

ビンホームズ株式会社 – HSX: VHM

郊外に「街」を建設道程

不動産業界 | BSC Research

評価

BSC は VHM 株の 2026 年理論価格を前レポート比+30.8%増の 81,300VND/株と評価し、VHM の投資評価を「買い」としております。

業績予測

Wonder City 案件の販売進捗及び多くの案件展開進捗が期待より速くなったことで、BSC は前レポートに比べて、2025 年及び 2026 年の利益を+11%、+16.5%と上回っております。

- 2025 年には、売上高が前年比+23%増の 125 兆 8,100 億ドンに達する。しかし、金融事業による収入が同-53%減となるに従って、少数株主等控除利益が同+15%増の 36 兆 6,020 億ドンとなると予測されている。
- 2026 年には、売上高は前年比-8%減の 115 兆 1,360 億ドンに達する。金融事業による収入は同+42.7%増の 25 兆 1,580 億ドンに達し、少数株主等控除利益が同+9%増の 39 兆 8,430 億ドンに達すると予測されている。
-

2025 経営計画

2025 年定期株主総会では、VHM は売上高が前年比+76%増の 180 兆ドン、少数株主等控除利益が同+33%増の 42 兆ドンという計画を設定しております。

投資観点

BSC は VHM に対しての投資観点を維持している。それは(1)魅力的な評価、(2)利益の 2024 年～2027 年の CAGR が+19%となり、新規案件販売の売上の 2024 年～2027 年の CAGR が+32.5%となる。VHM の P/B 2025F が 1.0x で、業界平均 P/B(1.3x)より低いということです。

	2023	2024	2025F	2026F
売上高	103,557	102,323	125,810	115,136
売上総利益	35,707	32,967	43,456	38,893
税引後利益	33,371	31,801	36,602	39,843

推奨: 買い

目標価格: 81,300VND

Upside: +38.3%

BSC の研究・分析センター

Lâm Việt

(分析者)

vietl@bsc.com.vn

企業情報

現在価格 (VND/株):	58,800
流行中株数(100 万株):	4,107
時価総額(10 億 VND):	241,516
30 日間平均売買代金 (100 万株):	9.3
外国人投資家保有:	12.2%

EPS	7,654	7,731	8,893	9,681
-----	-------	-------	-------	-------

I. 2025 年第 1 四半期の業績アップデート

売上高及び少数株主等控除利益はそれぞれ、前年同月比+91%増の 15 兆 6,980 億ドン、同+204%増の 2 兆 6,890 億ドンに達す。著しい増加は(1) Vinhomes OCP 2 & 3, Vinhomes Royal Island の案件引渡し、(3) Vinhomes Co Loa のコンサルサーサービス事業による売上高が 7 兆 1,440 億ドンで、総収入の 45.5%を占めたということから由来した。

2025 年第 1 四半期の新規案件販売売上は前年同月比+116%増の 35 兆ドンに達した。そのうち、Vinhomes Wonder Park (Đan Phượng)案件は 28 兆ドンを寄与し、BSC の予測を超えた。2025 年第 1 四半期まで、未実施契約書の価値は 120 兆ドンに達する。

また、VHM は 2025 年展開ポートフォリオに 4 つの案件を追加した。

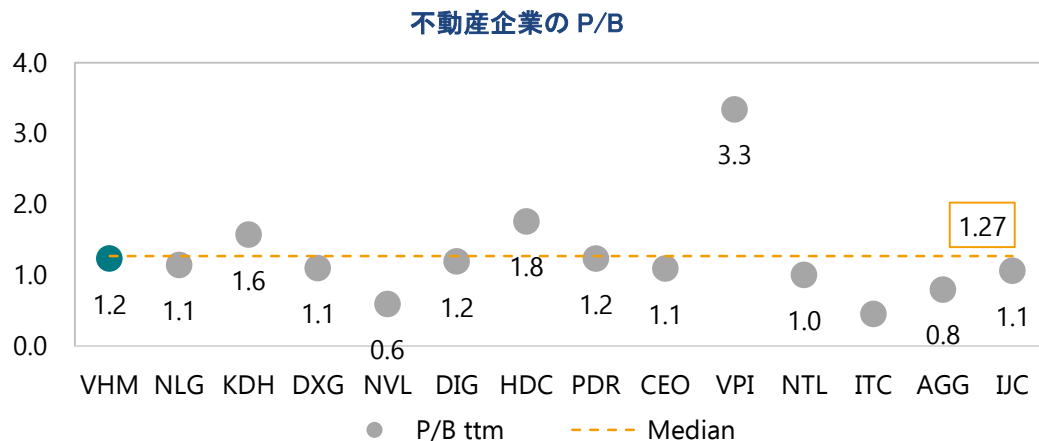
- Vinhomes Lang Văn
- Vinhomes Appolo City
- Vinhomes Quang Hanh
- Vinhomes My Lam

(10 億 VND)	2023	2024	%YoY	1Q2024	1Q2025	%YoY
売上高	103,334	102,045	-1.2%	8,211	15,698	91.2%
– 不動産事業	89,645	74,562	-16.8%	4,085	7,200	76.3%
– D&B (Design & Build) サービス事業	6,681	13,342	99.7%	2,402	2,287	-4.8%
– 不動産管理事業	3,008	2,814	-6.4%	749	970	29.5%
売上高	35,590	32,425	-8.9%	1,774	5,158	190.7%
% 売上総利益	34%	32%		22%	33%	
販売費用	(3,474)	(3,938)	13.4%	(387)	(732)	89.4%
管理費用	(4,183)	(4,846)	15.9%	(525)	(1,373)	161.4%
%販管費用／売上高	7%	9%		11%	13%	
EBIT	27,933	23,641	-15.4%	863	3,053	253.9%
金融事業による収入	20,363	26,343	29.4%	1,956	4,640	137.2%
財務費用	(3,998)	(8,629)	115.9%	(1,369)	(3,860)	181.9%
税引前利益	43,244	40,860	-5.5%	1,416	3,839	171.1%
税引後利益	33,287	35,052	5.3%	904	2,652	193.3%

% 税引後利益率	32%	34%		11%	17%	
少数株主等控除利益	33,125	31,527	-4.8%	885	2,689	203.9%

II. 投資観点

(1) 魅力的な評価: VHM の P/B ttm が 1.2x、P/B 2025F が 1.01x で、業界の平均水準(1.27x)より低い。

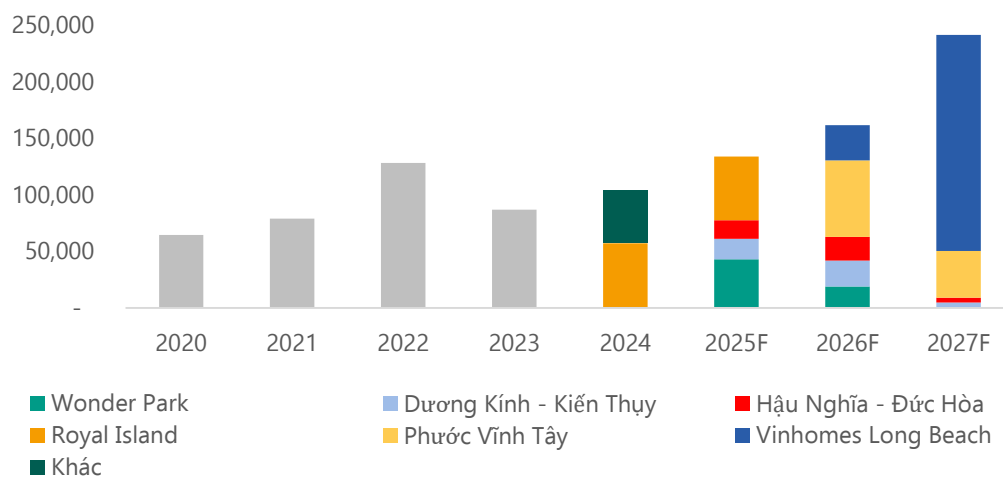


(2) 新規案件販売売上は 2024 年～2027 年における CAGR が+38%に達すると期待されている。

- 2025 年: Vinhomes Wonder Park (133 ヘクタール、ハノイ)、Vinhomes Hau Nghia – Duc Hoa (197 ヘクタール、Long An 県)、Vinhomes Duong Kinh Kien Thuy (240 ヘクタール、Hai Phong)。
- 2026 年: Vinhomes Phuoc Vinh Tay (1,089 ヘクタール、Long An 県)、Vinhomes Long Beach (2,870 ヘクタール、ホーチミン市)、Vinhomes Làng Vân (512ha, Đà Nẵng), Vinhomes Quang Hanh (167 ヘクタール、Quang Ninh)、Vinhomes My Lam (455 ヘクタール、Tuyen Quang 県)

新規案件販売売上の 2024 年～2027 年における CAGR が+38%増となるのは Vinhomes Long Beach 案件(2027 年から販売開始)から由来する。現在まで、これは最大のプロジェクトであり、総評価額の約 25% を占める。

2025 年-2027 年における新規案件販売売上



案件展開進捗

販売進捗	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
OCP 2								
OCP 3								
Royal Island								
Golden Avenue								
Cần Giờ								
Wonder City								
Hậu Nghĩa								
Phước Vĩnh Tây								
Làng Vân								
Quang Hanh								
Mỹ Lâm								

ソース: BSC Research, VHM

III. 評価

BSC は Vinhomes Wonder Park (Đan Phượng), Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa, Vinhomes Phước Vĩnh Tây, Vinhomes Long Beach (Cần Giờ), Vinhomes Làng Vân, Vinhomes Quang Hanh, Vinhomes Mỹ Lâm, OCP2, OCP3, Royal Island, Golden Avenue という案件に対して RNAV 方法を利用し、(2) 未展開案件に対して比較方法を利用している。

10 億 VND	方法	% Tỷ lệ lợi ích	価値
展開中案件	RNAV		330,243
Vinhomes Long Beach	RNAV	100%	132,888
Vinhomes Wonder Park	RNAV	100%	16,725
Vinhomes Hậu Nghĩa Đức Hòa	RNAV	100%	13,854
Vinhomes Phước Vĩnh Tây	RNAV	80%	17,150
Vinhomes Cổ Loa	RNAV	10%	14,558
Vinhomes Dương Kinh – Kiến Thụy	RNAV	100%	9,137
Vinhomes Làng Vân	RNAV	100%	13,657
Vinhomes Quang Hanh	RNAV	99%	132,888
Vinhomes Mỹ Lâm	RNAV	100%	16,725
未展開案件	比較		132,027
割引		10%	(46,227)
再評価の価値			416,042
(+) 現金 + 短期的な投資			31,654
(-) 債務			(113,456)
企業価値			333,741
株数 (100 万株)			4,107.4
現価格			58,800
目標価格			81,300
Upside			+38.3%

ソース: BSC Research

付録

業績 (10 億ドン)	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	103,557	102,323	125,810	115,136
売上原価	(67,850)	(69,356)	(82,354)	(76,243)
売上総利益	35,707	32,967	43,456	38,893
販売費用	(3,663)	(3,791)	(4,738)	(2,793)
管理費用	(4,093)	(4,593)	(5,739)	(3,383)
経営活動による損益	27,951	24,583	32,979	32,717
金融活動事業による収入	19,954	26,844	17,755	25,158
財務費用	(817)	(2,898)	–	–
借入費用	(3,053)	(7,589)	(8,400)	(12,471)
合併・関連会社関連収益	11	3	–	–
他の収益	(735)	(95)	(86)	54
税引前利益	43,310	40,848	42,247	45,457
法人税額	(9,777)	(5,775)	(5,607)	(4,755)
税引後利益	33,533	35,073	36,640	40,703
少数株主持分	161	3,271	38	860
少数株主利益等控除利益	33,371	31,801	36,602	39,843
EBITDA	29,387	26,383	33,997	33,649
EPS	7,654	7,731	8,893	9,681

バランスシート(10 億ドン)	2023	2024E	2025F	2026F
短期資産	242,341	285,479	336,228	545,507
現金及び現金相当	14,103	28,780	26,263	20,929
短期投資	3,834	5,392	5,392	5,392
短期未収金	132,871	168,406	153,493	222,882
棚卸資産	55,318	54,696	122,876	268,099
他の短期資産	36,215	28,205	28,205	28,205
短期資産	202,290	278,730	284,629	300,991
有形資産	11,671	14,622	18,250	21,571
建設中長期資産	60,790	81,990	61,990	61,990
長期的な投資	17,037	16,916	16,916	16,916
他の長期的な資産	112,792	165,201	187,472	200,514
総資産	444,631	564,209	620,858	846,498
短期借入合計	211,073	278,532	280,475	424,859
Nợ phải trả 買掛金	20,452	19,960	36,863	80,430
短期借入	18,290	34,276	22,301	48,259
他の短期借入	172,331	224,296	221,311	296,171
長期借入総額	50,921	64,933	84,110	124,663
長期借入	38,394	47,016	73,155	113,708
未実施収入	771	497	–	–
他の長期借入	11,756	17,420	10,955	10,955
負債総額	261,994	343,465	364,585	549,523
出資金	43,544	41,074	41,074	41,074
株式会社化による資本剰余金	1,260	(6,756)	(6,756)	(6,756)
未処分利益	133,392	167,206	203,808	243,651
他の株主資本	1,106	1,111	–	–
少数株主	3,335	18,108	18,147	19,006
株主資本総額	182,636	220,744	256,273	296,975
総資本	444,631	564,209	620,858	846,498
流行中株数(100 万株)	4,354	4,107	4,107	4,107

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2023	2024E	2025F	2026F
税引後利益	43,310	40,848	42,247	45,457
原価償却及び割当て	1,436	1,800	1,018	932
流動資本変更	(21,951)	(29,146)	(41,271)	(96,150)
他の調整	(21,279)	(35,902)	(23,470)	(27,863)
営業活動からキャッシュフロー	1,517	(22,400)	(21,476)	(77,624)
固定資産購入額	(9,988)	(10,645)	(1,000)	(1,000)
他の投資	(8,644)	36,030	5,986	6,779
投資活動からキャッシュフロー	(18,632)	25,385	4,986	5,779
配当金	–	(605)	(192)	–
借入から金額	20,396	22,760	14,164	66,512
他の未収金	6	(10,463)	0	(0)
投資活動からキャッシュフロー	20,401	11,692	13,972	66,512
初期キャッシュフロー	10,817	14,103	28,780	26,263
中期キャッシュフロー	3,286	14,677	(2,518)	(5,333)
最後期キャッシュフロー	14,103	28,780	26,263	20,929

指数 (%)	2023	2024E	2025F	2026F
支払能力				
流動比率	1.1	1.0	1.2	1.3
当座比率	0.9	0.8	0.8	0.7
資本構成				
借入/ 総資産	13%	14%	15%	19%
借入/ 株主資本	32%	40%	40%	58%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	298	288	545	1,283
売掛金回収期間	468	601	445	707
買掛金回収期間	579	781	708	1,283
現金回収期間	187	108	282	707
利益性				
売上総利益率	34%	32%	35%	34%
税引後利益	32%	34%	29%	35%
ROE	18.4%	15.9%	14.3%	13.7%
ROA	7.5%	6.2%	5.9%	4.8%
評価				
PE	8.1	8.1	7.0	6.4
PB	1.43	1.26	1.07	0.92
成長率				
売上高	66%	–1%	23%	–8%
EBIT	9%	–12%	34%	–1%
税引前利益	15%	5%	4%	11%
EPS	16%	1%	15%	9%

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

Duynch@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

Linhl2@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