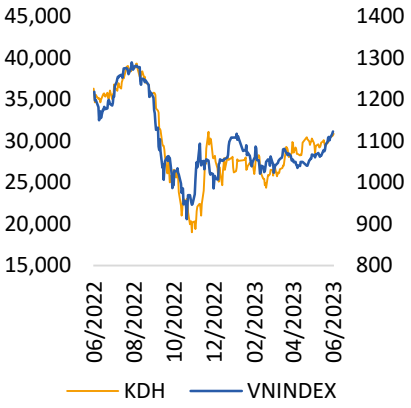
推奨 買い カンディエン不動産株式会社 (HSX: KDH)

現値:	30,700	レポート作成日:	09/06/2023	**株主構成**	
前理論価格:	–	流行中株数(100 万)	716.8	Tiên Lộc 投資有限会社	12.1%
新理論価格:	35,900	時価総額(10 億ドン)	21,397	Gam Ma 投資有限会社	6.0%
配当率:	–	平均売買高	41.4%	Á Âu 投資貿易有限会社	5.9%
上昇率:	16.9%	外国人投資家保有率		Vietnam Enterprise Limited	7.09%

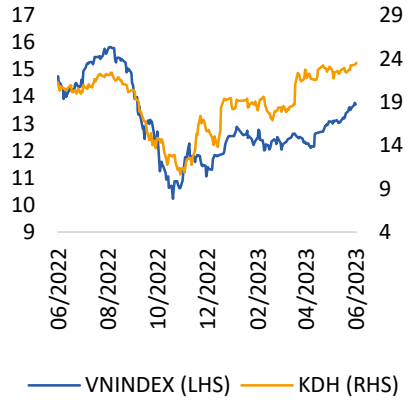
Research Department:

Lam Viet
(不動産業)
vietl@bsc.com.vn

株価の推移



P/E



評価

BSC は RNAV 方法を基づく KDH 株の理論株価を 18.1%増の 3 万 5,900VND/株と評価し、KDH 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、KDH の売上高を前年比 17%減の 2 兆 4,210 億ドン、少数株主利益後利益を同 36%減の 7,110 億ドン、2023 年 Pefw を 30.5x、2023 年 PBfw を 1.77xと予測しております。収入は主に(1) Classia 案件、(2) Lovera Vista 案件、(3) Phong Phu 住宅区案件から由来する。

投資観点

- KDH は内都市で大きな土地面積を保有している。
- (1)外国パートナーと案件の協力の開始、(2)合法的な土地面積、(3)ホーチミン市での住宅需要が大きいという要素のおかげで、KDH は資金源と案件展開戦略にイニシアチブを取る。

リスク

- 不動産業の周期の一般的なリスク
- Tan Tao 住民区案件、Phong Phu2 案件帯、拡大 Le Minh Xuan 工業団地区案件の販売開始計画はより遅れる。
- 上記の 3 案件の寄与率は筆画的大きい。

企業アップデート

2023 年第 1 四半期業績:KDH の売上高は前年同期比 198%増の 4,250 億ドン、年間計画の 13.7%を達成した。税引後利益は同 33%減の 2,010 億ドン、年間計画の 21%を達成した。

2023 年定期株主総会の更新:KDH の 2023 年業績目標は、売上高は前年比 6%増の 3 兆 1,000 億ドン、税引後利益が同 8%減の 1 兆 VND、配当が額面比 10%に設定されています。

	2021	2022	2023F	VN-Index
PE (x)	17.2	20.8	31.4	13
PB (x)	2.2	1.9	1.8	1.7
P/S (x)	5.9	7.6	9.1	3.2
ROE (%)	11.8%	9.2%	5.7%	5%
ROA (%)	8.4%	5.0%	3.2%	15%

	2020	2021	2022	2023F
売上高	4,532	3,738	2,912	2,421
売上総利益率	1,964	1,794	1,460	1,264
親会社株主帰属利益	1,153	1,202	1,103	711
EPS	1,917	1,788	1,478	978
EPS 成長率（%）	22%	−7%	−17%	−34%

I. 2023 年第 1 四半期業績のアップデート：ハイライトは Classia 案件の商品の引き渡しから由来したが、税引後利益は高い水準で減少した。

(10 億 VND)	1Q2022	1Q2023	%YoY
売上高	**143**	**425**	**198%**
- 不動産経営	*129*	*403*	*213%*
-インフラ整備済土地賃貸	*-*	*7*	*-*
- サービス提供	*13*	*16*	*19.5%*
- 工業団地区サービス提供	*1*	*0*	*-82.3%*
売上総利益	**77**	**332**	**329%**
売上総利益率(%)	*54%*	*78%*	
販売費用	(14)	(12)	-12%
管理費用	(58)	(56)	-3%
管販費用/売上高の比率 (%)	*-51%*	*-16%*	
EBIT	5	263	1972%
金融活動事業による収入	2	13	413%
財務費用	3	1	-76.7%
他の利益	305	12	-96%
税引前利益	**310**	**287**	-7.4%
税引後利益	**300**	**201**	-32.9%
親会社株主帰属利益	**299**	**200**	-33.1%
税引後利益率(%)	*210%*	*47%*	

評価

2023 年第 1 四半期には、KDH の売上高は前年同期比 198%増の 4,250 億ドンで、年間計画の 13.7%を達成した。
しかし、税引後利益は前年同期比 33%減の 2,010 億ドンで、年間計画の 21%を達成した。

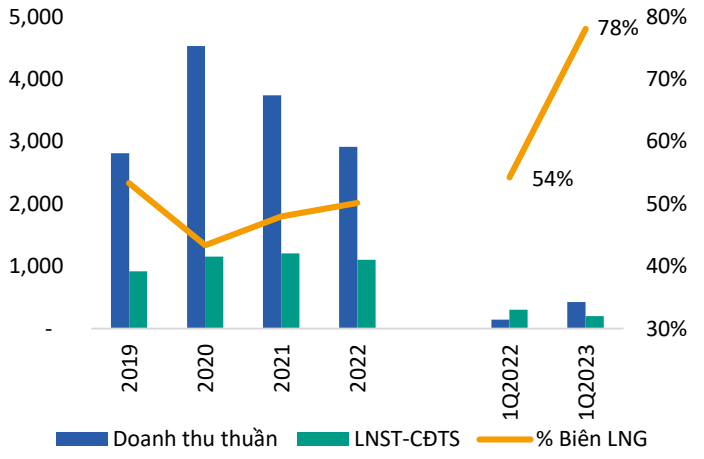
売上総利益率は 78%で、前年同期の 54%から増加した。

2023 年第 1 四半期には、KDH は資本金の 14.8%と相当する Phuoc Nguyen である子会社の株式を追加購入した。購入額は 2,301 億 VND だった。そのために、Doan Nguyen 不動産有限会社における保有率を 99.7%に引き上げた。

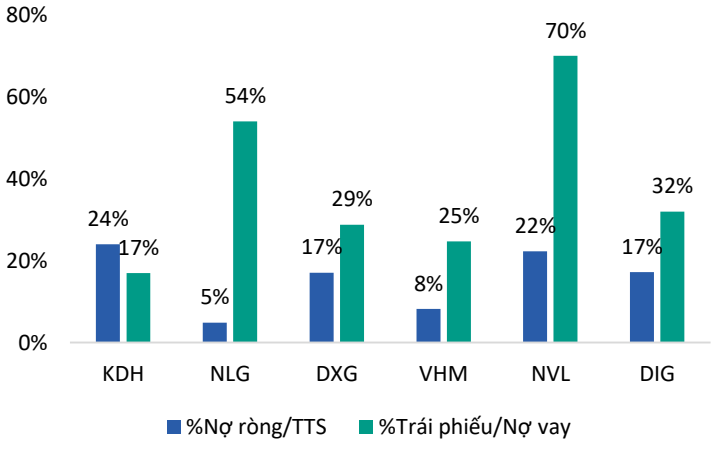
2023 年第 1 四半期には、Classia 案件はアパート 50 戸を販売した。同案件の吸収率は 85%を達した。

ソース: KDH, BSC Research

2019 年から現在までの業績



貸付からのレバレッジ利用の強化



ソース: KDH, BSC Research

II. 1）外国パートナーと案件の協力の開始、（2）合法的な土地面積、（3）ホーチミン市での住宅需要が大きいという要素のおかげで、KDH は資金源と案件展開戦略にイニシアチブを取る。

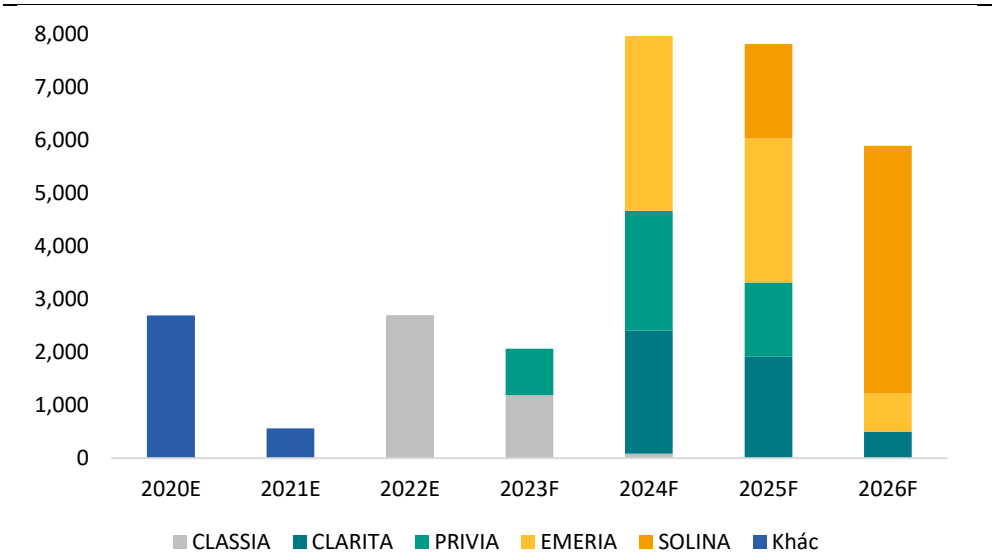
2024 年～2026 年の期間における新規販売額は新規案件のおかげで、増加するだろう。具体的には、2023 年には、BSC は KDH の新規販売総額が 2 兆 670 億ドンで、Classia 案件と The Privia 案件から寄与した。

2024 年～2025 年の期間には、KDH は(1) The Privia 案件、(2) Clarita (Bình Trưng) 案件、(3) Emeria (Đoàn Nguyên) 案件を引き続き販売することで、2024 年と 2025 年の販売総額はそれぞれ、前年比 285%増の 7 兆 9,650 億ドン、同 2%減の 7 兆 8,140 億ドンであると推定されております。

Keppel Corp の情報によると、Keppel と Keppel Vietnam Fund(KVF)は ThuDuc 市に設置している KDH の Clarita 案件と Emeria 案件における保有率の 49%を購入するために KDH と契約を署名し、契約額が 3 兆 1,800 億ドンである。

BSC は、(1)都市土地面積がよく吸収する可能性があり、販売価格が高い水準で維持する、(2)ブランド名、展開経験が証明された、(3)海外パートナーと協力していることということのおかげで、今後 2～3 年間における利益成長が押し上げられると考えております。

2024 年～2026 年の期間における新規販売総額は増加すると期待されております。



(*)Lê Minh Xuân 工業団地区案件を含まない

ソース: BSC Research の推定

III. 市内土地面積の 444.3 ヘクタールは外国パートナーとの協力のおかげで利用を待っている。

これは KDH が良好な原価価格で長期にわたって展開して、現在土地収用を実施している土地面積である。BSC は(1)西部の州を結ぶ交通及び第 3 ベルトロードが展開進捗を加速することに集中している、(2)市内の都市面

積の不足とインフラの改善により、外都市に土地面積に移る傾向という要素のおかげで、販売上昇傾向が維持されていると考えております。

案件	規模(ha)	地位	保有率(%)	タイプ	製品数	状況
Classia	4.3	Phú Hữu, 9 区, ホーチミン市	99.4%	低層住宅	176	入居率:85%
The Privia	1.9	Bình Tân 区, ホーチミン市	100.0%	高層住宅	1,043	建設の展開中、2023 年下半期に販売を開始する予定。
Clarita	5.8	Bình Trưng Đông, ホーチミン市	99.9%	低層住宅	159	1/500 の計画があり、土地収用の完了、2024 年に展開する予定。
Emeria	6.1	Bình Trưng Đông, ホーチミン市	99.7%	低層住宅 高層住宅	67 864	1/500 の計画があり、土地収用の完了、2024 年に展開する予定
Solina	16.7	Bình Chánh, ホーチミン市	100.0%	低層住宅	500	土地収用の完了、承認中
拡大 Lê Minh Xuân 工業団地区	109.9	Bình Chánh, ホーチミン市	100.0%	工業団地区	102 ha	土地収用の完了、法的手続きを完了している
Tân Tạo 住民区	330	Bình Tân, ホーチミン市	100.0%	N/A	N/A	土地収用率は 80～85%である。
第 2Phong Phú 案件帯	132.9	Bình Chánh, ホーチミン市	100.0%	N/A	N/A	土地収用率は約 30%である。

ソース: KDH, BSC Research

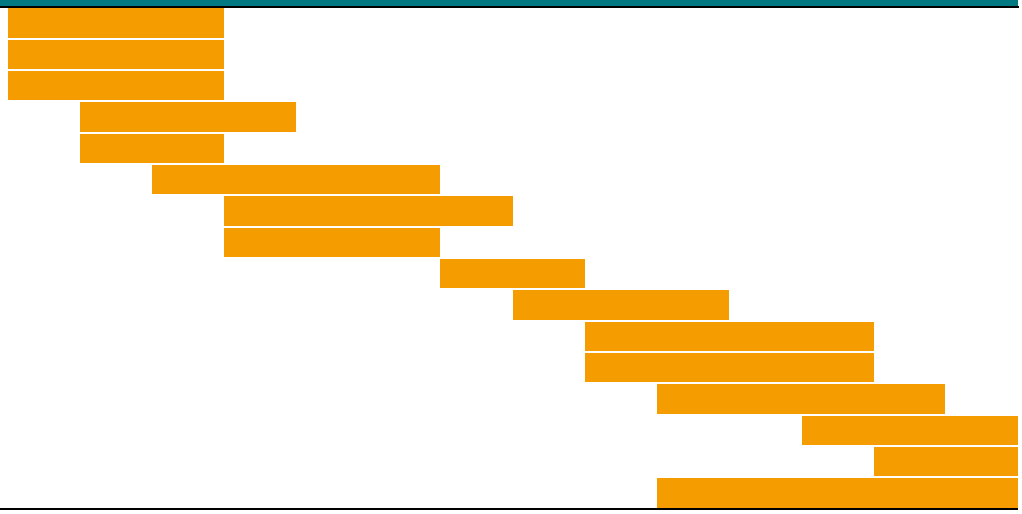
IV. 2023 年業績予測

10 億 VND	2022A	2023F	%YoY	評価
売上高	**2,912**	**2,421**	−17%	BSC は、KDH の 2023 年売上高を前年比 17%減の 2 兆 4,210 億ドンと推定しております。
- *– 不動産経営*	2,355	5,978	−17.4%	
- *–インフラ整備済土地賃貸*	–	7		
- *– サービス提供*	63	70	10.0%	
- *– 工業団地区サービス提供*	3	3	19.1%	**上記の業績予測は情報の制限により Keppel Corp と KDH との間の協力契約価値を含まない。**
売上総利益	**1,460**	**1,264**	−13%	
売上総利益率(%)	(394)	(308)	−21.9%	
EBIT	**1,065**	**956**	−10.2%	
金融活動事業による収入	18	8	−54.4%	負債は前年比 2%減の 6 兆 6,410 億ドンだった。
財務費用	(91)	(85)		
他の利益	**419**	**15**	−96.5%	
税引前利益	**1,411**	**893**	−36.7%	
法人税額	328	179		**2023 年の親会社株主利益は前年比 36%減の 7,110 億ドンである。**
税引後利益	**1,082**	**715**	−34%	
親会社株主利益	**1,103**	**711**	−36%	
EPS	**1,478**	**978**	−34%	
売上総利益率(%)	**50.1%**	**52.2%**		
純利益率(%)	**37.2%**	**29.5%**		

ソース: KDH. BSC Research

KDH の案件進捗

	規模 (ha)	販売期間	商品数	入居率
The Venica	3.1	1Q2016	40	100%
Lucasta	8.2	4Q2015	140	100%
Merita	3.1	1Q2017	130	100%
Jamila	1.7	2Q2017	870	100%
Rosita	3.1	3Q2017	120	100%
Safira	2.7	4Q2018	1,600	100%
Lovera Vista	1.8	4Q2019	1,300	100%
Verosa Park	8.1	3Q2019	300	100%
Classia	4.3	2Q2022	176	80%
Privia	1.9	2H2023	1,043	0%
Clarita	5.8	2024F	159	0%
Emeria	6.0	2024F	931	0%
The Solina	16.4	2025F	500	0%
Phong Phú 2	132.9	N/A	N/A	0%
KDC Tân Tạo	329.0	N/A	N/A	0%
KCN Lê Minh Xuân	109.9	2025F	102	0%



ソース: KDH. BSC Research

V. リスク

1. 不動産業の周期の一般的なリスク。
2. Tan Tao 住民区案件、Phong Phu2 案件帯、拡大 Le Minh Xuan 工業団地区案件の販売開始計画はより遅れる。
3. 上記の 3 案件の寄与率は筆画的大きい。

VI. 評価

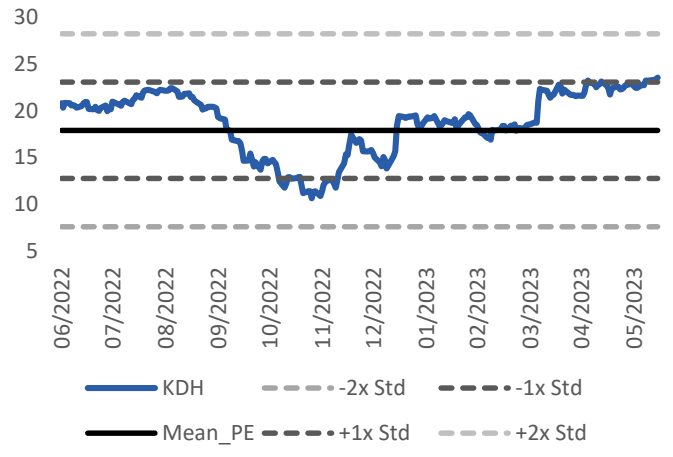
BSC は RNAV 方法を基づく KDH 株の理論株価を 18.1%増の 3 万 5,900VND/株と評価し、KDH の投資評価を「買い」と推奨しております。

評価

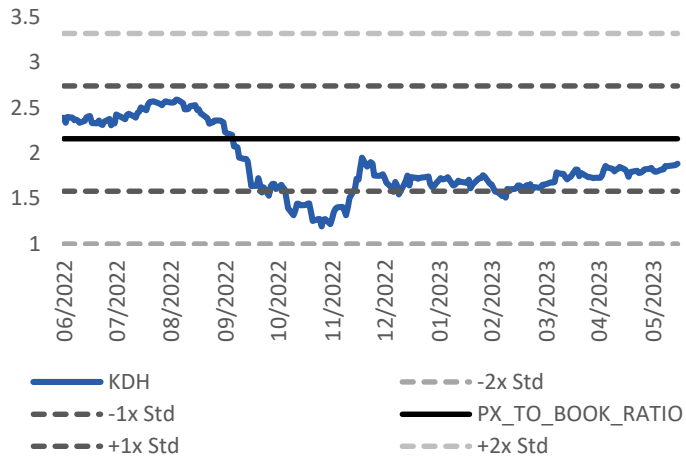
10 億 VND	方法	再評価	保有率(%)	KDH
Classia	RNAV	1,633	*99%*	1,624
Clarita	RNAV	2,245	*100%*	2,242
Privia	RNAV	1,738	*100%*	1,738
Emeria	RNAV	2,938	*100%*	2,930
The Solina	RNAV	1,815	*100%*	1,815
Lê Minh Xuân 工業団地区	RNAV	2,670	*100%*	2,670
Tân Tạo 住民区	比較	13,352	*100%*	13,352
第 2Phong Phú 案件帯	比較	3,842	*100%*	3,842
その他	Book value			1,036
住宅用不動産	**RNAV**			**31,248**
割引	**0%**			-
再評価価値の合計				**31,248**
(+)現金と短期的な投資額				1,096
(−)負債と潜在な負債				(6,641)
企業価値				**25,703**
流行中株数(100 万株)				716.8
現値				30,700
目標価格				**35,900**
上昇率				**16.9%**
配当から利回り率				-
WACC				13%

ソース: BSC Research

Stock PE



Stock P/B



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10 億 VND)	2022	2023F	2024F	2025F
売上高	**2,912**	**2,421**	**6,051**	**8,711**
売上原価	(1,452)	(1,157)	(3,593)	(4,818)
売上総利益	**1,460**	**1,264**	**2,458**	**3,893**
販売費用	(175)	(163)	(413)	(596)
企業管理費用	(219)	(145)	(366)	(529)
営業利益／損失	**1,065**	**956**	**1,679**	**2,768**
金融活動収益	18	8	7	9
金融活動費用	(82)	(49)	(62)	(67)
借入費用	(9)	(37)	(42)	(43)
合弁・関連会社関連収益	–	–	–	–
他の収益	419	15	87	106
税引前利益	**1,411**	**893**	**1,668**	**2,773**
法人税額	(328)	(179)	(500)	(555)
税引後利益	**1,082**	**715**	**1,167**	**2,218**
少数株主持分	(21)	4	1	2
少数株主利益等控除利益	**1,103**	**711**	**1,166**	**2,216**
EBITDA	810	961	1,692	2,787
EPS	1,478	978	1,562	2,968

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2022F	2023F	2024F	2025F
税引後利益	1,411	893	1,668	2,773
原価償却及び割当て	(255)	5	13	19
流動資本変更	(1,401)	(1,444)	(2,096)	(947)
その他	(801)	(901)	(1,329)	(1,400)
営業活動からキャッシュフロー	**(1,047)**	**(1,447)**	**(1,744)**	**444**
固定資産購入額	(61)	(113)	(103)	(77)
他の投資	(735)	67	1,145	43
投資活動からキャッシュフロー	**(797)**	**(46)**	**1,042**	**(34)**
配当金	–	(77)	(192)	(192)
借入から金額	3,000	(130)	1,815	200
他の未収金	231	–	–	–
金融活動からキャッシュフロー	**3,231**	**(206)**	**1,623**	**8**
初期キャッシュフロー	1,365	2,753	1,053	1,974
中期キャッシュフロー	1,387	(1,699)	921	419
最後期キャッシュフロー	**2,753**	**1,053**	**1,974**	**2,393**

バランスシート(10 億ドン)	2022	2023F	2024F	2025F
短期資産	**20,506**	**20,288**	**24,570**	**26,315**
現金及び現金相当	2,753	1,053	1,974	2,393
短期的な投資	43	43	43	43
短期未収金	5,208	5,018	5,343	6,680
棚卸資産	12,453	14,083	17,122	17,150
他の短期的な資産	49	90	89	48
長期資産	**1,033**	**1,863**	**1,880**	**3,023**
有形固定資産	81	100	147	215
建設中長期資産	750	1,100	20	20
長期投資	102	102	102	102
他の長期資産	101	561	1,611	2,686
総資産	**21,539**	**22,151**	**26,451**	**29,339**
短期借入総額	**3,503**	**3,480**	**4,945**	**5,451**
買掛金	109	211	257	257
短期借入	1,195	1,177	1,374	1,461
他の短期借入	2,199	2,092	3,314	3,733
長期借入総額	**6,242**	**6,112**	**7,729**	**7,843**
長期借入	5,576	5,465	7,082	7,196
長期未実施収入	12	–	–	–
他の長期借入	653	647	647	647
買掛金の総額	**9,745**	**9,592**	**12,674**	**13,294**
出資金	7,168	7,168	7,168	7,168
株式会社化による資本剰余金	1,312	1,312	1,312	1,312
未処分利益	2,780	3,491	4,657	6,874
他の株主資本	297	347	397	447
少数株主持分	237	241	242	244
株主資本	**11,795**	**12,559**	**13,777**	**16,045**
総資本	**21,539**	**22,151**	**26,451**	**29,339**
流行中株数(100 万株)	717	717	717	717

指数(%)	2022F	2023F	2024F	2025F
支払能力				
流動比率	5.9	5.8	5.0	4.8
当座比率	2.3	1.8	1.5	1.7
資本構成				
負債比率/総資産	31%	30%	32%	30%
負債比率/株主資本	59%	54%	62%	55%
稼動能力				
棚卸資産回転期間	3,130	4,444	1,739	1,299
売掛金回収期間	653	757	322	280
買掛金回収期間	212	289	113	84
CCC	3,571	4,911	1,949	1,495
利益性				
売上総利益率	50%	52%	41%	45%
税引後利益率	37%	30%	19%	25%
ROE	9.2%	5.7%	8.5%	13.8%
ROA	5.0%	3.2%	4.4%	7.6%
評価				
PE	20.8	31.4	19.7	10.3
PB	1.90	1.79	1.63	1.39
成長率(前年同期比)				
売上高	−22%	−17%	150%	44%
税引後利益	−24%	−10%	76%	65%
税引前利益	−10%	−34%	63%	90%
EPS	−17%	−34%	60%	90%

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>