38,192	40,668
	5,923	32,327	34,933	37,540	40,147	42,753
	6,235	33,973	36,717	39,461	42,204	44,948
	6,547	35,619	38,500	41,381	44,262	47,143
	6,874	37,348	40,373	43,398	46,423	49,448

ソース: BSC Research

企業アップデート

2020年上半期の業績:

2020年上半期には、VREの売上高は前年比-22.3%減の3兆3,160億ドンで年間計画の33.5%を達成、税引後利益が同+33.2%減の8,350億ドンで年間計画の33.4%を達成した。

不動産賃貸事業及びサービス提供事業は全国隔離措置で悪い影響を与えたが、ポジティブな回復のシグナルを見せていた。

- 収入は前年同期比-15.4%減(5,020億ドン相当)の2兆7,560億ドンを達した。この原因は(1)新型コロナウイルス感染症の影響により借り手にサープトする為に、VREが6,750億ドンを実行した、(2)水、電気、駐車などのサービス事業による収入は閉鎖期間により減少した。
- 2020年上半期の入居率はVinProの解散及び新型コロナウイルス感染症の影響により85%で、前年同期の89.2%から減少した。3月、4月と5月の平均入居率は83.6%~84%であり、2020年第1四半期の84.9%から下落した。VREによると、同社はVinProの残す面積の50%を貸し、2020年末までこの面積の65%に増加する。

- 2020年上半期には、VREはサプライチェーン契約を続け、Uniqlo, Haidilao, Cheers, Matsumoto Kiyoshiなどの新顧客を誘致した。借り手構成はファッション事業 22~25%、スーパー事業の 17~18%、飲食・娯楽事業の 35%、他の事業の 22~25%だった。
- 2020年上半期の顧客サポート政策により、賃貸分野の売上総利益率は 45.5 で前年同期の 52.2%から減少した。
- 全国隔離措置の後、ショッピングセンターに行く顧客数が回復した。2020年上半期には、ハノイとホーチミン市でのショッピングセンターに行く顧客数がそれぞれ 95%、75%減となった。2020年5月の入居率は4月の27%から80%に大幅に増加した。

不動産譲渡事業

- 譲渡の契約が減少したことで、不動産譲渡事業からの収入が減少した。
- 2020年上半期には、高値の不動産案件を譲渡したことのおかげで、不動産譲渡事業の売上総利益率は 49.5%で、前年同期の 29.8%から増加した。特に、2020年1月~3月間の売上総利益率は 67%となった。

他の事業: 娯楽サービスと Condotel ダナンの収入は新型コロナウイルス感染の影響で減少したことで、他の事業の収入は前年同期比-38.5%減の 650 億ドンを達した。

他の注意:

- 2020年6月30日時点での投資不動産賃貸と関連サービスからの未収金は年初の 5,100 億ドン増の 7,796 億 4,000 万ドンだった。しかし、VREは新型コロナウイルス感染症に深刻な影響を与えた映画館、アミューズメントセンターなどの借り手に対して、賃料とサービス料を支払う時間を延ばした。しかし、VREは請求書を有効的に管理、不良債権の発生を制限した。
- 2020年6月30日時点の長期的な借入額は年初比 1 兆 200 億ドンを追加増加した。これは 2020年4月に発行された 1 兆 500 億ドンの帳簿価額がある期限 3 ヶ月の社債です。短期的な借入はあまり変わらなかった。
- 2020年10月2日に、VREは社債の 2 兆ドンを発行した。

2020年下半期の見通し:

新ショッピングセンターのオープン進捗は既発表より遅くなると予測しております。具体的には下記の通りです。

- VMM Ocean Park: 多くの大ブランドとチェーン店と契約を作成し、面積の 80%を占めた。VMM Ocean Park が 2020 年末にオープンする見込みです。VRE の発表による、ここでの賃料は Vincom Mega Mall の平均賃料より高いです。
- VMM Smart City: 重要な借り手と契約し、2021年にオープンする見込みです。
- VMM Grand Park: 建設中、2021年にオープンする見込みです。

不動産譲渡活動: 年末の My Tho、Bac Lieu での shophouse 案件から。2020年6月30日時点の不動産譲渡契約による前払いは年初比+1兆100億ドン増の 1兆4,720億ドンだった。

VREの経営活動に新型コロナウイルスの第2波の影響に関するアップデート

- Vincom Plaza Ngo Quyen は Da Nang で新型コロナウイルスにより 2020 年 7 月 28 日から閉鎖した後、2020 年 9 月 5 日から再開した。Vincom Plaza Ngo Quyen は VRE の総賃貸面積と収入の 2% だけを占める。それで、これは VRE の総収入にあまり影響しません。
- 他の地方で全国隔離措置を実施しないで、民間が楽観的な心理を維持したことで、ショッピングセンターに行く顧客が深刻に影響を受けませんでした。

財務分析

	2019 第 2 四半期	2019 年第 3 四半期	2019 年第 4 四半期	2020 年第 1 四半期	2020 年第 2 四半期	
売上高	1,983	2,208	2,784	1,686	1,630	2020 年上半期の収入は前年同期比-22.3%減の 3 兆 3160 億ドンを達した。そのうち、不動産賃貸事業の収入が前年同期比-15.4%減、不動産譲渡事業の収入が同-45.2%と減少した。2020 年第 2 四半期の活動利益率は 31.3%で、前年同期の 38.7%から減速した。
売上総利益	959	1,078	1,396	759	646	
金融活動収益	78	60	47	47	58	
金融活動費用	(73)	(76)	(80)	(79)	(100)	
借入コスト	(73)	(74)	(79)	(79)	(99)	
販売費	(48)	(68)	(162)	(61)	(45)	
一般管理費	(127)	(103)	(103)	(90)	(92)	
営業利益/損失	788	890	1,098	575	467	
当期純利益	(1)	11	13	44	(22)	
税引前利益	788	901	1,111	619	446	
税引後利益	640	717	880	492	343	
少数株主持分	1	-	-	-	-	
親会社利益	639	717	880	492	343	
EPS	275	308	378	211	147	
短期資産	4,815	5,636	4,368	5,288	8,162	現金残高は高い水準で維持した。
現金及び短期投資	779	1,469	1,477	2,143	4,170	
短期未収金	1,293	1,321	724	783	1,542	
棚卸資産	864	899	986	969	1,010	
流動資産	1,880	1,947	1,181	1,393	1,441	VRE の最大資産はショッピングセンター
非流動資産	32,397	31,949	31,454	31,628	30,599	の土地使用権利、住宅、インフラである。
長期未収金	6	8	9	959	7	
固定資産	223	223	474	470	462	
投資不動産	27,632	27,470	28,064	27,881	27,564	VRE は短期借入額がほとんどないで、
建設中非流動資産	1,102.19	1,165.24	640.44	796	774	長期借入額が総資本の 9.8%を占めた。2020 年 10 月 2 日に VRE は 2 兆ドンの社債を発行した時、2020 年下半期の長期借入額が増加する見込みだ。
他の非流動資産	2,603	2,384	1,568	1,522	1,792	
総資産	37,212	37,585	35,823	36,916	38,761	
買掛金	9,905	9,561	8,873	9,470	10,972	
短期負債	5,980	5,655	4,768	5,345	5,867	
短期借入	19	18	19	19	20	
長期負債	3,925	3,906	4,105	4,125	5,105	
長期借入	2,764	2,765	2,765	2,766	3,784	
株主資本	27,307	28,024	26,950	27,446	27,789	
出資金	23,288	23,288	23,288	23,288	23,288	
未処分利益	3,992	4,709	5,589	6,084	6,427	
総資本	37,212	37,585	35,823	36,916	38,761	

	2019年 第2四 半期	2019年 第3四半 期	2019年 第4四半 期	2020年第 1四半期	2020年第 2四半期	
1. 支払能力						
流動比率	0.81	1.00	0.92	0.99	1.39	支払い可能は安全的な水準で維持し、 2020年第1四半期より高かった。
当座比率	0.66	0.84	0.71	0.81	1.22	
2. 資本構成						
流動資産/総資産	0.13	0.15	0.12	0.14	0.21	長期資産の比率が大幅に増加している。
非流動資産/総資産	0.87	0.85	0.88	0.86	0.79	
負債/総資産	0.27	0.25	0.25	0.26	0.28	
負債/株主資本	0.36	0.34	0.33	0.35	0.39	
短期負債/総資産	0.16	0.15	0.13	0.14	0.15	
長期負債/総資産	0.11	0.10	0.11	0.11	0.13	
3. 稼働能力						
棚卸資産回転率	6.3	6.2	5.4	4.8	4.6	キャッシュフローの状況は健全である。
売掛金回転率	23.2	21.5	21.0	18.8	14.1	
買掛金回転率	2.4	2.0	1.9	1.9	2.1	
棚卸資産回転期間	57.9	58.9	67.6	76.0	79.3	
売掛金回収期間	15.7	17.0	17.4	19.4	25.9	
買掛金回収期間	152.1	182.5	192.1	192.1	173.8	
現金回転率	(78.5)	(106.6)	(107.1)	(96.7)	(68.6)	
4. 利益性						
ROS	32.3%	32.5%	31.6%	29.2%	21.0%	利益率が新型コロナウイルス感染症の流行で大幅に減少した。
ROE	8.9%	9.4%	10.2%	9.9%	8.8%	
ROA	6.6%	7.0%	7.6%	7.4%	6.5%	
EBIT	39.5%	41.0%	40.6%	36.1%	31.3%	
5. DuPont モデル (5つの要素)						
総資産/株主資本	1.36	1.34	1.33	1.35	1.39	
収入/総資産	0.05	0.06	0.08	0.05	0.04	
EBIT/収入	0.43	0.44	0.43	0.41	0.33	
EBT/EBIT	0.92	0.92	0.93	0.89	0.82	
税引後利益/税引前利益	0.81	0.80	0.79	0.79	0.77	

テクニク分析

テクニクハイライト

- 現在傾向: 累積傾向
- MACD 指標: シグナル線の上にある。
- RSI 指標: レベル 50 を上回った。
- MA: ゴールデンクロスを出た。

評価:

VRE は 4 月から回復した後、中期的に累積している傾向にある。テクニク指標はポジティブな状態を見せている。直近の数日には、売買高は安定な水準で維持している。現在、VRE は株価の 28.5~29 の範囲でテストしている。RSI 指標が中立水準の上であり、EMA12 が EMA26 を上回ったばかりで、VRE が引き続き上昇し、過去最高値を戻す可能性がある。我々の評価によると、将来 VRE は活発に引き続き取引するが、強い抵抗線に接近すると、短期的に転落する可能性がある。

推奨: 投資家は株価の 29 の下で買い、株価の 35.5 で利益確定売ることを検討することができます。損切り値は株価 25.5 の下である。



ソース: BSC, PTKT iBoard

付録

業績(10億ドン)					キャッシュフロー会計(10億ドン)				
	2018	2019	2020	2021		2018	2019	2020F	2021F
売上高	9,124	9,259	9,324	12,156	税引後利益	2,404	2,851	2,392	3,746
売上原価	5,483	4,856	5,346	6,235	原価償却及び割当て	1,157	1,447	1,313	1,468
売上総利益	3,641	4,404	3,978	5,921	流動資本変更	12	-732	-6	276
販売費用	409	372	326	486	営業活動からキャッシュフロー	3,574	3,567	3,700	5,491
企業管理費用	342	449	513	669	固定資産購入額	-2,578	-3,942	-3,303	-1,189
営業利益/損失	2,891	3,583	3,139	4,767	他の投資金	3,214	3,738	0	0
金融活動収益	519	265	244	507	投資活動からキャッシュフロー	636	-205	-3,303	-1,189
金融活動費用	417	303	393	592	配当金	0	-2,451	0	-2,272
借入費用	375	299	388	592	借入から金額	-398	3	3,397	523
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	他の未収金	-2,802	-1,957	0	0
他の収益	60	30	-	-	金融活動からキャッシュフロー	-3,200	-4,405	3,397	-1,750
税引前利益	3,053	3,576	2,990	4,682	初期キャッシュフロー	1,422	2,431	1,388	5,182
法人税額	640	724	598	936	中期キャッシュフロー	1,010	-1,043	3,794	2,552
税引後利益	2,413	2,852	2,392	3,746	最後期キャッシュフロー	2,431	1,388	5,182	7,735
少数株主持分	9	0	0	0					
少数株主利益等控除利益	2,404	2,851	2,392	3,746					
EBITDA	4,048	5,030	4,452	6,235					
EPS	1,228	1,226	1,053	1,648					

バランスシート(10億ドン)					指数(%)				
	2018	2019	2020F	2021F		2018	2019	2020F	2021F
現金及び現金相当	3,133	2,177	5,971	8,523	支払能力				
短期投資	1,048	724	1,059	958	流動比率	1.1	1.1	1.8	2.1
短期未収金	902	986	891	1,039	当座比率	0.7	0.6	1.4	1.6
棚卸資産	2,040	1,183	1,192	1,554	資本構成				
流動資産	7,123	5,070	9,112	12,074	流動資産/総資産	18.4%	14.1%	22.0%	27.4%
有形固定資産	282	450	465	468	買掛金/総資産	26.3%	24.8%	29.0%	29.9%
無形固定資産	26	23	16	8	短期負債/総資産	16.2%	13.3%	12.2%	13.3%
賃貸固定資産	26,429	28,064	29,031	28,740	借入/総資産	7.2%	7.8%	13.6%	13.9%
建設中非流動資産	1,343	654	654	654	稼働能力				
長期投資	1,832	-	-	-	棚卸資産回転期間	60	74	61	61
他の非流動資産	1,638	1,568	2,104	2,061	売掛金回収期間	42	29	41	29
非流動資産	31,561	30,768	32,278	31,941	買掛金回収期間	228	155	150	150
総資産	38,684	35,839	41,390	44,015	現金回転率	(126)	(52)	(48)	(60)
買掛金	3,424	2,055	2,197	2,562	利益性				
短期借入	18	19	35	181	売上総利益率	39.9%	47.6%	42.7%	48.7%
他の短期借入	2,818	2,705	2,806	3,127	EBIT	31.7%	38.7%	33.7%	39.2%
短期借入総額	6,260	4,780	5,038	5,870	税引後利益率	26.4%	30.8%	25.7%	30.8%
長期借入	2,762	2,765	5,612	5,930	ROE	8.8%	10.3%	8.5%	12.4%
他の長期借入	1,152	1,340	1,340	1,340	ROA	6.3%	7.7%	6.2%	8.8%
長期借入	3,915	4,105	6,952	7,270	成長率(前年同期比)				
負債総額	10,174	8,885	11,990	13,140	収入	65.3%	1.5%	0.7%	30.4%
出資金	23,288	23,288	23,288	23,288	税引後利益	29.5%	24.0%	-12.4%	51.8%
株式会社化による資本剰余金	47	47	47	47	税引前利益	61.6%	18.6%	-16.1%	56.6%
未処分利益	5,191	5,592	7,985	9,458	総資産	1.4%	-7.4%	15.5%	6.3%
他の株主資本	(58)	(2,008)	(1,953)	(1,952)	株主資本	9.3%	-5.5%	9.1%	5.0%
少数株主持分	42	34	34	34					
株主資本総額	28,509	26,954	29,400	30,875					
総資本	38,684	35,839	41,390	44,015					

ソース:BSC Research

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 Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel:+84439352722
Fax:+84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel:+84838218885
Fax:+84838218510

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

Bloomberg: RESPBSCV <GO>

