

推奨

観察

ビンコムリテール株式会社 (HSX: VRE)

2021 年下半期の見通しが多くの困難に直面する。

現値:	28,100	レポート作成日:	16/08/2021	株主構成	
前理論価格	36,600	流行中株数(100万)	2,272	SADO TRADING COMM JS	41.51%
前理論価格	34,100	時価総額(10億ドン)	64,307	ビンググループ株式会社	18.8%
配当率	0%	過去6ヶ月平均売買高	4,850,490 30.3%	ハノイ南部都市発展株式会社	8.5%
上昇率	21.3%	外国人投資家保有率		PYN	2.7%

業界分析:

Phan Quốc Bửu
(不動産、小売)
buupq@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
推奨価格: 34,000 VND
損切り値: 27,500 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は FCFF 方法と EV/EBITDA 方法に基づく、VRE の理論株価を 2021 年 8 月 16 日の終値比 21.3%増の 3 万 4,100VND/株と評価しております。目標 EV/EBITDA は 15x で、不動産業の平均水準と相当する。

業績予測

- BSC は慎重的な観点で VRE の 2021 年業績予測を下方修正しております。それによると、利益は前レポートに比べて 20%減となる。
- 2021 年には、BSC は VRE の収入を前年比-8.5%減の 7 兆 6,220 億ドン、親会社の税引後利益を同-16%減の 1 兆 9,970 億ドン、EPSfw を 857VND/株、PE fw を 33.4x と予測しております。
- VRE の 2022 年業績は 2021 年の低水準から回復すると予測される。BSC は 2022 年には、VRE の収入を前年比+35%増の 10 兆 3,100 億ドン、税引前利益を同+54%増の 3 兆 690 億ドン、EPSfw を 1,318VND/株、PE fw を 21.7x と予測しております。

投資観点

- ベトナムの現代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。
- 新型コロナウイルス感染症の流行が落ち着いた後、VRE が回復すると期待。
- VRE はベトナムでの最大ショッピングセンター開発者、所有者及び運営者として知られる。

リスク

- 新型コロナウイルスの流行及び不動産業の周期からのリスク

企業アップデート

- 2021年上半期の業績は好調な回復を計上したが、下半期業績計画の達成が多くの困難に直面するだろう。
- 2026年までの新規小売エリアに対するVREの開発戦略はVincom Mega Mall (VMM)というショッピングセンター形に集中する。
- 新型コロナウイルス感染症の流行の第4波は2021年第3四半期業績に大きく影響するが、2022年業績の成長を援助するために低い水準を形成するだろう。

	2021F	2022F	Peer	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	33.4	21.7	22.2	17.3	収入	9,259	8,329	7,622	10,310
PB (x)	2.1	1.9	2.6	2.4	売上総利益	4,404	3,821	3,225	4,972
PS (x)	85.5	63.2	5.5	2.0	税引後利益	2,851	2,382	1,997	3,069
ROE (%)	6.4%	8.9%	9.4%	13%	EPS	1,225	1,023	857	1,318
ROA (%)	5.0%	7.0%	4.1%	2.4%	EPS 成長率	18%	-16%	-16%	54%
					純借入/株主資本	13%	13%	14%	16%

企業アップデート

2021年上半期業績アップデート

2021年上半期の業績は好調な回復を計上したが、下半期業績計画の達成が多くの困難に直面するだろう。2021年上半期には、VREの収入が前年同期比+13%増の3兆7,370億ドンで、年間計画の41.5%を達成し、税引後利益が同+40%増の1兆1,850億ドンで、年間計画の46%を達成した。BSCは新型コロナウイルス感染症の流行によりVREが2021年業績計画を達成する可能性が低いと考えております。

	2021年第 2四半期	2020年第 2四半期	前年同期 比(% YoY)	2021年 上四半 期	2020年 上四半 期	前年同 期比(% YoY)
収入	1,510	1,630	-7%	3,737	3,316	13%
投資不動産賃貸及び関連サービス供給事業	1,370	1,307	5%	3,082	2,756	12%
不動産譲渡事業	96	294	-68%	548	495	11%
他のサービス供給事業	45	29	56%	107	65	66%
売上総利益	629	646	-3%	1,798	1,405	28%
<u>売上総利益率</u>	<u>42%</u>	<u>40%</u>		<u>48%</u>	<u>42%</u>	
販管費用	132	136	-3%	288	287	0%
<u>販管費用/売上高の比率</u>	<u>9%</u>	<u>8%</u>		<u>8%</u>	<u>9%</u>	
EBIT	497	510	-2%	1,510	1,117	35%
財務事業による収入	120	58	108%	221	105	112%
財務費用	152	100	52%	306	179	71%
関連会社からの損益	-	-		-	-	
税引前利益	483	446	8%	1,463	1,065	37%
法人税	96	103		295	231	
税引後利益	388	343	13%	1,168	835	40%
少数株主持分	0	0		0	0	

親会社の税引後利益	388	343	13%	1,168	835	40%
EPS(ドン)	-	-		359	502	
売上総利益率	42%	40%		48%	42%	
純利益率	26%	21%		31%	25%	

ソース: VRE, BSC Research

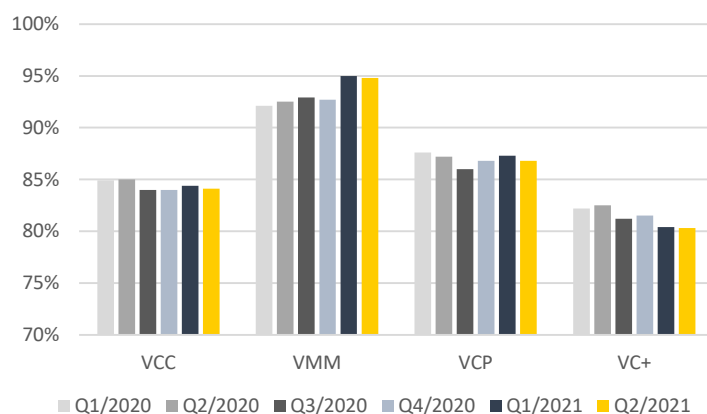
投資不動産賃貸及び関連サービス供給事業

- 2021年第2四半期の収入が同期の低い水準に比べて5%増となったのは新型コロナウイルス感染症の流行が4月末に急拡大したことにより多くのショッピングセンターが一時的に閉鎖したことから由来した。2021年上半期には、VREは借り手に4,240億ドンを支援した。前年同期の支援額は6,750億ドンである。2021年上半期の不動産賃貸事業による収入は前年同期比+12%増の3兆820億ドンを計上した。
- 困難な状況には、コストを節約し、運営を最適化し、支援費用を減少したのはVREの利益率を改善させた。このことのおかげで、VREの2021年上半期売上総利益率は52.3%で、前年同期の45.5%から上昇した。
- 2021年下半期の見通しは新型コロナウイルス感染症の流行により多くの困難に直面する。VREによると、店舗が2021年9月中まで閉鎖するという仮定を基づく、管理部は借り手に対して最大額1兆ドンの支援パッケージ計画を提出している。BSCはVREの2020年支援パッケージ総額が約8,650億ドンだと注目しております。これは新型コロナウイルス感染症の流行の第4波の大きな規模及び深刻な影響を示した。

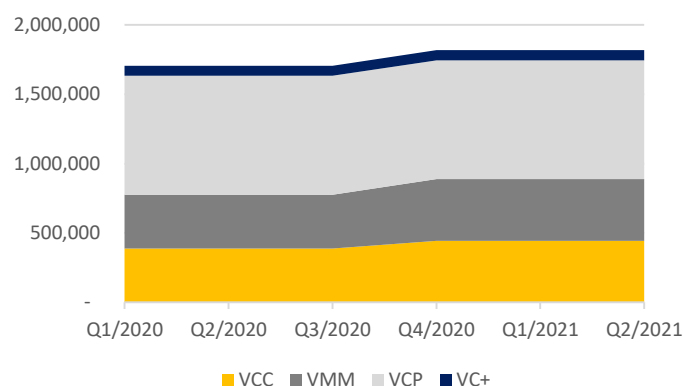
不動産譲渡事業

- 不動産譲渡事業の業績が落ち込んだのは土地基本が不足したことで、展開できないことから由来した。2021年上半期には、不動産譲渡事業による収入は前年同期比+11%増の5,480億ドンに達した。この収入は主にMy Tho、Bac Lieuでのショップハウス案件から由来した。VREはこの事業の2021年収入を前年同期比-50%減の1兆2,000億ドンと設定した。業績計画によると、不動産賃貸事業による収入はVREの2021年収入に13~15%を寄付し、過去平均水準に比べて25%減となる。

ショッピングセンターの入居率



小売スペース面積



ソース: VRE, BSC Research

2026年まで小売面積に対し VRE の開発戦略は Vincom Mega Mall (VMM)といショッピングセンター形態に集中する。

Vincom Mega Mall チェーンは Vinhomes の大都市での開発に集中し、新規ショッピングセンター49ヶ所うちの27ヶ所を占め、追加総床面積の80%以上を寄付する。2021年～2026年期間における総床面積は300万平方メートルを増加する見込み、ショッピングセンター総数が129ヶ所を達すると相当する。

BSC は新型コロナウイルス感染症の後で、国民の買い物需要に影響される背景に、この戦略の変更が適当だと評価しております。さらに、これは VRE の年間拡大計画の展開可能性を高めるだろう。2026年まで総床面積が年間あたり平均45万～55万平方メートルという計画だ。

2021年下半期には、VRE は1ヶ所の Vincom Mega Mall (Smart City) 及び2ヶ所の Vincom Plaza (Bac Lieu 及び My Tho) を運営する見込み、総床面積を10万平方メートル以上増やした。Vincom Mega Mall 及び Vincom Plaza の入居率はそれぞれ、85%、90%となる見込みです。

2021年第3四半期業績は新型コロナウイルス感染症の流行の第4波は影響を及ぼすが、低い水準を成立して、2022年業績の成長を援助する。

VRE の統計によると、新型コロナウイルス感染症の流行が全国、特に南部で複雑になっている背景には、2021年7月まで全国での80ヶ所のショッピングセンターのうち、47ヶ所のショッピングセンターが閉鎖した。

2021年上半期には、VRE は業種や影響度によって顧客に賃貸料及びサービス料をサポートし続けた。さらに、VRE はいくつかの店舗がより3～5%安い運賃でオンライン販売できるために、運送会社と交渉した。2021年上半期の支援パッケージ総額が4,240億ドンである。

VRE は2021年下半期には、新型コロナウイルス感染症の流行の拡大により、借り手に支援パッケージ額の1兆ドンを支援し続ける。また、新型コロナウイルス感染症の流行が2021年第3四半期末に封じ込まれ、第4四半期に買い物活動が回復する予測として、VRE はマーケティング活動及び消費刺激策を準備した。

BSC は2021年下半期業績が新型コロナウイルス感染症の流行により影響されるが、低い水準を設立して、2022年業績の成長をサポートすると考えております。2022年の見通しが明るくなるのは(1) Vincom Mega Mall Grand Park を運営し、2021年下半期及び2022年の総床面積が17万平方メートルに達すると推定され、(2) 2022年第1四半期末時点の集団免疫率が70%に達する見込みで、買い物需要及び経済を回復させるということから由来した。

新型コロナウイルス感染症用ワクチン及び買い物需要の急増は小売業回復に対して「薬」となるだろう。BSCの2021年第3四半期セクター見通しによると、ベトナムは2022年上半期には、集団免疫率が70%に達する見込みです。2021年8月9日時点まで、840万回分のワクチンが接種され、総人口の8.5%と相当した。接種が有効的に開催されたことのおかげで、日当たり接種回数が5万~6万回から40万~50万回に増加した。

業績予測及び評価

2021年

BSCはVREの2021年収入が前年比+0.7%増の7兆6,220億ドンを達すると推定しております。この推定は下記の仮定を基づく。

- 新型コロナウイルス感染症の流行の第4波は規模及び社会的距離の時間を見ると、さらに深刻な影響を及ぼすと評価されている。VREは借り手に支援パッケージ額を増加したが、ケース別を検討して、適当なパッケージを与える。VREの2021年支援パッケージ総額は1兆4,240億ドンを達する見込みです。そのうち、2021年上半期及び下半期の支援額はそれぞれ、4,240億ドン、1兆ドンである。
- 新規ショッピングセンターの運営進捗はビンコムリテールの計画によって調整される。それによると、VREはVMM Smart City、VCP Bac Lieu及びVCP My Thoが2021年下半期に運営され、VMM Grand Parkが2022年まで運営を延期される。
- 2021年には、VREは不動産譲渡事業による収入の1兆1,000億ドンを計上する見込みです。

2021年の売上総利益率が42.3%に低下するのは不動産賃貸及びサービス供給事業の売上総利益率が49.1%から44.2%に低下すると予測されることから由来する。この低下の原因は(1)VREが一時的に停止している借り手に賃貸料を減免し、(2)2021年の入居率が前年比僅かに減少し、VMM Smart Cityの入居率が平均水準より低いと予測されるということです。

2021年の税引後利益は前年同期比-16.2%減の1兆9,970億ドンを達し、EPSを857VND/株と相当する。

2022年

BSCはVREの2022年業績が2021年低い水準から回復すると予測しております。2022年の収入及び税引後利益はそれぞれ、前年比+35%増の10兆3,100億ドン、同+54%増の3兆690億ドンを達すると予測される。この予測は下記の仮定を基づく。

- VREの総床面積は約7万平方メートル増加する。この増加はVMM Grand Parkから由来する。

- ショッピングセンターの形態の入居率が 2019 年と相当する 90%以上に達するが、VMM の入居率が 2021 年相当する 85%となる。2021 年の新規ショッピングセンターは 2019 年と相当する入居率を達することが出来ないが、次の数年に段々増加するだろう。
- 全てのショッピングセンターの形態に対して平均賃料が前年比+5%増となる。
- 不動産譲渡による収入は前年比 1 兆ドンを達し、売上総利益率が 40%となる。

単位: 10 億ドン	2017A	2018A	2019E	2020E	2021F	2022F
収入	5,518	9,124	9,259	8,329	7,622	10,310
% YoY	-14%	65%	1%	-10%	-8%	35%
売上総利益	2,801	3,641	4,404	3,821	3,225	4,972
% YoY	6%	30%	21%	-13%	-16%	54%
売上総利益率	50.8%	39.9%	47.6%	45.9%	42.3%	48.2%
販売費用	256	409	372	330	305	412
一般的な管理費用	314	342	449	399	381	515
販管費用/売上高の比率	10%	8%	9%	9%	9%	9%
財務事業による収入	587	519	265	276	422	280
財務費用	1,166	417	303	467	443	461
税引前利益	1,629	3,053	3,576	2,993	2,518	3,863
法人	141	640	724	610	521	794
税引後利益	1,488	2,413	2,852	2,382	1,997	3,069
% YoY	-10.2%	62.2%	18.2%	-16.5%	-16.2%	53.7%
EPS	639	1,036	1,225	1,023	857	1,318
純利益率	27.0%	26.4%	30.8%	28.6%	26.2%	29.8%
ROE	5.7%	8.5%	10.6%	8.1%	6.4%	8.9%

ソース: BSC Research

年	2017A	2018A	2019E	2020F	2021F	2022F
単位: 10 億ドン						
総収入	5,518	9,124	9,259	8,329	7,622	10,310
% YoY	-14%	65%	1%	-10%	-8%	35%
% GPM	50.8%	39.9%	47.6%	45.9%	42.3%	48.2%
不動産譲渡事業	951	3,433	2,027	2,149	1,100	1,000
% YoY	-63%	261%	-41%	6%	-49%	-9%
% GPM	43%	23%	36%	48%	40%	40%
不動産賃貸及びサービス供給事業	4,455	5,506	7,017	6,008	6,299	9,041
% YoY	17%	24%	27%	-14%	5%	44%
% GPM	53%	52%	53%	49%	44%	51%
他	112	185	215	172	224	268
% YoY	357%	66%	16%	-20%	30%	20%
% GPM	43%	-25%	-39%	-95%	0%	0%

ソース: BSC Research

評価

BSCはFCFF方法とEV/EBITDA方法に基づく、VREの理論株価を3万4,100VND/株と評価しております。

VREの2022年のP/E fwが27x、EV/EBITDA fwdが10.9xと予測される。BSCはVREが最も困難な時期を過ごしていると評価しておりますが、新型コロナウイルス感染症の流行がワクチン接種のおかげで封じ込まれること及びベトナムの小売市場の長期的なポテンシャルへの期待として、これが長期的に投資する為の魅力的な機会だと考えています。

評価方法	目標価格	比率	平均価格
FCFF方法	32,603	50%	16,301
EV/EBITDA	35,500	50%	17,750
合理的な価格			34,100 VND/cp
Upside			21.3%

DCF DCF 方法

Beta	0.86
非リスク金利	3.0%
市場リスク補償	10.5%
資本コスト	12.0%
負債コスト	10.0%
加重平均資本コスト	11.6%
長期的な成長率(2026年以後)	3.0%

FCFF方法(単位:10億ドン)

年	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
FCFF	2,849	3,121	2,460	2,937	3,770
2021年12月31日時点での価値		2,797	3,214	3,557	3,935
企業の価値(50%)					75,926

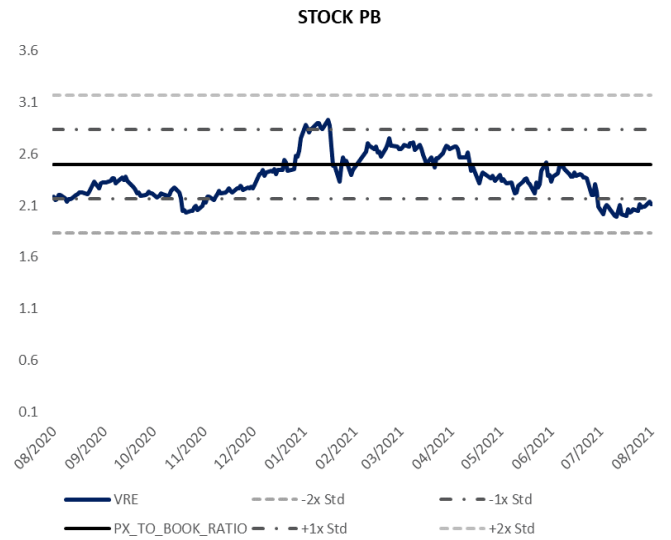
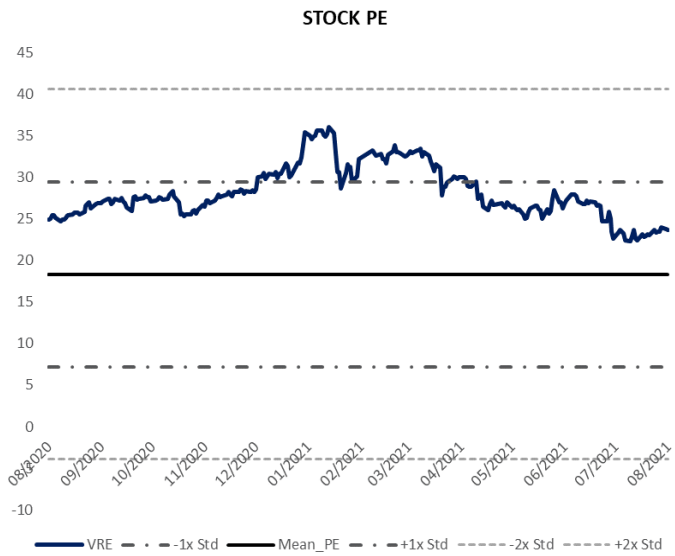
EV/EBITDA方法(単位:10億ドン)

EBITDA 2021	5,778
目標EV/EBITDA	15
企業の価値(50%)	80,898
企業の価値(EV)	81,078
(+) 現金と短期的な投資	5,608
(-) 短長期的な借入	-3,876
(-) 少数株主持分	(34)
株主資本	82,596

流行中株数(100万株)
株価(VND)

2,329
35,500

ソース: BSC research



株価の推移

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



付録

業績(10億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
売上高	9,259	8,329	7,622	10,310
売上原価	4,856	4,508	4,397	5,338
売上総利益	4,404	3,821	3,225	4,972
販売費用	-372	-330	-305	-412
企業管理費用	-449	-399	-381	-515
営業利益/損失	3,583	3,093	2,539	4,044
金融活動収益	265	276	422	280
金融活動費用	-303	-467	-443	-461
借入費用	-299	-464	-419	-437
合併・関連会社関連収益	0	0	0	0
他の収益	30	91	0	0
税引前利益	3,576	2,993	2,518	3,863
法人税額	-724	-610	-521	-794
税引後利益	2,852	2,382	1,997	3,069
少数株主持分	0	0	0	0
少数株主利益等控除利益	2,851	2,382	1,997	3,069
EBITDA	5,030	4,575	4,176	5,778
EPS	1,225	1,023	857	1,318

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
現金及び現金相当	1,388	3,051	4,908	4,908
短期投資	789	1,894	700	700
短期未収金	724	1,446	993	993
棚卸資産	986	520	366	366
その他流動資産	1,183	101	991	991
流動資産	5,070	7,012	7,958	7,958
有形資産	474	450	450	450
原価償却	1,447	1,483	1,637	1,735
建設中非流動資産	654	959	959	959
長期投資	-	-	-	-
他の非流動資産	1,568	3,654	3,344	3,344
非流動資産	30,768	32,804	31,856	31,856
総資産	35,839	39,816	39,814	39,814
買掛金	2,055	788	707	707
短期借入	19	20	20	20
他の短期借入	2,705	2,730	2,663	2,663
短期借入総額	4,780	3,538	3,390	3,390
長期借入	4,105	6,943	5,092	5,092
他の長期借入	1,340	1,237	1,237	1,237
長期借入	2,765	5,706	3,856	3,856
負債総額	7,546	9,244	7,246	7,246
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	5,592	7,974	9,971	9,971
他の株主資本	-	-	-	-
少数株主持分	34	34	34	34
株主資本総額	26,920	29,301	31,298	31,298
総資本	35,839	39,816	39,815	39,815
流行中株数	2,329	2,329	2,329	2,329

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
税引後利益	2,852	2,382	1,997	1,997
原価償却及び割当て	1,447	1,483	1,637	1,637
流動資本変更	(1,160)	164	(121)	(121)
他の修正	(1,033)	2,770	-	-
営業活動からキャッシュフロー	3,147	4,022	3,513	4,437
固定資産購入額	(3,492)	(4,377)	(1,000)	(1,000)
他の投資額	2,131	(882)	1,194	-
投資活動からキャッシュフロー	235	(5,259)	194	(1,666)
配当金	(2,451)	-	-	-
借入から金額	-	2,920	(1,851)	186
他の未収金	(1,954)	-	-	-
金融活動からキャッシュフロー	1,447	1,483	1,637	1,637
初期キャッシュフロー	2,852	2,382	1,997	1,997
中期キャッシュフロー	(1,043)	1,663	1,857	1,857
最終期キャッシュフロー	2,852	2,382	1,997	1,997

指数(%)	2019	2020	2021F	2022F
支払能力				
流動比率	1.06	1.98	2.35	2.62
当座比率	0.85	1.84	2.24	2.51

資本構成	2019	2020	2021F	2022F
負債比率/総資産	13%	13%	14%	16%
負債比率/株主資本	8%	14%	10%	9%

稼働能力	2019	2020	2021F	2022F
棚卸資産回転期間	90	71	61	37
売掛金回収期間	35	48	58	41
買掛金回収期間	186	70	64	54
現金回転率	-61	49	55	24

利益性	2019	2020	2021F	2022F
売上総利益率	47.6%	45.9%	42.3%	48.2%
税引後利益率	30.8%	28.6%	26.2%	29.8%
ROE	10.6%	8.1%	6.4%	8.9%
ROA	8.0%	6.0%	5.0%	7.0%

評価	2019	2020	2021F	2022F
PE	23.4	28.0	33.4	21.7
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

成長率(前年同期比)	2019	2020	2021F	2022F
売上高	1.5%	-10.0%	-8.5%	35.3%
税引後利益	24.0%	-13.7%	-17.9%	59.3%
税引前利益	17.1%	-16.3%	-15.9%	53.4%
成長率(前年同期比)	18.2%	-16.5%	-16.2%	53.7%

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 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>

