

推奨

買い ビンホームズ株式会社(HSX: VHM)

現値:	41,900	レポート作成日:	27/12/2023	株主構成	
前理論価格:	79,900	流行中株数(100 万)	4,354	ビンググループ株式会社	69.3%
新理論価格:	60,900	時価総額(10 億ドン)	178,529	Government of Singapore	5.2%
配当率:		平均売買高	217		
上昇率:	45.3%	外国人投資家保有率	22.47%		

業界分析:

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

評価

BSC は VHM 株の理論株価を前推奨比 24%減の 6 万 900VND/株と評価し、VHM の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2023 年には、VHM の総収入を前年比 42%増の 115 兆 5,080 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 27%増の 36 兆 6,840 億ドンと予測しております。

BSC は 2024 年には、VHM の総収入を前年比 17%減の 96 兆 4,080 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 29%減の 26 兆 2,400 億ドン、EPS を 5,966VND/株、PEFW を 6.9x、PBFWD を 0.86xと予測しております。

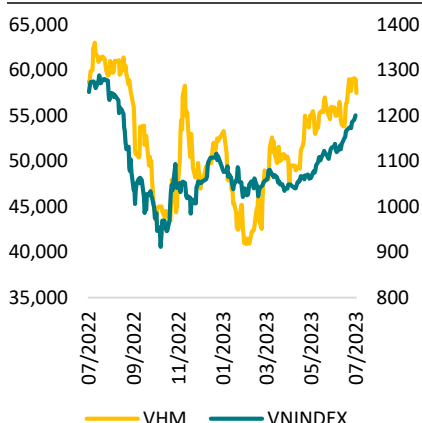
投資観点

- VHM は上場から最低値で取引している。魅力的な PE2024f と PB2024f はそれぞれ 6.9x、0.86xである。
- 長期的な利益見通しは(1)土地面積が連続で拡大している、(2)という要素のおかげで、確保されている。

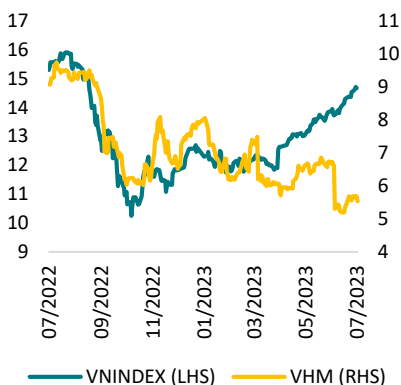
リスク

- 不動産業の周期の一般的なリスクは案件展開の進捗に影響を与える。
- 内部取引についてリスク。

株価の推移



P/E の推移



指数	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	4.7	6.3	5.0	7.0
PB (x)	1.46	1.26	1.01	0.88
P/S (x)	2.1	2.9	1.6	1.9
ROE (%)	29.6%	19.6%	19.9%	12.5%
ROA (%)	16.9%	8.1%	8.9%	6.3%

業績	2021	2022	2023F	2024F
売上高	84,986	62,393	115,508	96,408
売上総利益	48,460	30,696	62,490	48,073
親会社株主帰属利益	38,825	28,831	36,684	26,240
EPS	8,904	6,611	8,422	5,966
EPS 成長率	9%	-26%	27%	-29%

I. 2023 年第 3 四半期業績のアップデート: 利益は Vinhomes Ocean Park 2 及び Vinhomes Ocean Park 3 での低層小売商品の引き渡しから由来した。

VHM の売上高と少数株主利益等控除利益はそれぞれ、前年同期比 84%増の 28 兆 9,120 億 VND、同 26% 減、前四半期比 10%増の 10 兆 6,950 億 VND を達した。増益は Vinhomes Ocean Park 2 及び Vinhomes Ocean Park 3 での低層小売商品の 2,400 戸の引き渡しから由来した。2023 年 9 ヶ月には、総収入は前年同期比 203%増の 108 兆 4,000 億ドンで、年間計画の 8.4%を上回った。2023 年 9 ヶ月の少数株主利益等控除利益は前年同期比 62%増の 32 兆 4,000 億ドンで、年間計画の 8.4%を上回った。

VHM の売上総利益率は 2023 年第 3 四半期に 46%減となった。2023 年第 3 四半期の金融活動事業による収入は前年同期比 83%減の 1 兆 8,450 億ドンだった。

販売業務では、2023 年第 3 四半期には、VHM は Golden Avenue 案件の 115 製品を販売したことで、新規販売業務からの収入が前年同期比 9%減、前四半期比 35%減の 16 兆 1,000 億 VND だった。2023 年 9 ヶ月には、新規販売業務からの収入が前年同期比 49%減の 56 兆 7,000 億 VND だった。2023 年第 3 四半期末時点での未計上収入は前年同期比 38%減の 76 兆 9,000 億ドンだった。

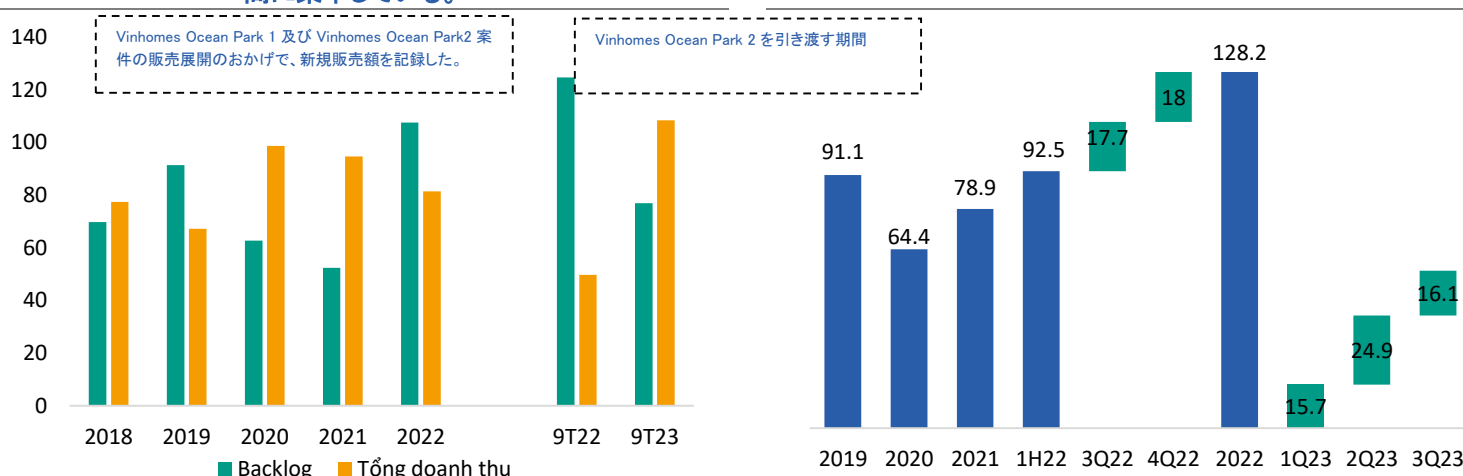
2023 年第 3 四半期業績のアップデート

(10 億 VND)	2022 年 9 ヶ月	2023 年 9 ヶ月	前年同 期比	2022 年 第 3 四 半期	2022 年 第 3 四 半期	前年同 期比
売上高	31,199	94,636	203.3%	17,805	32,724	83.8%
– 不動産事業	22,332	86,023	285.2%	14,344	28,912	101.6%
– ゼネコン・設計コンサルティングサー ビス	4,824	3,584	-25.7%	2,116	1,732	-18.2%
– 不動産管理サービス	1,517	2,188	44.3%	313	759	142.3%
– 投資不動産賃貸	984	804	-18.3%	509	300	-41.1%
売上総利益	15,182	34,708	128.6%	9,296	14,957	60.9%
売上総利益率	49%	37%		52%	46%	
販売費用	(1,420)	(2,996)	111.0%	(743)	(683)	-8.2%
管理費用	(2,056)	(1,762)	-14.3%	(546)	(636)	16.5%
管販費用/売上高の比率	11%	5%		7%	4%	
金利税引き前利益 (EBIT)	11,707	29,950	155.8%	8,007	13,638	70.3%
金融活動事業による収入	15,658	4,735	-69.8%	10,922	1,845	-83.1%
財務費用	(2,040)	(2,238)	9.7%	(862)	(954)	10.6%
連結会社からの損益	25	(0)	-101.8%	4	(2)	-158.3%
税引前利益	26,194	41,920	60.0%	18,949	14,528	-23.3%
税引後利益	20,048	32,396	61.6%	14,575	10,724	-26.4%
税引後利益	64%	34%		82%	33%	
少数株主持分	19,700	32,300	64.0%	14,494	10,695	-26.2%

ソース: VHM

Vinhomes Ocean Park 2 及び Vinhomes Ocean Park 3 案件の製品販売による収入を計上する期間は 2023 年～2024 年の期間に集中している。

新規販売からの収入は前年同期に比べて減少した。



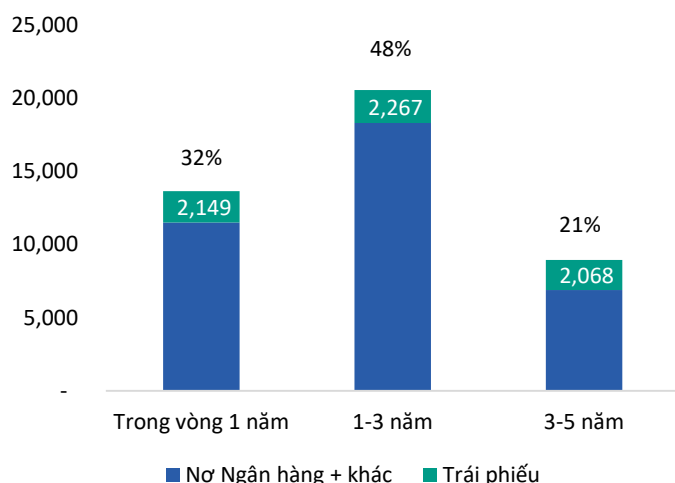
ソース: VHM, BSC Research

1. 財務構成は安全な水準を維持しているが、来年中の債務満期の圧力が存在している。

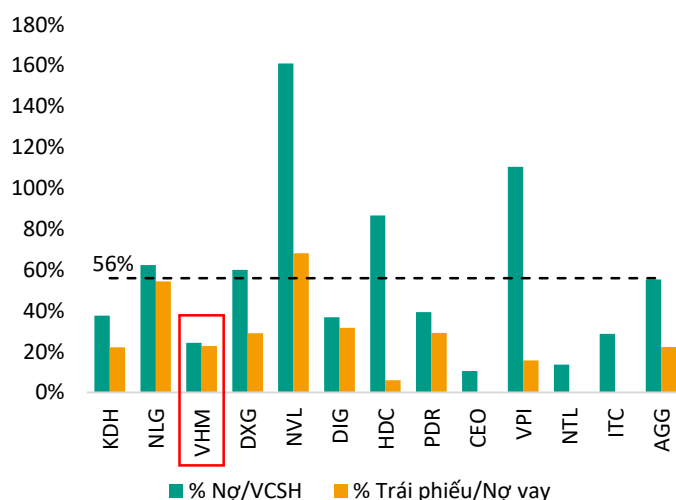
2023 年第 3 四半期末の時点では、VHM の債務残高は 43 兆 1,260 億 VND であり、負債/株主資本の割合は 22.7%で、業界の平均水準の 56%より低かった。将来の 12 ヶ月以内に満期が来る債務の 13 兆 6,380 億ドンは VHM の挑戦になるだろう。2023 年第 3 四半期には、経営活動事業からのキャッシュフローは 14 兆 5,740 億ドンを増加したが、投資活動事業によるキャッシュフローは-16 兆 6,370 億ドンの赤字となったことで、現金残高と預金額は年初比 49%減の 7 兆 5,490 億ドンを残っている。

2023 年第 4 四半期以降、VHM は第三者割当への社債発行を実施し、調達額が 7 兆 VND だった。VHM の代表者によると、2023 年第 4 四半期には、VHM は社債発行から 7 兆～10 兆 VND を調達し、そのうち、(1)国内社債発行からの調達額が 5 兆 7,000 億ドンである、(2)海外社債発行からの調達額が 2 億 5,000 万ドルである予定だ。

2023 年第 4 四半期から 2024 年第 3 四半期までの債務満期の圧力が高まっている。



VHM のマージン率は安全な水準で維持している。

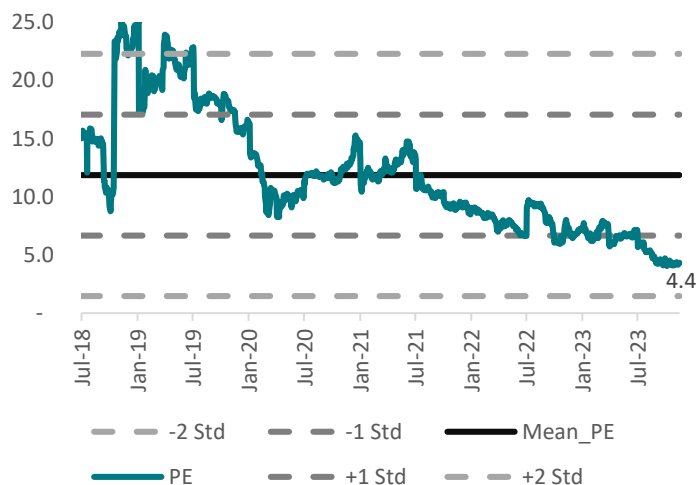


ソース: VHM, BSC Research

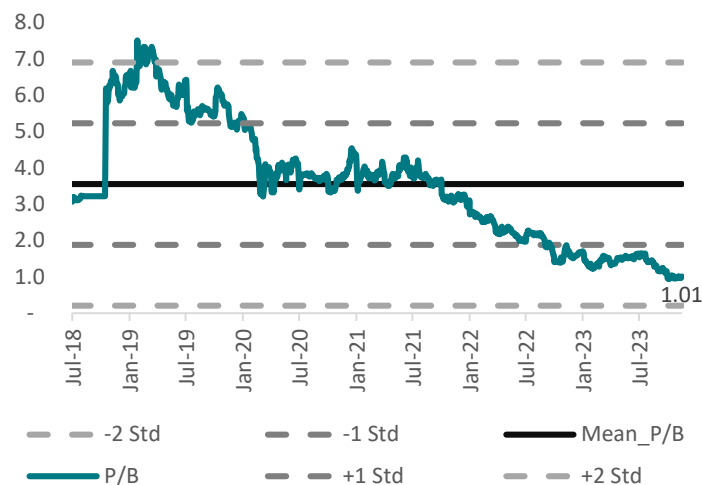
資本調達可能と展開中案件の残り販売額の 76 兆 9,000 億ドンという要素を基づく、BSC は VHM の債務満期の圧力がそれほど大きくないと考えており、特に満期債務の割合は 15% (2 兆 1,490 億ドンの相当) を占めている。また、外国人投資家への「案件卸売」戦略は VHM の迅速な利益をもたらすだけでなく、健全なキャッシュフローを維持することで、大都市を展開する時のキャッシュフロー回転率がより効率的になるだろう。

2. 魅了な評価

PE の評価



PE の評価



ソース: Fiinpro, BSC Research

外国人投資家の売越圧力と弱気な見通しは株価に反映された。現在、VHM の PE2024f と PB2024f はそれぞれ、7.0x、0.88x である。BSC が推奨している目標価格の 60,900 VND/株では、VHM の PE2024f と PB2024f はそれぞれ、9.8x、1.27x である。BSC は、VHM が展開能力と大規模な土地面積があり、利益と営業キャッシュフローが高い水準で維持している企業であることで、上記の評価は非常に魅了的であり、下落リスクが低くて、長期的な投資家向け良い購入店であると考えております。

3. 土地面積が連続で拡大し、案件展開戦略が継続していることのおかげで、長期的な見通しが確保されている。

2023 年第 3 四半期には、VHM は Vinhomes Golden Avenue 案件での 115 製品を販売した。BSC によると、(1) Tier 2 市場における高級住宅の需要が実際に回復していない、(2) 最初の製品の建設・販売開始がマーケティング戦略であるという現在の背景を基づく、と慎重な販売の開始が適切であるだろう。しかし、BSC は Tier 2 市場における低層商品の吸収力が低水準で留まっているという見方を維持しており、「卸売り」戦略が強化され、キャッシュフローの効率をもたらすと期待しております。

社会住宅案件の開始期間は 2024 年に延長されている。政府の実施目標と現不動産業の状況によると、社会住宅セグメントである Happy Home は既存案件と共に今後 VHM の開発の重点となるだろう。

プロジェクトの実施期間は従来の予想よりも長くなる見通し、(2) 2024 年には公営住宅が開発の焦点となる

(1) 案件展開の期間が予測より延長されている、(2) 社会住宅が 2024 年に発展の重点となるだろう。

案件	地位	規模(ヘクタール)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
The Harmony	Hà Nội	97.5											
The Imperia	Hải Phòng	78.5											
Star City	Thanh Hóa	119											
Ocean Park	Hà Nội	420											
Smart City	Hà Nội	280											
Grand Park	TP HCM	271											
Wonder Park	Hà Nội	133											
Ocean Park 2	Hưng Yên	458											
Ocean Park 3	Hưng Yên	294											
Sky Park	Bắc Giang	1.1											
Golden Avenue	Quảng Ninh	116											
Vũ Yên	Hải Phòng	865											
Hải Phòng 新都市区	Hải Phòng	241											
Cam Ranh 都市区	Khánh Hòa	1,254											
Tây Tăng Long	TP HCM	1,293											
Long Beach Cần Giờ	TP HCM	28,656											
Đức Hòa 新都市区	Long An	197											
Nam Tràng Cát 社会住宅	Hải Phòng	26											
Star City 社会住宅	Thanh Hóa	9											
Đông Hà 社会住宅	Quảng Trị	2											
Muối Cam Ranh 社会住宅	Khánh Hòa	87.6											

ソース: VHM, BSC Research

II. リスク

1. 利益率の減少は(1)卸売りの強化、(2)優遇販売政策の展開、(3)新土地面積の増加と土地価格の上昇により原価が上昇することから由来する。
2. 内部関連取引に関するリスク。
3. 不動産業周期の一般的なリスクは展開の進捗状況と案件の吸収率に影響を与える。

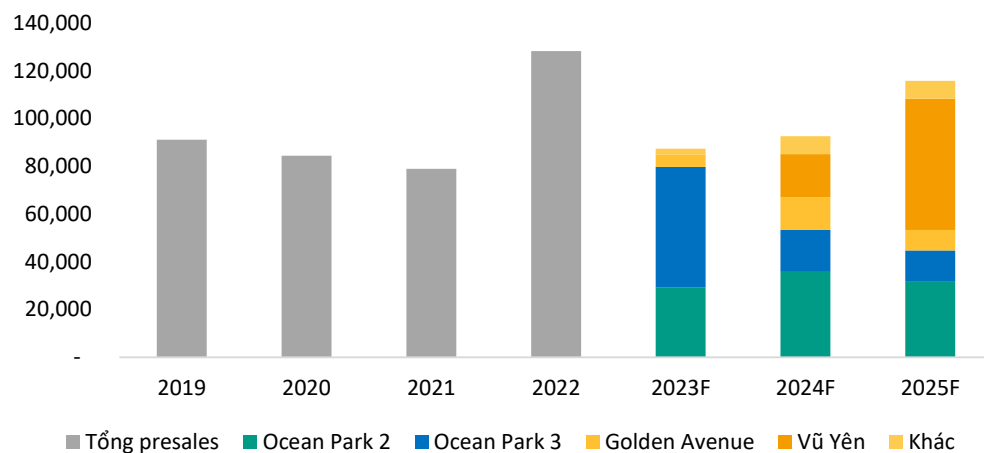
III. 業績予測

BSC は 2023 年には、VHM の総収入を前年比 42%増の 115 兆 5,080 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 27%増の 36 兆 6,840 億ドンと予測しております。この増加は Vinhomes Ocean Park 2 案件と Vinhomes Ocean Park 3 案件の商品の引渡額が 105 兆 8,000 億ドンから由来した。それによると、VHM の 2023 年 EPS、PE と PB がそれぞれ、8,422VND/株、5.0x、1.01xである。

BSC は 2024 年には、VHM の総収入を前年比 17%減の 96 兆 4,080 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 29%減の 26 兆 2,400 億ドン、EPS を 5,966VND/株、PEFW を 6.9x、PBFWD を 0.86xと予測しております。この収入は(1)Ocean Park 3 案件と Golden Avenue 案件の引き渡し、(2)Ocean Park 2 案件と Ocean Park 3 案件での高層製品の卸売りを引き続き強化している。それによると、少数株主利益等控除利益は前年比 28%減、前予測比 29%減の 26 兆 2,000 億ドンだった。

販売業務では、2023 年には、VHM の新規販売額は前年比 32%減の 87 兆 3,000 億ドンであり、Ocean Park 2 案件と Ocean Park 3 案件からの残り分及び Golden Avenue 案件の一部から由来した。2024 年には、VHM の新規販売額は前年比 5.9%増の 92 兆 5,000 億ドンであり、2024 年下半年から Ocean Park 2 案件と Ocean Park 3 案件及び Golden Avenue 案件、Vinhomes Vu Yen から由来するだろう。

VHM の新規販売総額の推定



業績予測

	2022 年	調整前 2023 年	調整後 2023 年	変更率 (%)	% YoY	調整前 2024 年	調整後 2024 年	変更率 (%)	% YoY
売上高	62,393	110,466	115,508	5%	85%	124,659	96,408	-23%	-17%
- 不動産譲渡	51,202	100,927	105,969	5%	107%	115,692	87,441	-24%	-17%
-ゼネコン・設計コンサルティング業務	5,235	3,665	3,665	0%	-30%	2,565	2,565	0%	-30%
- 不動産管理サービス	2,464	3,080	3,080	0%	25%	3,387	3,387	0%	10%
売上原価	(31,696)	(52,100)	(53,018)	2%	67%	(61,743)	(48,335)	-22%	-9%
売上総利益	30,696	58,366	62,490	7%	104%	62,916	48,073	-24%	-23%
販売費用	(2,432)	(5,432)	(5,481)	1%	125%	(5,646)	(4,260)	-25%	-22%
管理費用	(2,644)	(8,943)	(9,024)	1%	241%	(9,296)	(7,013)	-25%	-22%
EBIT	25,621	43,991	47,985	9%	87%	47,974	36,800	-23%	-23%
金融活動による収入	16,690	1,092	1,343	23%	-92%	809	1,174	45%	-13%
財務費用	(4,394)	(2,986)	(3,174)	6%	-28%	(2,668)	(5,130)	92%	62%
税引前利益	38,643	41,999	46,056	10%	19%	46,169	32,898	-29%	-29%

法税	(9,481)	(8,400)	(9,211)	10%	-3%	(9,234)	(6,580)	-29%	-29%
税引後利益	29,162	33,599	36,845	10%	26%	36,935	26,319	-29%	-29%
少数株主持分	331	154	161	4%	-51%	107	79	-26%	-51%
親会社株主帰属利益	28,831	33,445	36,684	10%	27%	36,828	26,240	-29%	-28%
EPS(VND/株)	6,611	7,678	8,422	10%	27%	8,373	5,966	-29%	-29%
売上総利益率	49%	53%	54%			50%	50%		
純利益率	47%	30%	32%			30%	27%		
ROE	20%	18%	20%			17%	12%		

ソース: BSC Research

IV. 評価と推奨

BSC は VHM 株の理論株価を前推奨比 24%減の 6 万 900VND/株と評価し、VHM の投資評価を「買い」と推奨しております。

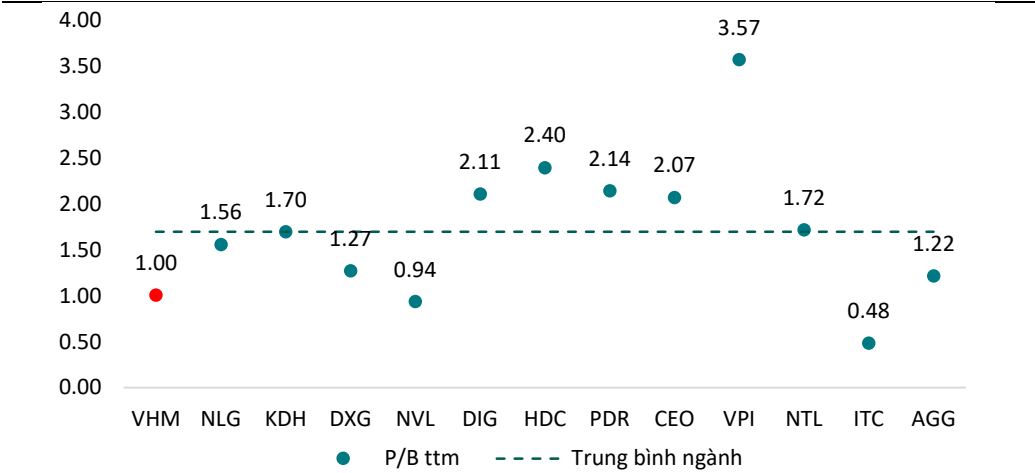
現在、VHM は VHM は上場から最低値で取引している。魅力的な PE2024f と PB2024f はそれぞれ 6.9x、0.86xである。

評価

10 億 VND	方法	VHM
展開中案件	RNAV	182,858
- Vinhomes Ocean Park 2		94,170
- Vinhomes Ocean Park 3		50,409
- Vinhomes Vŭ Yên		30,203
- Vinhomes Golden Avenue		8,076
未展開案件	RNAV	132,385
その他	簿価	50,683
住宅用不動産	RNAV	365,926
割引	20%	(73,185)
再評価価値の合計		292,741
(+)現金と短期的な投資額		13,857
(-)負債と潜在的な負債		(41,220)
企業価値		265,378
流行中株数(100 万株)		4,354.4
現値		41,000
目標価格		60,900
上昇率		48.5%
配当から利回り率		0.1%
WACC		13%

ソース: BSC Research

直近には、海外投資家からの売り圧力はバリュー投資家にとって魅力的な評価と良い買いポイントをもたらしています。



付録

業績(10 億 VND)	2021	2022	2023F	2024F
売上高	84,986	62,393	115,508	96,408
売上原価	(36,526)	(31,696)	(53,018)	(48,335)
売上総利益	48,460	30,696	62,490	48,073
販売費用	(2,289)	(2,432)	(5,481)	(4,260)
企業管理費用	(3,769)	(2,644)	(9,024)	(7,013)
営業利益／損失	42,402	25,621	47,985	36,800
金融活動収益	7,995	16,690	1,343	1,174
金融活動費用	(438)	(2,319)	-	-
借入費用	(2,348)	(2,076)	(3,174)	(5,130)
合併・関連会社関連収益	54	56	-	-
他の収益	518	670	(98)	54
税引前利益	48,183	38,643	46,056	32,898
法人税額	(9,234)	(9,481)	(9,211)	(6,580)
税引後利益	38,948	29,162	36,845	26,319
少数株主持分	124	331	161	79
少数株主利益等控除利益	38,825	28,831	36,684	26,240
EBITDA	43,490	26,837	48,625	37,334
EPS	8,904	6,611	8,422	5,966

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
税引後利益	48,183	38,643	46,056	32,898
原価償却及び割当て	1,088	1,217	640	534
流動資本変更	(13,193)	9,598	(22,165)	(48)
その他	(19,004)	(18,454)	(23,271)	(21,458)
営業活動からキャッシュフロー	17,074	31,004	1,260	11,926
固定資産購入額	(17,898)	(18,299)	(1,000)	(15,000)
他の投資	(4,098)	(8,530)	(8,453)	(17,618)
投資活動からキャッシュフロー	(21,996)	(26,829)	(9,453)	(32,618)
配当金	(5,199)	(9,384)	(77)	(192)
借入から金額	(5,481)	11,400	5,013	17,073
他の未収金	6,515	-	(0)	0
金融活動からキャッシュフロー	(4,165)	2,016	4,936	16,881
初期キャッシュフロー	13,714	4,626	10,817	7,560
中期キャッシュフロー	(9,088)	6,191	(3,257)	(3,812)
最後期キャッシュフロー	4,626	10,817	7,560	3,748

バランスシート(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
短期資産	94,437	196,535	220,272	179,288
現金及び現金相当	4,626	10,817	7,560	3,748
短期的な投資	4,979	6,297	6,297	6,297
短期未収金	37,750	96,209	108,372	79,887
棚卸資産	28,579	64,362	79,044	70,356
他の短期的な資産	18,503	18,851	19,000	19,000
長期資産	136,079	165,277	194,154	239,198
有形固定資産	7,498	9,340	9,855	10,285
建設中長期資産	45,033	50,683	50,683	50,683
長期投資	12,079	15,524	17,076	17,076
他の長期資産	71,470	89,731	116,540	161,154
総資産	230,516	361,813	414,426	418,486
短期借入総額	75,401	187,762	196,625	158,235
買掛金	12,507	15,031	13,437	14,071
短期借入	251	15,330	9,459	10,400
他の短期借入	62,643	157,401	173,730	133,764
長期借入総額	23,708	25,528	32,910	49,041
長期借入	19,668	20,876	31,761	47,892
長期未実施収入	1,251	917	-	-
他の長期借入	2,789	3,735	1,149	1,149
	99,109	213,291	229,535	207,276
出資金	43,544	43,544	43,544	43,544
株式会社化による資本剰余金	1,260	1,260	1,260	1,260
未処分利益	79,413	99,934	136,618	162,857
他の株主資本	524	476	-	-
少数株主持分	6,666	3,309	3,469	3,549
株主資本	131,407	148,522	184,891	211,210
総資本	230,516	361,813	414,426	418,486
流行中株数(100 万株)	4,354	4,354	4,354	4,354

指数(%)	2021	2022	2023F	2024F
支払能力				
流動比率	1.3	1.0	1.1	1.1
当座比率	0.9	0.7	0.7	0.7
資本構成				
負債比率/総資産	9%	10%	10%	14%
負債比率/株主資本	16%	25%	23%	28%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	286	742	544	531
売掛金回収期間	162	563	342	302
買掛金回収期間	444	766	582	531
CCC	5	539	304	302
利益性				
売上総利益率	57%	49%	54%	50%
税引後利益率	46%	47%	32%	27%
ROE	29.6%	19.6%	19.9%	12.5%
ROA	16.9%	8.1%	8.9%	6.3%
評価				
PE	4.7	6.3	5.0	7.0
PB	1.46	1.26	1.01	0.88
成長率(前年同期比)				
売上高	19%	-27%	85%	-17%
税引後利益	101%	-40%	87%	-23%
税引前利益	38%	-25%	26%	-29%
EPS	9%	-26%	27%	-29%

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>

