

推奨

買い

キンバック都市開発株式会社(HSX: KBC)

土地面積の残り分はあまり大きくない。TRANG DUỆ 3 工業団地区案件の促進から圧力

現値:	34,450	レポート作成日:	07/09/2023	株主構成	
前理論価格	34,000	流行中株数(100万)	768	ĐẶNG THÀNH TÂM	24.9%
新理論価格:	42,500	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	23%	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 2024 年理論価格を 2023 年 9 月 5 日の終値比 23% 増の 4 万 2,500 VND / 株と評価し、KBC の投資評価を「買い」としております。

業績予測

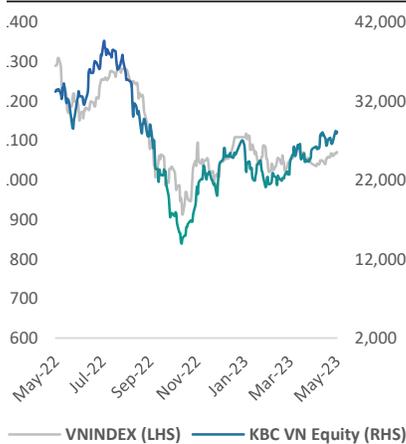
BSC は 2023 年には、(1) Nam Son Hap Linh 工業団地区の販売価格が前年比 12% 増となる; (2) 販管費用 / 売上高の割合を下方修正するという事のおかげで、KBC の売上高を前年比 790% 増の 8 兆 4,590 億ドン、少数株主持分 - 税引後利益を同 82% 増の 2 兆 7,800 億ドン、EPS_{fwd} を 3,621 VND / 株、PE_{fwd} を 9.5、PB_{fwd} を 1.3x と予想しております。

BSC は 2024 年には、KBC の売上高を前年比 40% 増の 11 兆 8,190 億ドン、少数株主持分 - 税引後利益を同 6% 増の 2 兆 9,330 億ドン、EPS_{fwd} を 3,821 VND / 株、PE_{fwd} を 9.0、PB_{fwd} を 1.1x と予想しております。

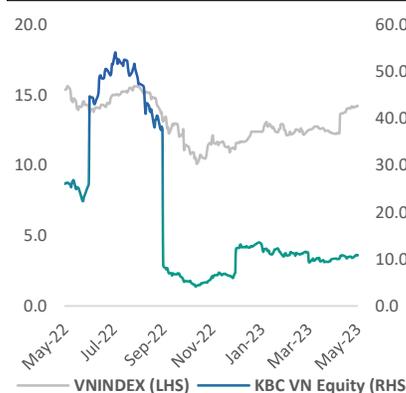
投資観点

- 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。
- 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。
- 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。

株価の推移



P/E



指数	2021	2022	2023F	Peer
PE (x)	18.2	9.8	9.5	9.0
PB (x)	1.2	0.8	1.3	1.1
PS (x)	4.7	15.7	3.1	2.2
ROE (%)	7%	9%	13%	12%

業績	2021	2022	2023F	2024F
売上高	4,246	950	8,459	11,819
売上総利益	2,467	266	5,269	6,070
税引後利益	1,095	1,526	2,780	2,933
EPS	1,922	1,988	3,621	3,821

I. 2023年第2四半期業績のアップデート

2023年上半期業績

業績	Q2.2022	Q2.2023	% YoY	6T.2022	6T.2023	% YoY
売上高	394	2,328	491%	1,085	4,551	319%
工業団地区賃貸事業	269	2,463	817%	586	4,541	675%
不動産譲渡事業	34	9	-75%	322	29	-91%
ユーティリティー	77	75	-3%	152	172	14%
在庫賃貸	13	21	53%	26	48	85%
売上原価	(210)	(680)	224%	(622)	(1,352)	117%
売上総利益	184	1,647	795%	463	3,199	591%
工業団地区賃貸事業	117	1,759	1397%	278	3,225	1062%
不動産譲渡事業	19	11	-43%	99	18	-82%
ユーティリティー	41	32	-23%	72	90	24%
在庫賃貸	7	(6)	-188%	14	13	-7%
収入下方修正	-	(148)	-	-	(148)	-
金融活動事業による収入	85	137	62%	155	292	89%
財務費用	(155)	(155)	0%	(300)	(287)	-4%
のうち:借入コスト	(137)	(147)	7%	(265)	(244)	-8%
連結会社からの利益	-	-	-	-	-	-
販売費用	(9)	(152)	1657%	(37)	(303)	712%
管理費用	(95)	(189)	98%	(210)	(294)	40%
経営活動による利益	209	1,295	519%	281	2,609	830%
純収入	(485)	(3)	-99%	14	(4)	-131%
税引前利益(EBT)	(276)	1,291	-568%	294	2,605	785%
法人税率	(47)	(279)	494%	(94)	(537)	471%
税引後利益(NPAT)	(323)	1,012	-413%	200	2,068	933%
少数株主持分	43	32	-25%	85	148	73%
親会社株主利益(NPATMI)	(366)	980	-368%	115	1,921	1570%
売上総利益率	47%	71%	24%	43%	70%	28%
工業団地区賃貸事業	44%	71%	28%	47%	71%	24%
不動産譲渡事業	54%	124%	70%	31%	60%	30%
ユーティリティー	53%	42%	-11%	48%	52%	5%
在庫賃貸	53%	-31%	-84%	55%	27%	-27%
純利益率	-92.9%	42.1%	135%	10.6%	42.2%	32%

BSC の評価

2023年第2四半期には、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491%増の2兆3,280億ドン、9,800億ドンだった。

- 工業団地区賃貸の収入は2023年第2四半期に Nam Son Hap Linh 工業団地区案件の68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491%増の2兆3,280億ドンだった。
- 売上総利益率は71%で、24%ポイントを増加した。
- 販管費用/売上高の比率は6~7%だった。

一般的な評価:

+ 2023年第2四半期の業績は前年同期に比べて大幅に改善された。理由は2023年第2四半期に Nam Son Hap Linh 工業団地区案件を優れた販売価格と売上総利益で引き渡すことから由来した。

+ 業績はBSCの予想を上回った。理由は(1) Nam Son Hap Linh 工業団地区案件での販売価格は150ドル/m²で仮定価格より20%高くなった、(2) 販売費用/収入の比率が予想より低かったということから由来した。

ソース: KBC, BSC Research

2023年上半期に土地面積の引き渡しのアップデート

- 2023年上半期の引き渡した土地面積の合計は132ヘクタールだった。
- 2023年第2四半期に覚書と署名したが、まだ引き渡さない土地面積は118ヘクタールだった。これらの契約は2023年下半年～2024年上半期に引き渡されるだろう。

2023年第2四半期にKBCの土地面積の価値と覚書の価値の更新

	2023年上半期	2023年の旧予想	旧レポートの完成率 (%)	新予想	調整
2023年第2四半期に覚書と署名したが、まだ引き渡さない土地面積	118				
MOUの残り分					
Quang Châu	27				
Nam Sơn Hạp Lĩnh	17				
Tân Phú Trung	11				
Tràng Duệ 1,2	-				
Tràng Duệ 3	-				
署名したがまだ引き渡さない契約	65				
引き渡した面積	132	195	67%	210	
Quang Châu	52	80	65%	65	土地補償の進捗が予想よりも遅いため、下方修正した。2023年第2四半期末の時点では、KBCは33.8ヘクタールうちの12ヘクタールを補償した。
Nam Sơn Hạp Lĩnh	76	93	82%	100	
Tân Phú Trung	4	22	18%	30	
Tràng Duệ 1,2	-	-	-	-	
Tràng Duệ 3	-	-	-	-	

ソース: KBC, BSC Research

II. 投資論点

- Trang Due 3 案件は2023年下半年に引き続き促進され、KBCの2024年成長原動力となる。建設の進捗には、KBCは補償中の期間にある。KBCは687ヘクタールうちの200ヘクタールを補償した。法的には、KBCは案件投資法案を承認するために提出して、2023年9月に完了し、2024年上半期に財務上の業務を完了する予定だ。

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

BSC は、KBC が以下の要素に基づく Trang Due 3 案件を 2023 年下半年～2024 年上半年に引き続き促進しなければならないと考えております。

- KBC の既存土地面積はあまり大きくなくて、商業用土地面積の約 80 ヘクタールを残っていると推定されております。2023 年第 2 四半期末の時点で、KBC の商業用土地面積の合計が Quang Châu 工業団地案件の 28 ヘクタール、Nam Sơn Lập Hính 工業団地地区案件の 94 ヘクタール、Tân Phú Trung 工業団地地区案件の 77 ヘクタールを含む 199 ヘクタールである。そのうち、上記の土地面積の 60% は覚書或いは契約を署名し、2023 年下半年～2024 年上半年に引き渡されるだろう。

2023 年第 2 四半期に土地面積の価値と覚書の価値のアップデート

統計	Q1.2023	Q2.2023	2H.2023 - Q1.2024
MOU の価値及び引き渡さないが署名した契約の価値	186	118	
残りの MOU			
Quang Châu	27	27	
Nam Sơn Lập Hính	79	17	
Tân Phú Trung	-	11	
Tràng Duệ 1,2	-	-	
Tràng Duệ 3	-	-	
引き渡さないが署名した契約	80	65	
同期に記録した面積	64	68	
Quang Châu	50	2	
Nam Sơn Lập Hính	14	62	
Tân Phú Trung	-	4	
Tràng Duệ 1,2	-	-	
Tràng Duệ 3	-	-	
残り商業用土地面積(ヘクタール)	267	199	81
Quang Châu	30	28	0
Nam Sơn Lập Hính	156	94	Tân Phú Trung 工業団地 区及び Nam Sơn Lập Hính 工業団地地区の 81 ヘ クタール
Tân Phú Trung	81	77	
Tràng Duệ 1,2	-	-	
Tràng Duệ 3	-	-	

ソース: BSC Research の推定

- そのうち、中国と米国からの FDI 顧客の賃貸需要は非常に大きく、今後 3 年間に続くだろう。
 - 2023 年上半年には、Intel はホーチミン市にチップ製造工場の拡大を検討している。これは補助会員企業をベトナム無に誘致するだろう。
 - また、VSIP は VSIP Cần Thơ, と VSIP 3 Bình Dương の拡大を促進して、2023 年 7 月と 8 月にかけて米テクノロジー企業と多数の覚書を締結している。

上記のシグナルによると、BSC は 2023 年～2025 年の期間における米国と中国からの FDI 顧客の賃貸需要が前向きに維持すると考えております。

- また、Hai Phong 人民委員会とパートナーである LG グループからの圧力は Trang Due 3 案件の進捗を加速させるだろう。

2. Trảng Cát 案件の土地使用料の追加支払いにより、2023 年下半年～2024 年の期間における Trảng Cát 案件向け資本圧力が非常に大きくなるだろう。BSC は Trảng Cát 案件が 2025 年から KBC の成長原動力となると期待しております

BSC は 2023 年下半年～2024 年の期間における Trảng Cát 案件向け資本圧力が非常に大きくなると考えております。原因は(1)KBC が Trảng Cát 案件の計画を調整するために、土地使用料(約 3 兆～4 兆 VND)を追加支払わなければならない; (2)KBC は、Trang Due 3 案件が計画の通りに進むために補償・土地収用・インフラ投資を継続しているということから由来します。

2023 年下半年～2024 年の期間における KBC の資本需要の推定

BSC の推定	金額(10 億 VND)
2023 年第 2 四半期の時点の残高	3,948
2023 年下半年～2024 年上半年の期間におけるキャッシュフロー	
工業団地区の 118 ヘクタールを引き渡す	4,000
2023 年下半年～2024 年上半年の期間における支出キャッシュフロー	
Trảng Duệ 3	
480 ヘクタールの土地使用補償金	(3,900)
687 ヘクタールの土地使用金	(824)
150 ヘクタールの技術インフラ投資	(600)
Trảng Cát - 150 ヘクタールの土地使用金の追加支払い	(4,000)
Phúc Ninh 都市区 - 土地使用金の追加支払い	-
純キャッシュフロー	(1,376)

ソース: BSC Research の推定

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。

III. 2023 年業績の予測

BSC は 2023 年には、(1)Nam Son Hap Linh 工業団地区の販売価格が前年比 12%増となる; (2)販管費用/売上高の割合を下方修正するという事のおかげで、KBC の売上高を前年比 790%増の 8 兆 4,590 億ドン、少数株主持分-税引後利益を同 82%増の 2 兆 7,800 億ドン、EPSfw を 3,621VND/株、PEfwdを 9.5、PBfwd を 1.3x と予想しております。

BSC は 2024 年には、KBC の売上高を前年比 40%増の 11 兆 8,190 億ドン、少数株主持分-税引後利益を同 6%増の 2 兆 9,330 億ドン、EPSfw を 3,821VND/株、PEfwdを 9.0、PBfwd を 1.1xと予想しております。

KBC の 2023 年業績

業績	2023F	2023F	2024F	% YoY 2023	% YoY 2024	2023 年の変動率 (%)
売上高	7,864	8,459	11,819	790%	40%	8%
売上原価	(3,067)	(3,190)	(5,749)	366%	80%	4%

売上総利益	4,796	5,269	6,070	1883%	15%	10%
金融活動事業による収入	340	340	340	0%	0%	0%
財務費用	(922)	(916)	(1,256)	54%	37%	-1%
そのうち:借入コスト	(529)	(493)	(665)	-6%	35%	-7%
連結会社からの損益	-	-	-			
販売費用	(749)	(619)	(858)	1247%	39%	-17%
管理費用	(488)	(488)	(512)	5%	5%	0%
経営活動からの利益	2,977	3,586	3,783	113%	5%	20%
他の収入	3	3	4	-73%	40%	-9%
税引前利益	2,980	3,589	3,787	112%	6%	20%
法人税	(596)	(718)	(757)	498%	6%	20%
税引後利益	2,384	2,871	3,029	82%	6%	20%
少数株主持分	76	91	96	82%	6%	20%
親会社株主帰属利益	2,308	2,780	2,933	82%	6%	20%
EPS	3,007	3,621	3,821	82%	6%	20%
仮定						
収入						
工業団地区	7,057	7,653	10,883	1065%	42%	8%
都市区	420	420	600	19%	43%	0%
その他	386	386	336	-829%	-13%	0%
売上総利益						
工業団地区	4,540	5,013	5,812	1546%	16%	10%
都市区	63	63	90	-69%	43%	0%
その他	193	193	168	-180%	-13%	0%
売上総利益率						
工業団地区	61%	62%	51%	34%	-11%	2%
都市区	64%	66%	53%	19%	-12%	2%
都市区	15%	15%	15%	-43%	0%	0%
その他	50%	50%	50%	-404%	0%	0%
引き渡す面積	195	195	215			0%
Quang Châu	80	65	15			-19%
Nam Sơn Hạ Lĩnh	93	100	50			8%
Tân Phú Trung	22	30	25			36%
Tràng Duệ 3	0	0	125			

ソース: BSC Research の予測

IV. 評価と推奨

BSC は RNAV 方法に基づく、KBC 株の 2024 年理論価格を 2023 年 9 月 5 日の終値比 23%増の 4 万 2,500VND /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	割引	KBC の価値
----	----	----	---------

工業団地区	RNAV		13,403
Quang Châu			1,850
Nam Sơn Hạp Lĩnh			3,034
Tân Phú Trung			1,511
Tràng Duệ 3			4,735
運営開始した工業団地のサービス料			2,272
都市区	RNAV		15,507
Tràng Cát		50%	11,568
Tràng Duệ 都市区			574
Phúc Ninh - Bắc Ninh 都市区			3,364
他の案件	BV		726
(+) 現金と短期的な投資			3,948
(+) 長期的な投資			5,134
(-) 借入			(4,166)
(-) 少数株主持分			(1,978)
企業の価値			32,573
流行中株数(100万株)			767.4
目標価格(VND/株)			42,500

ソース: BSC Research の予測

Tràng Cát 案件の割引に基づく KBC の理論価格の変更の敏感度表

割引(%)	0%	25%	50%	75%	100%
理論価格(VND/株)	57,500	50,000	42,500	34,500	27,500

ソース: BSC Research の予測

付録

業績(10億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
売上高	4,246	950	8,459	11,819
売上原価	(1,779)	(685)	(3,190)	(5,749)
売上総利益	2,467	266	5,269	6,070
販売費用	170	340	340	340
企業管理費用	(541)	(595)	(916)	(1,256)
そのうち: 借入コスト	(481)	(523)	(493)	(665)
連結会社からの損益	412	2,187	-	-
販売費用	(190)	(46)	(619)	(858)
管理費用	(429)	(464)	(488)	(512)
経営活動から利益	1,888	1,686	3,586	3,783
他の収入	(127)	10	3	4
税引前利益	1,762	1,697	3,589	3,787
法人税額	(410)	(120)	(718)	(757)
税引後利益	1,352	1,577	2,871	3,029
少数株主持分	257	50	91	96
少数株主利益等控除利益	1,095	1,526	2,780	2,933
EPS	1,922	1,988	3,621	3,821

バランスシート(10億ドン)	2021	2022F	2023F	2024F
現金及び現金相当	2,562	1,683	1,107	1,144
短期投資	2,016	2,442	2,442	1,953
短期未収金	9,346	10,896	8,981	12,815
棚卸資産	11,515	12,330	12,830	17,087
その他流動資産	245	323	2,875	4,017
流動資産	25,684	27,674	28,236	37,016
長期未収金	1,490	821	862	905
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	106	148
長期投資	5,318	7,232	7,158	7,032
総資産	31,002	34,907	35,393	44,048
買掛金	4,996	6,733	9,553	13,434
短期借入	1,515	3,951	705	630
短期借入総額	6,511	10,684	10,257	14,064
長期借入	5,539	3,687	3,491	5,309
他の長期借入	2,382	2,690	928	928
長期借入	7,922	6,377	4,419	6,237
負債総額	14,433	17,061	14,677	20,302
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	8,426	11,359
少数株主持分	2,366	1,777	1,869	1,965
株主資本総額	16,569	17,846	20,717	23,746
総資本	31,002	34,907	35,393	44,048

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	3,589	3,787
原価償却及び割当て	76	76	152	154
流動資本変更	(3,031)	(1,077)	(1,425)	(6,859)
他の修正	(39)	(1,913)	493	665
営業活動からキャッシュフロー	(1,232)	(1,218)	2,809	(2,253)
固定資産購入額	(240)	(274)	58	57
その他の投資額	(2,911)	(249)	-	488
投資活動からキャッシュフロー	(3,151)	(523)	58	545
配当金	(19)	(0)	-	-
借入から金額	1,332	527	(3,443)	1,744
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	(3,443)	1,744
初期キャッシュフロー	1,050	2,562	1,683	1,107
中期キャッシュフロー	1,513	(879)	(576)	36
最後期キャッシュフロー	2,562	1,683	1,107	1,144

指数(%)	2021	2022F	2023F	2024F
支払能力				
流動比率	3.9	2.6	2.8	2.6
当座比率	2.1	1.4	1.2	1.1
資本構成				
負債比率/総資産	47%	49%	41%	46%
負債比率/株主資本	87%	96%	71%	85%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	2,363	6,575	1,468	1,085
売掛金回収期間	803	4,185	388	396
利益性				
売上総利益率	58%	28%	62%	51%
税引後利益率	32%	166%	34%	26%
ROE	7%	9%	13%	12%
ROA	4%	4%	8%	7%
成長率(前年同期比)				
売上高	70%	-78%	790%	40%
EBIT	80%	-1%	84%	9%
税引前利益	68%	-4%	112%	6%
EPS	21%	3%	82%	6%
流行中株数	570	768	768	768
BVPS	29,081	23,248	26,989	30,935

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>

