

Bloomberg 최고목표주가 VND 105,000

현재주가 (19/10/29) VND 87,600

국가 베트남

거래소 HSX

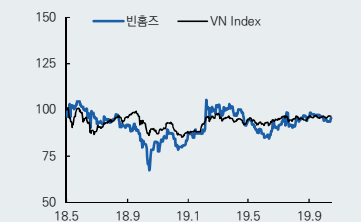
상승여력 19.9%

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
75%	25%	00%

EPS 성장률 (19F,%)	21.5
P/E (19F,x)	16.1
MKT P/E (19F,x)	16.7
배당수익률 (%)	1.1
시가총액 (조VND)	293.4
시가총액 (조원)	14.7
유동주식수 (백만주)	1,016.2
52주 최저가 (VND)	60,000
52주 최고가 (VND)	96,700

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	-4.8	41.7
상대주가	-1.7	-6.3	26.5



[아세안]

박용대  
 02-3774-1782  
 yongdai.park@miraesaset.com

# 빈홈즈 Vinhomes

(VHM VN)

## 베팅해야 할 주가 수준

### 3Q19 실적 리뷰

VHM의 순매출은 10.9조동(+59% YoY)을 기록했다. 9M19까지 올해 목표의 51%밖에 달성하지 못했다. 하지만 4Q19에만 1.5만세대(vs. 9M19 1.4만세대)가 인도될 예정이라 목표 달성은 우려되지 않는다[그림1]. 부동산 판매 매출은 10조동(+81% YoY)을 기록했는데, 이는 빈홈즈 오션파크와 스마트시티의 대량 판매(bulk sales) 때문이다.

매출총이익은 6.8조동(+155% YoY)을 기록했다. 매출총이익률이 62%(+23.4pt YoY)를 기록해 대폭 개선됐는데, 이는 고마진의 대량 판매가 많이 이루어졌기 때문이다.

세후이익은 6.1조동(+52% YoY)을 기록했는데, 이로써 9M19까지 올해 목표의 84%를 달성했다. 지배주주순이익은 5.5조동(+42% YoY)을 기록했다.

### 순조롭게 진행 중인 Mega-city 프로젝트

Mega-city 프로젝트에 대한 반응이 매우 좋다. 오션파크, 스마트시티, 그랜드파크의 분양률은 각각 80%, 76%, 100%를 기록했다. 매매계약서(SPA)를 체결한 세대수는 각각 1.5만세대, 1.1만세대, 2.8만세대다.

분양이 지연이 되어 우려됐던 그랜드파크는 지난 7월말 론칭 이벤트를 개최했는데, 2주만에 1만세대가 분양 완료됐다. 4Q19에는 오션파크 4천세대, 스마트시티 5천세대 등의 분양이 시작 될 예정이다. 편리한 주거환경, 입지, 다양한 마케팅 행사 등에 힘입어 프로젝트에 대한 관심이 고조되고 있어, 분양은 대박 행진을 이어갈 전망이다.

리테일뿐만 아니라 기관(개발사)을 대상으로 하는 대량 판매도 잘 되고 있다. 4Q19에 스마트 시티 5개동, 그랜드파크 21개동에 대한 예비계약을 국내외 개발사들과 체결할 예정이다.

### 주가는 제대로 평가 받지 못하고 있다

Mega-city 프로젝트의 분양 성공에 따라 실적 성장 가시성은 높아지고 있다. 2020년은 분양 완료된 리테일 물량의 입주가 시작되는 해이기 때문에, 실적 성장이 더욱 기대된다. 오션파크, 스마트시티와 그랜드파크의 입주시기는 각각 1Q20, 3Q20, 3Q20이다.

긍정적 전망과는 다르게 최근 주가는 지지부진한 흐름을 이어갔다. 하지만 주가 하락을 야기시킬만한 중대한 개별 이슈는 없었다. 전반적인 베트남 증시 조정에 따른 하락이었다고 본다. 현 주가는 2020년, 2021년 P/E 각각 11.3x, 8.5x에 거래 중이다. 베트남 부동산시장에서 압도적인 1위 개발사이지만, 제대로 된 평가를 받지 못하고 있다. 가시적인 실적 성장을 감안하면 충분히 베팅해야 할 주가 수준이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억VND)	11,217.4	15,297.3	38,664.3	60,387.1	83,849.9	112,029.1
EBIT (십억VND)	2,420.4	3,128.4	7,617.1	22,499.0	31,657.3	42,435.5
EBIT 마진율 (%)	21.6	20.5	19.7	37.3	37.8	37.9
순이익 (십억VND)	1,648.5	1,409.6	14,284.5	18,459.9	26,080.8	34,351.8
EPS (VND)	2,198.4	1,879.2	4,503.0	5,471.9	7,845.9	10,103.1
ROE (%)	58.8	31.0	57.0	30.7	34.0	32.0
P/E (배)			16.3	16.1	11.3	8.5
P/B (배)			5.7	4.7	3.3	2.3

자료: 빈홈즈 Vinhomes, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. VHM - 3Q19 실적 요약

(십억동)

	3Q18	3Q19P	증감율	코멘트
<b>순매출</b>	<b>6,878</b>	<b>10,906</b>	<b>59%</b>	
부동산 판매	5,534	9,992	81%	빈홈즈 오션파크, 스마트시티의 대량 판매(bulk sales) 매출 증가
기타	1,344	914	-32%	
<b>매출총이익</b>	<b>2,656</b>	<b>6,766</b>	<b>155%</b>	
매출총이익율	38.6%	62.0%	23.4%pt	고마진의 대량 판매 비중이 높았음
<b>BCC프로젝트</b>				
<b>세전이익 to VHM</b>	<b>1,337</b>	<b>1,637</b>	<b>22%</b>	빈홈즈 스카이레이크, 스타시티 프로젝트에서 대부분 발생
영업이익	5,117	7,673	50%	
<b>세전이익</b>	<b>5,126</b>	<b>7,626</b>	<b>49%</b>	
<b>지배주주순이익</b>	<b>3,848</b>	<b>5,470</b>	<b>42%</b>	

자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. VHM - 손익계산서

(십억동, %)

	2016	2017	2018	YoY	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	YoY	QoQ
<b>순매출</b>	<b>11,217</b>	<b>15,297</b>	<b>38,806</b>	<b>154</b>	<b>10,535</b>	<b>5,111</b>	<b>6,878</b>	<b>16,400</b>	<b>5,853</b>	<b>20,883</b>	<b>10,906</b>	<b>59</b>	<b>(48)</b>
부동산 판매	9,339	12,780	35,760	181	10,238	4,675	5,534	15,432	4,837	20,128	9,992	81	(50)
매출원가	6,764	10,131	29,080	187	7,676	3,516	4,222	13,666	4,524	11,636	4,140	(2)	(64)
<b>매출총이익</b>	<b>4,454</b>	<b>5,167</b>	<b>9,726</b>	<b>88</b>	<b>2,859</b>	<b>1,595</b>	<b>2,656</b>	<b>2,735</b>	<b>1,329</b>	<b>9,247</b>	<b>6,766</b>	<b>155</b>	<b>(27)</b>
판매비	2,182	2,038	2,326	14	729	248	506	961	427	944	645	27	(32)
판매비	1,298	1,586	1,297	(18)	531	126	218	541	233	323	364	67	13
관리비	884	453	1,029	127	198	122	287	421	194	621	281	(2)	(55)
<b>EBIT</b>	<b>2,272</b>	<b>3,128</b>	<b>7,400</b>	<b>137</b>	<b>2,130</b>	<b>1,347</b>	<b>2,150</b>	<b>1,774</b>	<b>902</b>	<b>8,304</b>	<b>6,121</b>	<b>185</b>	<b>(26)</b>
금융이익	(125)	(688)	12,195	흑전	2,710	3,716	2,967	2,802	2,433	1,719	1,552	(48)	(10)
금융수익	822	964	14,680	1,422	3,011	4,340	3,685	3,644	2,940	2,378	2,340	(36)	(2)
금융비용	947	1,652	2,485	50	301	624	718	842	507	659	787	10	19
이자비용	385	902	2,442	171	300	586	718	838	495	510	717	(0)	41
관계사관련 이익	505	(88)	0	흑전	0	0	(0)	0	0	0	0	흑전	-
<b>영업이익</b>	<b>2,652</b>	<b>2,352</b>	<b>19,596</b>	<b>733</b>	<b>4,840</b>	<b>5,062</b>	<b>5,117</b>	<b>4,575</b>	<b>3,335</b>	<b>10,022</b>	<b>7,673</b>	<b>50</b>	<b>(23)</b>
기타이익	143	(243)	13	흑전	28	43	9	(67)	23	7	(48)	적전	적전
기타수익	182	92	111	21	47	47	26	(8)	32	53	28	8	(47)
기타비용	38	335	98	(71)	19	4	17	59	9	46	75	354	64
<b>세전이익</b>	<b>2,795</b>	<b>2,109</b>	<b>19,609</b>	<b>830</b>	<b>4,869</b>	<b>5,106</b>	<b>5,126</b>	<b>4,508</b>	<b>3,358</b>	<b>10,029</b>	<b>7,626</b>	<b>49</b>	<b>(24)</b>
당기법인세	586	575	4,640	707	910	1,131	875	1,724	574	2,213	1,185	35	(46)
이연법인세	2	(32)	215	흑전	(27)	(196)	212	226	97	(703)	299	41	흑전
세후이익	2,207	1,565	14,754	842	3,986	4,170	4,039	2,558	2,687	8,519	6,142	52	(28)
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,649</b>	<b>1,410</b>	<b>14,234</b>	<b>910</b>	<b>3,906</b>	<b>4,132</b>	<b>3,848</b>	<b>2,347</b>	<b>2,540</b>	<b>7,313</b>	<b>5,470</b>	<b>42</b>	<b>(25)</b>
소수주주순이익	559	156	520	234	80	38	191	211	147	1,206	671	251	(44)

자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. BCC(Business Co-operation Contract) 프로젝트의 9M19 요약 실적 (십억동)

	더하모니 하노이, 저층	임페리아 하이퐁, 저층	드래곤베이 광닌, 저층	스타시티 탄호아, 저층	스카이레이크 하노이, 고층	전체
매출	1,942	1,361	205	2,827	7,223	13,559
매출원가	(1,179)	(727)	(80)	(1,142)	(3,634)	(6,762)
매출총이익	764	634	125	1,684	3,589	6,797
매출총이익율	39%	47%	61%	60%	50%	50%
판관비	5	(150)	(16)	(484)	(1,004)	(1,649)
세전이익	769	484	109	961	2,068	4,391
세전이익 to 빈홈즈(99%)	761	479	108	951	2,047	4,347

자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. VHM - 9M19 요약 실적(BCC 프로젝트를 연결회계 처리한다고 가정) (십억동)

	VHM	BCC 프로젝트	조정된 9M19
순매출	37,642	13,559	51,201
부동산 판매	34,957	13,559	48,516
기타	2,685	-	2,685
매출원가	20,300	6,762	27,062
매출총이익	17,342	6,797	24,139
BCC 프로젝트 이익	4,347	(4,347)	-
영업이익 <sup>1</sup>	21,031	-	21,031
세전이익	21,013	-	21,013
지배주주순이익	15,323	-	15,323

자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터

주: 1. Prime Lands JSC(빈홈즈 Me Linh 프로젝트) 지분매각 금융수익 포함

그림 1. VHM - 2019년에 약 2.9만세대(+168% YoY) 인도될 것으로 예상



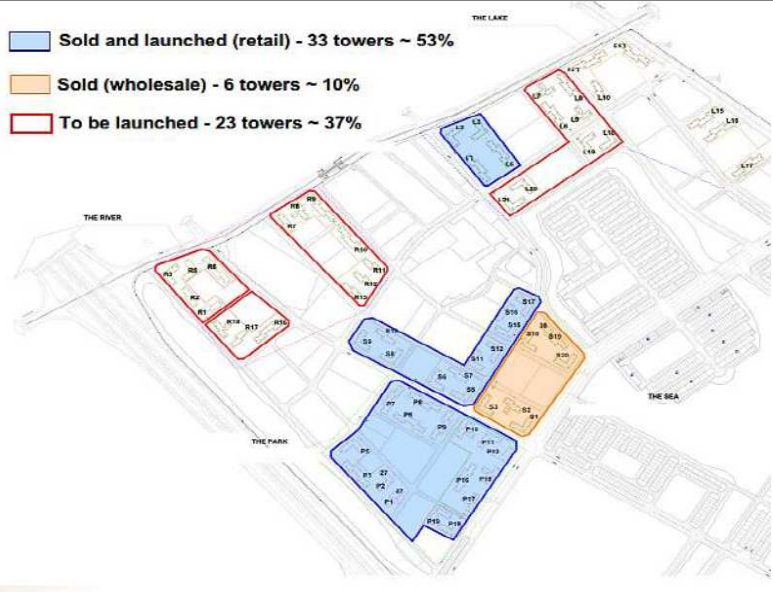
자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 빈홈즈 오션파크 개발현황

**As of September 2019**



Project size area	• 420 ha
Construction start date	• October 2018
% construction completion	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 30 Sep 2019: 26%</li> <li>• Estimated 31 Dec 2019: 32%</li> <li>• Expected delivery start: 1Q2020</li> </ul>



Project infrastructure	• Nearly completed
High-rise component	<ul style="list-style-type: none"> <li>• The Sea zone: Built up to 19 – 24 floor/28 floor</li> <li>• The Park zone: Built up to 26 – 28 floor/28 floor</li> </ul>
Amenities	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vincom Mega Mall built to 4 of 5 floors</li> <li>• Central lake completed. Salt lake is under construction.</li> </ul>
Take-up rate	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SPA signed and deposit secured for c.15,100 units</li> <li>• Take-up rate: 80%</li> </ul>

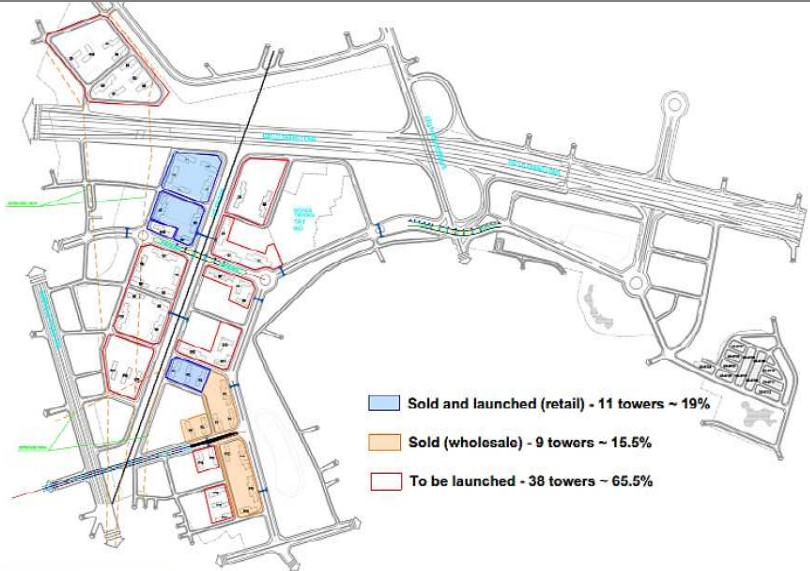
자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 빈홈즈 스마트시티 개발현황

**As of September 2019**



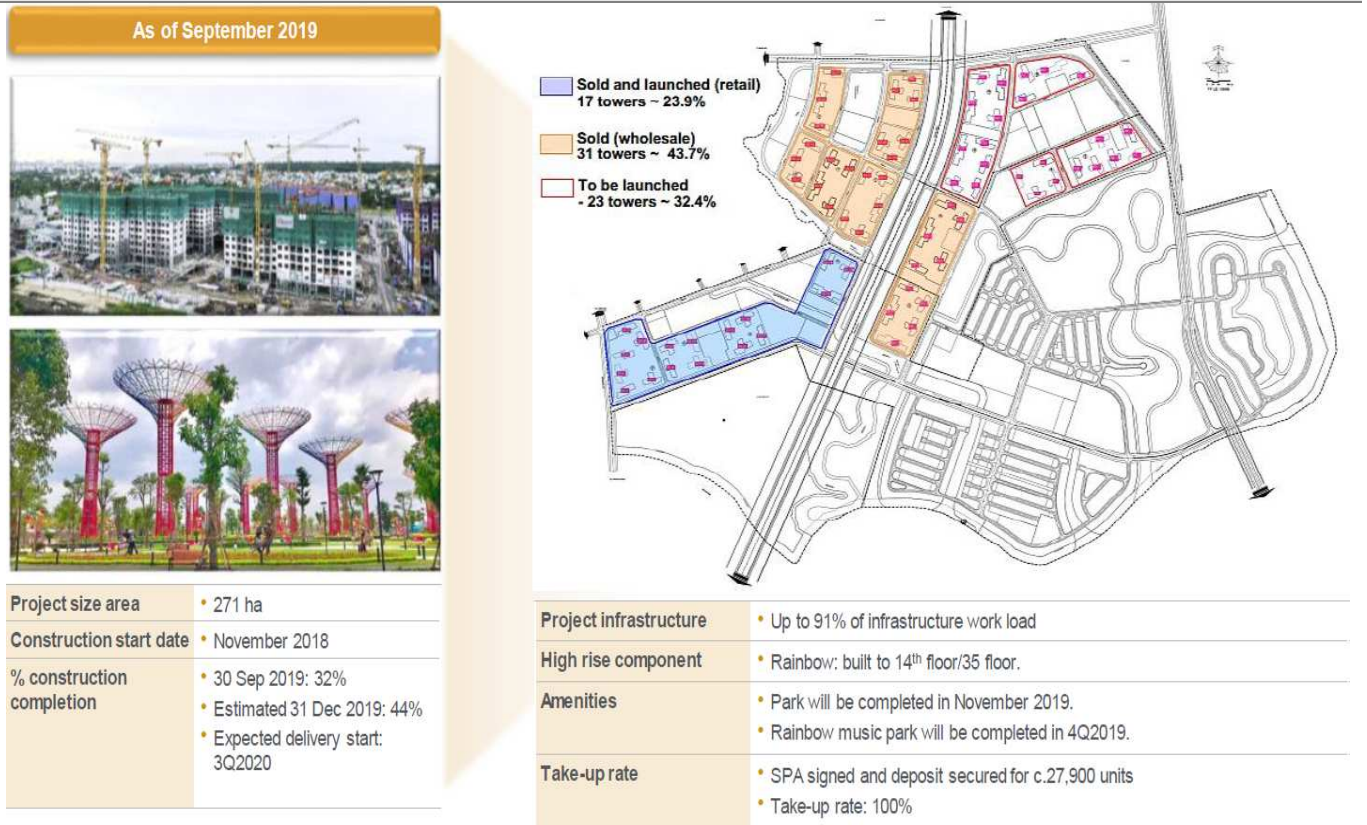
Project size area	• 280 ha
Construction start date	• November 2018
% construction completion	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 30 Sep 2019: 19%</li> <li>• Estimated 31 Dec 2019: 22%</li> <li>• Expected delivery start: 3Q2020</li> </ul>



Project infrastructure	• Main road completed. Other road will be completed based on progress of each area.
High rise component	• S1: built up to 19 <sup>th</sup> floor/35 floor, S2: 24 <sup>th</sup> floor/35 floor, S3: 11 <sup>th</sup> floor/38 floor
Amenities	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Japanese garden and Picnic area completed</li> <li>• VMM is in the completion progress.</li> <li>• Vinschool built to 2<sup>nd</sup> floor.</li> </ul>
Take-up rate	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SPA signed and deposit secured for c.10,900 units</li> <li>• Take-up rate: 76%</li> </ul>

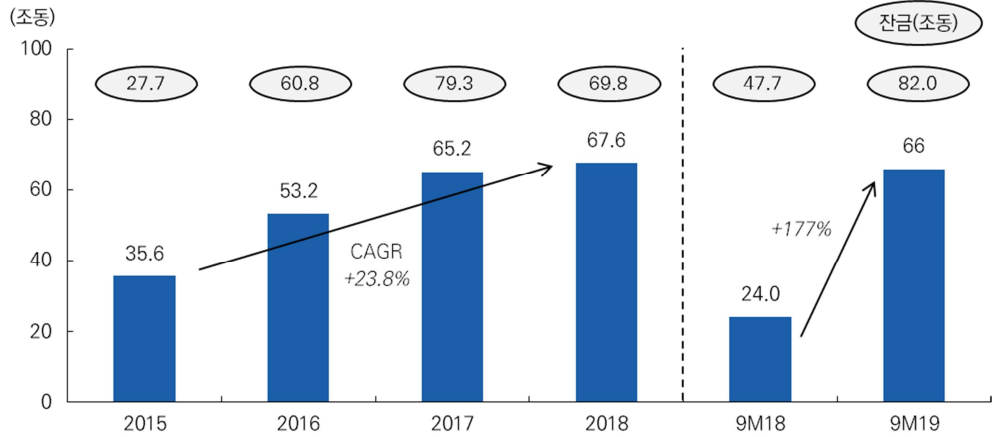
자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 빈홈즈 그랜드파크 개발현황



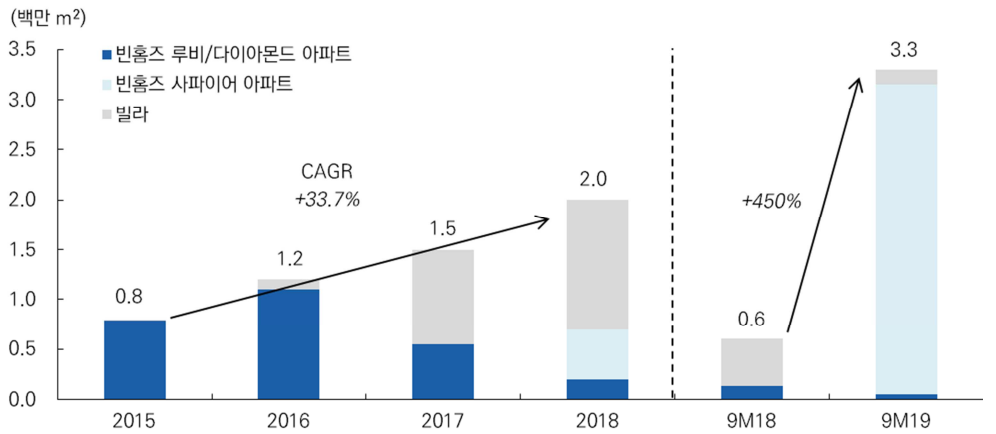
자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. VHM - 연도별 선분양 계약금 및 잔금 추이



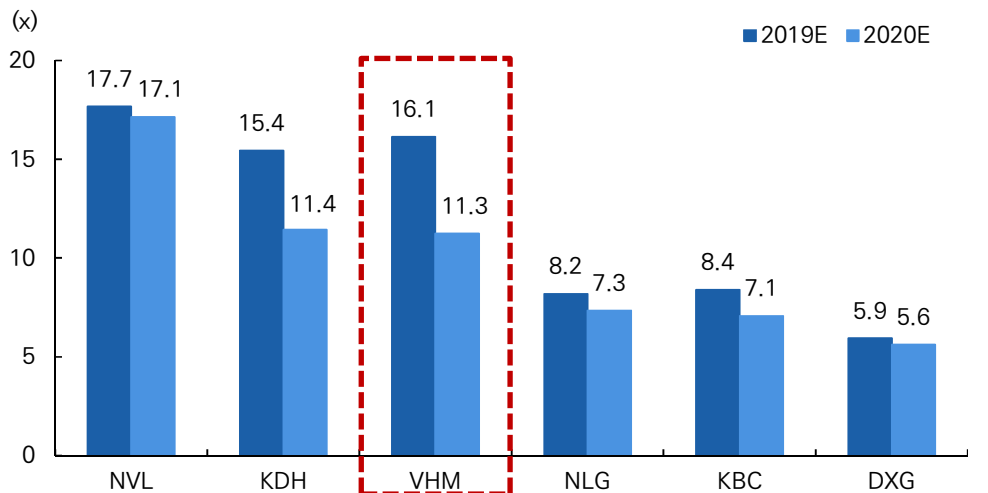
자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터  
주: 잔금 = Unbilled bookings

그림 6. VHM - 부동산 형태별 선분양 NSA 추이



자료: VHM, 미래에셋대우 리서치센터  
주: 빈홈즈 다이아몬드 - 럭셔리아파트, 빈홈즈 루비 - 고가아파트, 빈홈즈 사파이어 - 중가아파트(Mega-city 프로젝트)

그림 7. 베트남 부동산 개발사 P/E 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.