

推奨

買い

キンバック都市開発株式会社(HSX: KBC) TRANG DUE 3 案件から恩恵を受ける

現値:	27,900	レポート作成日:	13/06/2023	株主構成	
前理論価格		流行中株数(100万)	768	ĐẶNG THÀNH TÂM	24.9%
新理論価格:	34,000	時価総額(10億ドン)	21,877	KINH BẮC INVESTMENT	8.0%
配当率		平均売買高:	7.8	VINATEX	5.1%
上昇率	22%	外国人投資家保有率	18.53%		

業界分析

Phạm Quang Minh
(港湾、建設用材料)
minhpq@bsc.com.vn

評価

BSCはRNAV方法に基づく、KBC株の2023年理論価格を2023年6月12日の終値比22%増の3万4,000VND/株と評価し、KBCの投資評価を「買い」としております。

株価の推移



業績予測

BSCは2023年には、Quang Chau工業団地区の80ヘクタール、Nam Son Hap Linh工業団地区の93ヘクタールとTan Phu Trung工業団地区の22ヘクタールを引き渡すことのおかげで、KBCの売上高を前年比728%増の7兆8,640億ドン、少数株主持分-税引後利益を同51%増の2兆3,080億ドン、EPSfwを3,007VND/株、PEfwdを9.3、PBfwdを1.1xと予想しております。

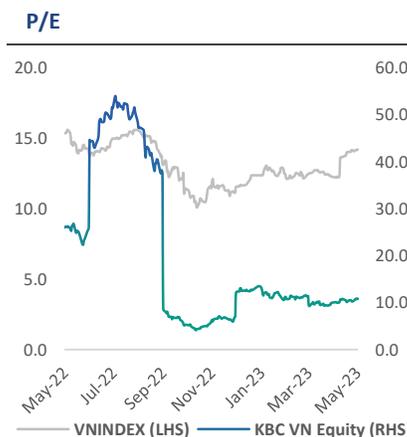
BSCは2024年には、Trang Due 3工業団地区の125ヘクタールを引き渡すことのおかげで、KBCの売上高を前年比49%増の11兆7,790億ドン、少数株主持分-税引後利益を同1%増の2兆3,250億ドン、EPSfwを3,029VND/株、PEfwdを9.3、PBfwdを1.0xと予想しております。

投資観点

- (1) 2023年～2024年の業績は(1)ハイテク製造センターのシフト波、(2)土地面積の687ヘクタールが展開されたという要素のおかげで、毎年2兆VND以上維持し、2022年に比べて大きく成長する
- (2) Trang Cat 都市区案件は2025年以降KBCの成長原動力となり、販売総額が59兆VNDであり、利益が34兆VNDであるだろう。
- (3) 土地面積はTan Tap工業団地区、Loc Giang工業団地区とLong Anハイテク区の1,263ヘクタールのおかげで、長期的に追加されるだろう。

企業アップデート

2023年第1四半期には、KBCはQuang Chau工業団地区案件の49.6ヘクタールの賃貸からの利益を計上したことで、KBCの売上高及び少数株主持分-税引後利益はそれぞれ前年同期比221%増の2兆2,230億ドン、同96%増の9,410億ドンだった。



- 工業団地区賃貸の収入は Quang Chau 工業団地区案件の 49.6 ヘクタールの賃貸からの利益を計上したことのおかげで、前年同期比 221%増の 2 兆 780 億ドンだった。
- 不動産事業の収入は前年同期比 93%減の 210 億ドンだった。

指数	2021	2022	2023F	Peer
PE (x)	18.2	9.8	9.3	12
PB (x)	1.2	0.8	1.1	1.2
PS (x)	4.7	15.7	2.7	1.4
ROE (%)	7%	9%	11%	11%
ROA (%)	4%	4%	6%	6%

業績	2021	2022	2023F	2024F
売上高	4,246	950	7,864	11,754
売上総利益	2,467	266	4,796	5,433
税引後利益	1,095	1,526	2,308	2,325
EPS	1,922	1,988	3,007	3,029
EPS 成長率	21%	3%	51%	1%

I. 2023 年第 2 四半期業績のアップデート

2023 年第 1 四半期業績

業績	Q1.2022	Q1.2023	% YoY
売上高	692	2,223	221%
工業団地区賃貸事業	317	2,078	555%
不動産譲渡事業	288	21	-93%
ユーティリティ	74	97	30%
在庫賃貸	13	28	120%
売上原価	(413)	(672)	63%
売上総利益	279	1,551	456%
工業団地区賃貸事業	160	1,466	816%
不動産譲渡事業	80	7	-91%
ユーティリティ	31	58	85%
在庫賃貸	7	20	176%
金融活動事業による収入	70	155	123%
財務費用	(145)	(132)	-9%
そのうち、借入コスト	(128)	(97)	-24%
連結会社からの利益	-	-	
販売費用	(29)	(151)	427%
管理費用	(115)	(105)	-9%
経営活動による利益	71	1,315	1741%
純収入	499	(1)	-100%
税引前利益 (EBT)	570	1,314	130%
法人税率	(47)	(257)	447%
税引後利益 (NPAT)	523	1,056	102%
少数株主持分	43	116	171%
親会社株主利益 (NPATMI)	481	941	96%
売上総利益率	40%	70%	29%
工業団地区賃貸事業	50%	71%	20%
不動産譲渡事業	28%	34%	6%
ユーティリティ	42%	60%	18%
在庫賃貸	57%	71%	14%

BSC の評価

2023 年第 1 四半期には、KBC は Quang Chau 工業団地区案件の 49.6 ヘクタールの賃貸からの利益を計上したことで、KBC の売上高及び少数株主持分-税引後利益はそれぞれ前年同期比 221%増の 2 兆 2,230 億ドン、同 96%増の 9,410 億ドンだった。

- 工業団地区賃貸の収入は Quang Chau 工業団地区案件の 49.6 ヘクタールの賃貸からの利益を計上したことのおかげで、前年同期比 221%増の 2 兆 780 億ドンだった。
- 不動産事業の収入は前年同期比 93%減の 210 億ドンだった。

売上総利益率は 70%で、前年同期の 40%から増加した。

借入費用は前年同期比 24%減の 970 億ドンだった。

一般的な評価: 2023 年第 1 四半期業績の増加は Quang Chau 工業団地区案件の引き渡しから由来した。

純利益率	69.5%	42.3%	-27%
------	-------	-------	------

ソース: KBC, BSC Research

KBC の案件の進捗のアップデート

KBC の工業団地区リスト

順番	案件	保有率 (%)	2022 年の残り面積(ヘクタール)	2022 年の入居率 (%)	状況
A 工業団地区案件					
- 賃貸中					
1	Quang Châu 工業団地区	88%	13	79%	- 2022 年末の時点で、MOU 土地面積の合計は 77 ヘクタールであり、そのうち、2023 年第 1 四半期に 64 ヘクタールを引き渡した。
2	Quang Châu 拡大工業団地区	88%	67		
3	Nam Sơn Lạp Hĩnh 工業団地区	100%	170	17%	- 2022 年末時点では、まだ引き渡さない賃貸契約済総面積は 30 ヘクタールである。2023 年第 1 四半期には、KBC は Goertek に MOU の 62.7 ヘクタールを署名した。
4	Tân Phú Trung 工業団地区	72%	81	74%	- 2022 年末時点で、まだ引き渡さない賃貸契約済総面積は 17 ヘクタールである
5	Tràng Duệ 1, 2 工業団地区	100%	-	100%	入効率: 100%
6	Quế Võ 1, 2 工業団地区	100%	-	100%	入効率: 100%
商業用面積の合計(ヘクタール)			331		
- 法的な手続きの完成中、賃貸待ち					
7	Tràng Duệ 3 工業団地区	87%	687	0%	- 2022 年末の時点で、MOU 土地面積の合計は 115 ヘクタールであり、賃貸価格は 130~140 ドル/m2 だった。 - 2023 年第 1 四半期には、Tràng Duệ 3 工業団地区は 2040 年まで Hai Phong 市の総合調整計画に追加された。
8	Tân Tập 工業団地区	57%	654	0%	- 投資方針が承認され、法的手続きが展開されている。投資済金額は 1,280 億ドンだった。
9	Lộc Giang 工業団地区	72%	466	0%	- 投資方針が承認され、法的手続きが展開されている。投資済金額は 500 億ドンだった。
10	Long An 工業団地区帯		143	0%	
	- Tân Tập 工業団地区帯	87%	71		
	- Phước Vĩnh Đông 1 工業団地区帯	100%	50		- 1/500 計画が承認され、土地収用中。
	- Phước Vĩnh Đông 2 工業団地区帯	88%	47		
	- Phước Vĩnh Đông 4 工業団地区帯	72%	50		
11	Hưng Yên 工業団地区帯		375	0%	
	- Kim Động 工業団地区帯	100%	75		- 2022 年 6 月には、KBC は工業団地区を 20230 年まで県計画に追加する申請を提出した。
	- Chính Nghĩa 工業団地区帯	100%	75		
	- Ân Thi 工業団地区帯	100%	75		
	- Đặng Lễ 工業団地区帯	100%	75		
	- Kim Thi 工業団地区帯	100%	75		
	Bình Giang 工業団地区	100%	860	0%	-
	Thanh Hà 工業団地区	100%	400	0%	-
	Kim Thành 工業団地区	100%	437	0%	-
計画面積の合計(ヘクタール)			4,099		

B 都市区案件					
1	Tràng Duệ 都市区	87%	687	0%	-
2	Phúc Ninh 都市区	100%			12ヘクタールの販売を開始し、2.5ヘクタールを販売した。法的な問題を抱えている。
3	Tràng Cát 都市区	100%			KBCは582ヘクタールの補償を完了し、80ヘクタールの整地を完了し、案件全体の土地使用料の支払いを完了した。現在、Ha Noi 高速道路から案件につながる地下道を建設している。

C 公営住宅案件(NOXH)					
1	Nénh 町公営住宅	87%			建設を展開している。2023年に引き渡すと期待されている。
2	Tràng Duệ 公営住宅	87%			2023年第2四半期に着工を展開した。
3	Lộc Giang 工業団地区再定住地区	72%			-
4	Tân Phú Trung 住民区	72%			-
5	Phước Vĩnh ĐôngとTân Tập 公営住宅	-			-

2023年業績見通しのアップデート

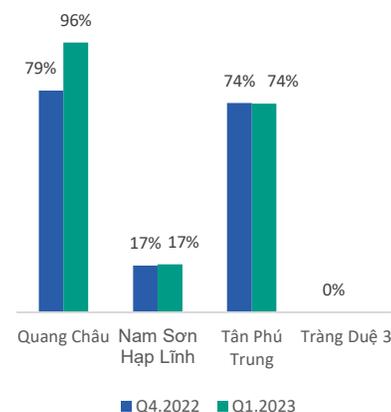
1.工業団地区事業による収入は Quang Châu 工業団地案件の 80 ヘクタール、Nam Sơn Lạp Hĩnh 工業団地区案件の 93 ヘクタール、Tân Phú Trung 工業団地区案件の 22 ヘクタールを引き渡すことのおかげで、前年比 974%増となる。

KBC は Quang Châu 工業団地案件、Nam Sơn Lạp Hĩnh 工業団地区案件、Tân Phú Trung 工業団地区案件の賃貸を展開している。2023年第1四半期には、Quang Châu 工業団地案件と Tân Phú Trung 工業団地区案件の入居率はそれぞれ 96%、74%だった。これらの工業団地区の土地面積はあまり多くない。そのために、2023年9ヶ月の成長見通しは Nam Sơn Lạp Hĩnh 工業団地区案件の引き渡しから由来し、入居率は 17%だけである。

MOU 契約 と引き渡し契約

2023年第1四半期の入居率

工業団地区	Quang Châu	NSLH	TPT	合計	ノート
MOU 契約の面積及び引き渡せずに署名済面積(ヘクタール)	77	30	-	107	2023年第1四半期には、KBCはGoertekとMOU契約の62.7ヘクタールを締結した。
+ 2023年第1四半期新規署名	-	63	17	80	
(-)2023年第1四半期に計上	(-64)	-	-	(-64)	
MOU 契約の面積及び引き渡せずに署名済面積(ヘクタール)	13	93	17	123	



ソース: BSC Research

2023年残り9ヶ月には、BSCは以下のことを基づく、KBCが Quang Châu 工業団地案件の 15 ヘクタール、Nam Sơn Lạp Hĩnh 案件の 93 ヘクタール、Tân Phú Trung 案件の 22 ヘクタールを受け取ることを期待しております。

- 2023年第1四半期の時点で覚書と引き渡されていない契約の総面積は123ヘクタールであり、Quang Châu 工業団地案件の15ヘクタール、Nam Sơn Lạp Hĩnh 工業団地案件の93ヘクタール、Tân Phú Trung 工業団地案件の22ヘクタールを含む。
- また、BSCは、KBCがQuang Châu 工業団地案件の5ヘクタール、Nam Sơn Lạp Hĩnh 工業団地案件の10ヘクタール、Tân Phú Trung 工業団地案件の5ヘクタールを新規署名して、引き渡すと期待しております。

2023年計上計画についてBSCの予測

工業団地	Quang Châu	Nam Sơn Lạp Hĩnh	Tân Phú Trung	合計
2023年第1四半期の時点で覚書と引き渡されていない契約の総面積	13	93	17	123
2023年第1四半期に計上済	-64			-64
(+)2023年9ヶ月のMOU契約と署名済契約から計上の期待	10	83	17	110
(+)2023年9ヶ月の新規契約から計上の期待	5	10	5	20
2023年に計上する面積	80	93	22	

ソース: BSC Research の予測

2023年には、BSCは、KBCがQuang Châu 工業団地案件の80ヘクタール、Nam Sơn Lạp Hĩnh 工業団地案件の93ヘクタール、Tân Phú Trung 工業団地案件の20ヘクタールを受け取ると予測しております。それによると、KBCの工業団地事業の2023年収益は前年比974%増の7兆VNDと予測されております。

2. Hai Phong市の一般的な計画の承認はTràng Duệ 3 工業団地案件の展開とTràng Cát 都市区案件の展開の進捗を加速するための重要な要素となるだろう。

- BSCはTràng Duệ 3 工業団地案件が2023年第3四半期に投資決定を受け、2024年から引き渡すと期待しております。

2022年末の時点で、Tràng Duệ 3 工業団地案件は約100~150ヘクタールを収用した。また、KBCは2022年上半期に115ヘクタールを130~140ドル/m²で賃貸することについて覚書を署名した。そのために、BSCはKBCが2024年にTràng Duệ 3 工業団地の100~150ヘクタールを引き渡すことができると期待しております。

- また、Tràng Cát 都市区案件はHa Noi~Hai Phong 高速道路から車両を結ぶ地下道が認可されれば、間接的に恩恵を受けるだろう。

II. 投資論点

1. 2023年～2024年の業績は(1)ハイテク製造センターのシフト波、(2)土地面積の687ヘクタールが展開されたという要素のおかげで、毎年2兆VND以上維持し、2022年に比べて大きく成長する。

BSCは技術生産センターを中国からシフトすることの波が2023年～2025年の期間にかけて強く行うと考えております。

Việt Nam - Năm 2023

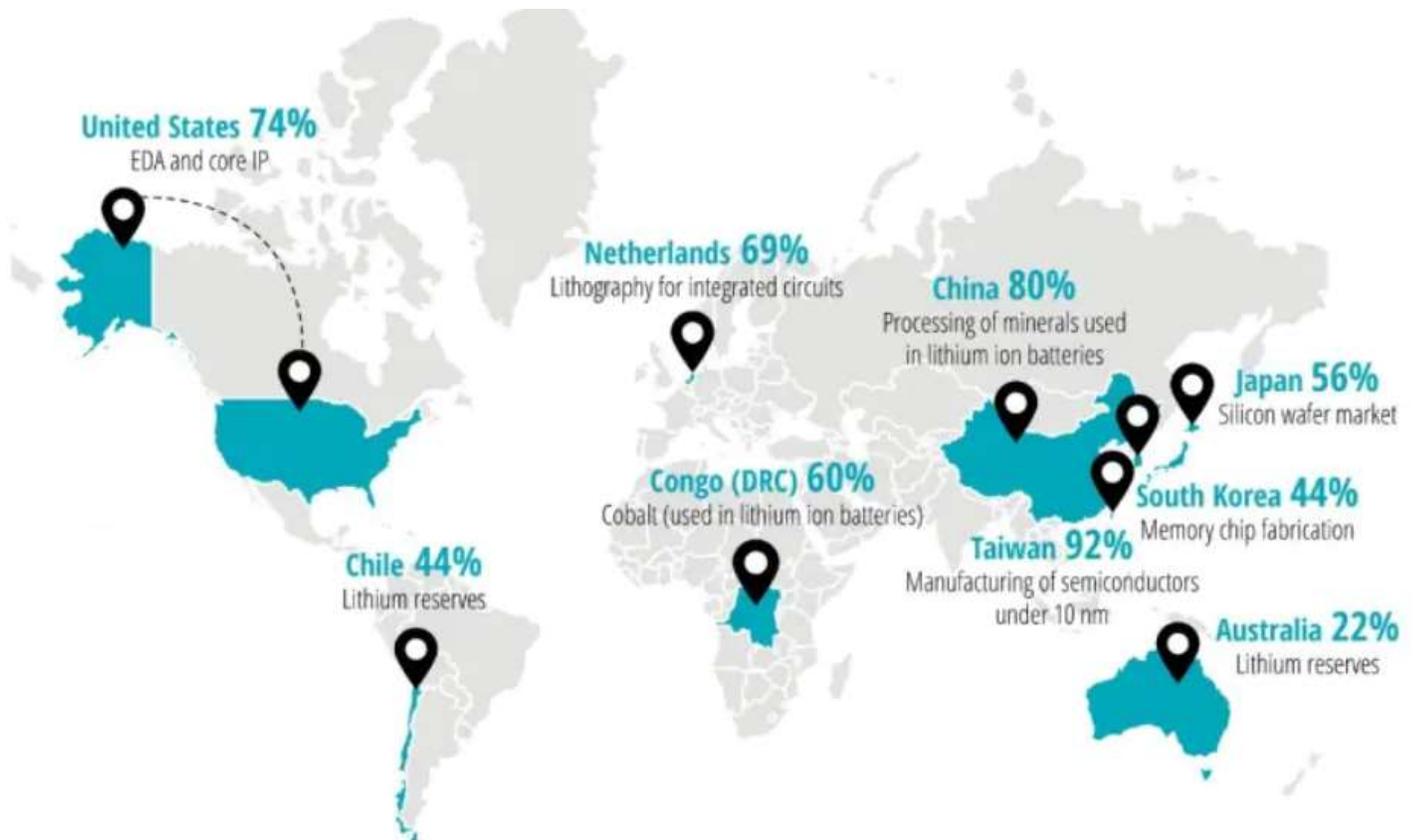
ベトナム-2023年

- 台湾 Foxconn グループは Bac Giang に精密技術工場を開設し、資本金が約3億ドルである。
- 台湾 Quanta Computer グループは Nam Dinh にコンピュータ製造加工工場を開設し、資本金が約1億2,000万ドルである。
- 中国 Goertek グループは Bac Ninh にオーディオ部品工場を開設している。
- 韓国 LG Display は Hai Phong にハイテクディスプレイ工場を開設する計画がある。

インド - 2023年

- 台湾 Pegatron グループはインドに iPhone を組み立てる第2工場を開設する。
- 台湾 Foxconn グループはインドにワイヤレスベッドセット工場を開設し、資本金が約2億ドルである。
- Amkor グループは上海にチップ製造施設を運営する。

中国と台湾は世界のテクノロジー製品生産の大部分を占めています。



ソース: BSC Research

中国と台湾は電池製造と半導体チップ製造用材料の市場シェアの80%以上を占めていることで、現在工場の大部分はこれらの国に設置している。BSCは、2022年～2023年の期間がシフトプロセスの最初の期間であると考えております。BSCはこの波が以下の要素を基づく強くなると考えております。

- 2022年のサプライチェーンの混乱のために、チップ或いはハイテックメーカーは中国への依存を減らし、ベトナム、インドなどの金利諸国に分散した。
- 2023年に中国・台湾の地政学的な緊張により、チップ・ハイテック製品の生産と経営環境が困難を直面した。2023年第3四半期には、米・日本・台湾は中国へのチップ製造機械の輸出を規制するために法律を発行した。
- 中国での生産費用は増加している。

KBCのような大規模な土地面積を保有している北部工業団地区不動産企業は以下の要素を基づく最も恩恵を受けるだろう。

- 地理的には、中国に隣接しており、中国と台湾の原材料供給源に近いです。
- 北部の交通インフラは南部よりも早く同期されている。
- ハイテックセンターの建設に適した広い面積の工業団地(50～80ヘクタールの規模)は計画されている。

BSCはNam Son Hap Linh 案件と Trang Due 3 案件がうまく吸収すると考えております。BSCは2024年～2026年の期間には、KBCがシフト傾向のおかげで Trang Due 3 案件の100～150ヘクタールと Nam Son Hap Linh 案件の30ヘクタールを引き渡す可能性があると考えております。Trang Due 3 案件の場合、KBCはLGとMOUの115ヘクタールを署名した。

北部での高速道路システム



KBCの北部工業団地区

工業団地区	地位	2022年12月での時点の残り分
Quang Châu	Bắc Giang	80
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	170
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	456
合計(ヘクタール)		706

ソース: BSC Research

また、Trang Due 3 案件の土地の687ヘクタールは開始されて、2024年から引き渡されると期待しております。

Trang Due 3 案件の進捗

期間	タスク
----	-----

2023年7月	1/2000計画の承認 国道10号線との案件接続について運輸省との協議の完了
2023年9月	案件方針の承認
2024年2月	土地のクリアランスと財務上の業務を完了する
2024年5月	技術インフラの建設・着工

ソース: Hai Phong 人民委員会

FDI シフト傾向と Trang Due 3 案件の土地面積が展開されることで、BSC は、KBC の 2023 年～2024 年期間の業績が年間 2 兆 VND で維持されると考えております。

2023 年には、BSC は KBC の売上高と少数株主利益等控除利益はそれぞれ、前年比 728% 増の 7 兆 8,640 億ドン、同 51% 増の 2 兆 3,080 億ドンを達すと予測しております。

2024 年から、BSC は Trang Due 3 案件が KBC の主な収入源であると考えております。2024 年には、BSC は Trang Due 3 案件の 125 ヘクタールを引き渡すことのおかげで、売上高を前年比 49% 増の 11 兆 7,790 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 1% 増の 2 兆 3,250 億ドンと予測しております。Trang Due 3 案件の 456 ヘクタールのおかげで、KBC は年間 2 兆 VND を計上すると期待されております。Trang Due 3 案件の売上総利益率は年間 40～50% であると見込まれている。

2023 年～2024 年の期間における KBC の業績

業績	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
売上高	2,491	3,210	2,151	4,246	950	7,864	11,754
売上原価	(1,022)	(1,363)	(1,462)	(1,779)	(685)	(3,067)	(6,321)
売上総利益	1,469	1,847	689	2,467	266	4,796	5,433
金融活動事業による収入	92	80	314	170	340	340	340
財務費用	(194)	(223)	(230)	(541)	(595)	(922)	(1,198)
そのうち:借入コスト	(201)	(196)	(195)	(481)	(523)	(529)	(610)
連結会社からの損益	14	0	3	412	2,187	-	-
販売費用	(142)	(142)	(52)	(190)	(46)	(749)	(1,064)
管理費用	(165)	(172)	(271)	(429)	(464)	(488)	(512)
経営活動からの利益	1,073	1,391	452	1,888	1,686	2,977	2,998
他の収入	(26)	(27)	1	(127)	10	3	4
税引前利益	1,047	1,364	453	1,762	1,697	2,980	3,002
法税	(238)	(323)	(133)	(410)	(120)	(596)	(600)
税引後利益	809	1,041	320	1,352	1,577	2,384	2,402
少数株主持分	63	122	96	257	50	76	76
親会社株主帰属利益	746	918	224	1,095	1,526	2,308	2,325
引き渡し面積						195	170
Quang Châu						80	0
Nam Sơn Hạp Lĩnh						93	30
Tân Phú Trung						22	15
Tràng Duệ 3						0	125

ソース: BSC Research の予測

2. Trang Cat 都市区案件は 2025 年以降 KBC の成長原動力となり、販売総額が 59 兆 VND であるだろう。

BSC は、KBC が 2023 年下半期に 1/2000 計画と 1/500 計画について承認を受け、2024 年上半期に Trang Due 3 案件を着工すると予測しております。また、不動産の需要は 2023 年に減速しているために、Trang Cat 都市区案件の販売開始が 2025 年から行うと考えております。

BSC の推定によると、2025 年～2028 年の期間における Trang Cat 都市区案件の収入と純利益はそれぞれ 59 兆 VND と 34 兆 VND であり、販売価格(予想)が 2,100 万～2,300VND/m²、投資費用(予想)が 500 万～600 万 VND/m² である。

Trang Cat 都市区案件の進捗

期間	タスク
2023 年 7 月	1/2000 計画調整の承認 1/5000 計画調整の承認
2023 年 11 月	投資計画調整の承認
2023 年 12 月	土地引き渡し決定調整の承認 追加財務業務の完成(ある場合)
2024 年 3 月	環境への影響評価レポートの承認
2024 年 6 月	案件の着工

ソース:Hải Phòng 市人民委員会

3. 土地面積は Tan Tap 工業団地区、Loc Giang 工業団地区と Long An ハイテック区の 1,263 ヘクタールのおかげで、長期的に追加されるだろう。

長期的には、Tan Tap 工業団地区、Loc Giang 工業団地区と Long An ハイテック区は KBC の賃貸面積に寄与するだろう。



III. 2023 年業績の予測

BSC は 2023 年には、Quang Chau 工業団地区の 80 ヘクタール、Nam Son Hap Linh 工業団地区の 93 ヘクタールと Tan Phu Trung 工業団地区の 22 ヘクタールを引き渡すことのおかげで、KBC の売上高を前年比 728%増の 7 兆 8,640 億ドン、少数株主持分-税引後利益を同 51%増の 2 兆 3,080 億ドン、EPSfw を 3,007VND/株、PE fwd を 9.3、PBfwd を 1.1x と予想しております。

BSCは2024年には、Trang Due 3工業団地区の125ヘクタールを引き渡すことのおかげで、KBCの売上高を前年比49%増の11兆7,790億ドン、少数株主持分-税引後利益を同1%増の2兆3,250億ドン、EPSfwを3,029VND/株、PEfwdを9.3、PBfwdを1.0xと予想しております。

KBCの業績予測

業績	2020	2021	2022	2023F	2024F	% YoY 2023	% YoY 2024	BSCの仮定
売上高	2,151	4,246	950	7,864	11,754	728%	49%	2023年の仮定 <ul style="list-style-type: none"> Quang Chau 工業団地区の80ヘクタール、Nam Son Hap Linh 工業団地区の93ヘクタールとTan Phu Trung 工業団地区の22ヘクタールを引き渡すことのおかげで、工業団地区事業の収入は前年比974%増の7兆570億ドンを達すと見込まれている。 Bac Giang 公営住宅案件を引き渡すことのおかげで、都市区事業の収入は前年比19%増の4,200億ドンを達すと見込まれている。 売上総利益率は57%で、前年の28%から増加する。 販売費用/収入の割合は9~10%であると仮定されております。
売上原価	(1,462)	(1,779)	(685)	(3,067)	(6,321)	348%	106%	
売上総利益	689	2,467	266	4,796	5,433	1705%	13%	
金融活動事業による収入	314	170	340	340	340	0%	0%	
財務費用	(230)	(541)	(595)	(922)	(1,198)	55%	30%	
そのうち:借入コスト	(195)	(481)	(523)	(529)	(610)	1%	15%	
連結会社からの損益	3	412	2,187	-	-			
販売費用	(52)	(190)	(46)	(749)	(1,064)	1530%	42%	
管理費用	(271)	(429)	(464)	(488)	(512)	5%	5%	
経営活動からの利益	452	1,888	1,686	2,977	2,998	77%	1%	
他の収入	1	(127)	10	3	4	-75%	49%	
税引前利益	453	1,762	1,697	2,980	3,002	76%	1%	
法人税	(133)	(410)	(120)	(596)	(600)	396%	1%	
税引後利益	320	1,352	1,577	2,384	2,402	51%	1%	
少数株主持分	96	257	50	76	76	51%	1%	
親会社株主帰属利益	224	1,095	1,526	2,308	2,325	51%	1%	
EPS	477	1,922	1,988	3,007	3,029	51%	1%	

仮定

収入

工業団地区	1,537	3,099	657	7,057	10,818	974%	53%
都市区	196	515	353	420	600	19%	43%
その他	418	695	(53)	386	336	-829%	-13%

売上総利益

工業団地区	392	1,957	304	4,540	5,175	1391%	14%
都市区	89	142	204	63	90	-69%	43%
その他	209	366	(240)	193	168	-180%	-13%

売上総利益率

工業団地区	25%	63%	46%	64%	48%
都市区	45%	28%	58%	15%	15%
その他	50%	53%	454%	50%	50%

2024年の仮定

- Trang Due 3 工業団地区の125ヘクタールを引き渡すことのおかげで、工業団地区事業の収入は前年比974%増の7兆570億ドンを達すと見込まれている
- Bac Giang 公営住宅案件を引き渡すことのおかげで、都市区事業の収入は前年比43%増の6,000億ドンを達すと見込まれている。
- 売上総利益率は44%で、前年の28%から増加する。

- 販売費用/収入の割合は9~10%であると仮定されております。

引き渡す面積	195	170
Quang Châu	80	0
Nam Sơn Hạp Lĩnh	93	30
Tân Phú Trung	22	15
Tràng Duệ 3	0	125

ソース: BSC Research の予測

リスク:

- 引き渡し土地面積は予想よりも低かった。
- Tan Lap 工業団地区案件、Loc Giang 工業団地区案件などの新規案件の承認プロセスは法的な問題により時間がかかっている
- 土地レンタルの需要が減少する。

IV. 評価と推奨

BSC は RNAV 方法に基づく、KBC 株の 2023 年理論価格を 2023 年 6 月 12 日の終値比 22% 増の 3 万 4,000 VND / 株と評価し、KBC の投資評価を「買い」としております。

評価

事業	方法	KBC の価値
工業団地区	RNAV	12,359
Quang Châu		1,686
Nam Sơn Hạp Lĩnh		2,528
Tân Phú Trung		1,908
Tràng Duệ 3		4,368
運営開始した工業団地のサービス料		1,869
都市区	RNAV	12,636
Tràng Cát		8,964
Tràng Duệ 都市区		541
Phúc Ninh - Bắc Ninh 都市区		3,132
他の案件	BV	1,251
(+) 現金と短期的な投資		4,125
(+) 長期的な投資		4,697
(-) 借入		(7,638)
(-) 少数株主持分		(1,777)
企業の価値		26,018
流行中株数(100 万株)		767
目標価格(VND/株)		34,000

KBC の 2023 年～2024 年の PBfwd が 1～1.1x で取引している。2023 年～2024 年の業績は Trang Due 3 工業団地区案件と Tràng Cát 都市区案件が展開されるという要素のおかげで、毎年 2 兆 VND 以上維持し、2022 年に比べて大きく成長する。

2023年～2025年のPB



付録

業績(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
売上高	4,246	950	7,864	11,754
売上原価	(1,779)	(685)	(3,067)	(6,321)
売上総利益	2,467	266	4,796	5,433
販売費用	170	340	340	340
企業管理費用	(541)	(595)	(922)	(1,198)
そのうち: 借入コスト	(481)	(523)	(529)	(610)
連結会社からの損益	412	2,187	-	-
販売費用	(190)	(46)	(749)	(1,064)
管理費用	(429)	(464)	(488)	(512)
経営活動から利益	1,888	1,686	2,977	2,998
他の収入	(127)	10	3	4
税引前利益	1,762	1,697	2,980	3,002
法人税額	(410)	(120)	(596)	(600)
税引後利益	1,352	1,577	2,384	2,402
少数株主持分	257	50	76	76
少数株主利益等控除利益	1,095	1,526	2,308	2,325
EPS	1,922	1,988	3,007	3,029

バランスシート(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
現金及び現金相当	2,562	1,683	312	6,018
短期投資	2,016	2,442	2,442	2,539
短期未収金	9,346	10,896	10,541	9,403
棚卸資産	11,515	12,330	13,176	13,440
その他流動資産	245	323	2,673	3,995
流動資産	25,684	27,674	29,143	35,395
長期未収金	1,490	821	3,145	4,702
固定資産原価	562	723	730	737
原価償却	(313)	(358)	(510)	(664)
投資資産原価	255	256	168	80
固定資産原価	(65)	(88)	(88)	(88)
建設中非流動資産	1,074	1,170	1,193	1,217
長期投資	2,298	4,697	4,697	4,697
他の長期投資	16	12	99	147
長期投資	5,318	7,232	9,434	10,828
総資産	31,002	34,907	38,577	46,223
買掛金	4,996	6,733	9,367	14,302
短期借入	1,515	3,951	722	646
短期借入総額	6,511	10,684	10,089	14,948
長期借入	5,539	3,687	7,330	7,715
他の長期借入	2,382	2,690	928	928
長期借入	7,922	6,377	8,259	8,644
負債総額	14,433	17,061	18,348	23,592
出資金	5,757	7,676	7,676	7,676
株式会社化による資本剰余金	3,397	2,744	2,744	2,744
他の株主資本	(362)	2	2	2
未処分利益	5,411	5,646	7,954	10,280
少数株主持分	2,366	1,777	1,853	1,930
株主資本総額	16,569	17,846	20,229	22,631
総資本	31,002	34,907	38,577	46,223

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
税引後利益	1,762	1,697	2,980	3,002
原価償却及び割当て	76	76	152	154
流動資本変更	(3,031)	(1,077)	(5,504)	1,671
他の修正	(39)	(1,913)	529	610
営業活動からキャッシュフロー	(1,232)	(1,218)	(1,843)	5,438
固定資産購入額	(240)	(274)	58	57
その他の投資額	(2,911)	(249)	-	(98)
投資活動からキャッシュフロー	(3,151)	(523)	58	(41)
配当金	(19)	(0)	-	-
借入から金額	1,332	527	414	309
他の未収金	4,583	335	-	-
金融活動からキャッシュフロー	5,896	861	414	309
初期キャッシュフロー	1,050	2,562	1,683	312
中期キャッシュフロー	1,513	(879)	(1,372)	5,706
最後期キャッシュフロー	2,562	1,683	312	6,018

指数(%)	2021	2022	2023F	2024F
支払能力				
流動比率	3.9	2.6	2.9	2.4
当座比率	2.1	1.4	1.3	1.2
資本構成				
負債比率/総資産	47%	49%	48%	51%
負債比率/株主資本	87%	96%	91%	104%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	2,363	6,575	1,568	776
売掛金回収期間	803	4,185	489	292
利益性				
売上総利益率	58%	28%	61%	46%
税引後利益率	32%	166%	30%	20%
ROE	7%	9%	11%	10%
ROA	4%	4%	6%	5%
成長率(前年同期比)				
売上高	70%	-78%	728%	49%
EBIT	80%	-1%	58%	3%
税引前利益	68%	-4%	76%	1%
EPS	21%	3%	51%	1%
流行中株数	570	768	768	768
BVPS	29,081	23,248	26,354	29,483

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>

