

推奨

買い カンディエン不動産株式会社 (HSX: KDH)

現値:	35,500	レポート作成日:	06/09/2023	株主構成	
前理論価格:	35,900	流行中株数(100 万)	716.8	Tiên Lộc 投資有限公司	12.1%
新理論価格:	44,100	時価総額(10 億ドン)	21,397	Gam Ma 投資有限公司	6.0%
配当率:	-	平均売買高	61.1	Á Âu 投資貿易有限公司	5.9%
上昇率:	20.7%	外国人投資家保有率	41.4%	Vietnam Enterprise Limited	7.09%

分析者:

Lam Viet
(不動産業)
vietl@bsc.com.vn

評価

BSC は RNAV 方法を基づく KDH 株の理論株価を 20.7%増の 4 万 4,100VND/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、(1) Classia 案件の引き渡し改善されている、(2) 2023 年第 2 四半期には、KDH が展開計画に含まれなかった小規模な土地を譲渡したという要素を基づく、KDH の売上高を前年比 4%減の 2 兆 7,920 億ドン、少数株主利益後利益を同 23%減の 8,470 億ドンと予測しております。

2024 年には、BSC は KDH の売上高を前年比 119%増の 6 兆 1,080 億ドン、少数株主利益後利益を同 16%増の 9,810 億ドンと予測しております。

投資観点

- 2024 年～2026 年の期間における販売総額は大きく増加するだろう。
- Tan Tao 住民区案件、Phong Phu2 都市区案件という大案件を展開する可能性は資金源のイニシアチブと外国パートナーと努力戦略のおかげで、より明確になっている。

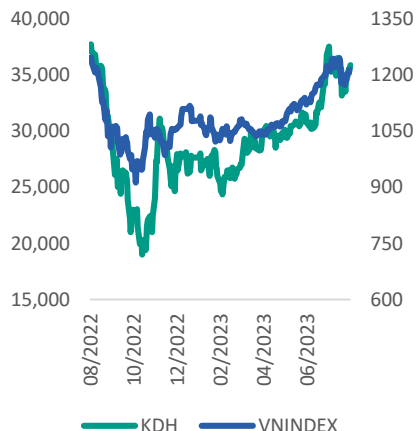
リスク

- Tan Tao 住民区案件、Phong Phu2 都市区帯案件と Le Minh Xuan 工業団地区の拡大案件での展開・販売の進捗は計画より遅い
- 上記の案件の 3 つは企業の評価に大きく寄与する。

企業アップデート

2023 年第 2 四半期の業績には、KDH の売上高と少数株主利益後利益はそれぞれ、前年同期比 20%減の 5,870 億ドン、同 25%減の 2,480 億ドンだった。また、KDH は Doan Nguyen 案件における保有率 49%を譲渡し、譲渡総額が 1 兆 5,210 億ドンだった。Doan Nguyen 会社は KDH の子会社なので、利益の 2,610 億ドンは KDH の業績に計上されていなかった。

株価の推移



P/E



	2021	2022	2023 F	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%

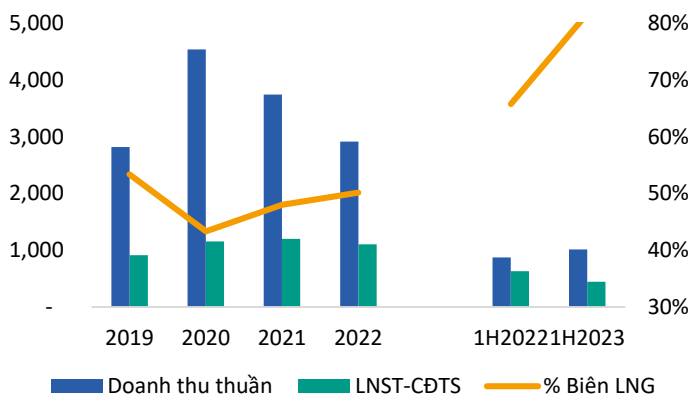
	2020	2021	2022	2023F
売上高	4,532	3,738	2,912	2,421
売上総利益率	1,964	1,794	1,460	1,264
親会社株主帰属利益	1,153	1,202	1,103	711
EPS	1,917	1,788	1,478	978
EPS 成長率 (%)	22%	-7%	-17%	-34%

I. 2023 年上半期業績のアップデート: ハイライトは(1)外国パートナーと案件の協力の開始、(2)ハイライトは Classia 案件の商品の引き渡し、しかし、(3)税引後利益は高い水準で減少したということだ。

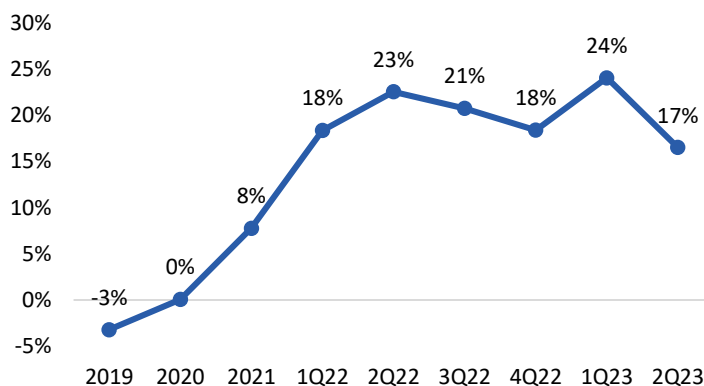
(10 億 VND)	1Q2023	2Q2023	%QoQ	%YoY	評価
売上高	425	587	38%	-20%	KDH の 2023 年上半期業績: - 売上高は前年同期比 20%減の 5,870 億ドンだった。 - 売上総利益率は 84%で、2023 年第 1 四半期の 78%から増加した。また、売上総利益は前年同期比 1%減の 4,940 億ドンだった。 - しかし、税引後利益は前年同期比 21%減の 2,010 億ドンだった。
- 不動産経営	403	574	42%	-20%	
- インフラ整備済土地賃貸	7	-	-100%	-	
- サービス提供	16	12	-21%	-9%	
- 工業団地サービス提供	0	0	181%	-26%	
売上総利益	332	494	49%	-1%	KDH は Doan Nguyen 案件における保有率 49%を譲渡し、譲渡総額が 1 兆 5,210 億ドンだった。Doan Nguyen 会社は KDH の子会社なので、利益の 2,610 億ドンは KDH の業績に計上されていなかった。 2023 年上半期には、KDH の売上高は前年同期比 16%増の 1 兆 120 億ドン、年間計画の 33%を達成した。また、税引後利益は同 27%減の 4,580 億ドン、年間計画の 26%を達成した。販売活動については、Classia 案件はアパートの 150 戸うちの 170 戸を販売した。同案件の吸収率は 90%を達した。
売上総利益率 (%)	78%	84%			
販売費用	(12)	(10)	-17%	111%	
管理費用	(56)	(51)	-10%	-3%	
管販費用/売上高の比率 (%)	-16%	-10%			
EBIT	263	433	65%	-2%	
金融活動事業による収入	13	8	-40%	38%	
財務費用	1	12	17.2x	852%	
他の利益	12	(13)	-204%	22%	
税引前利益	287	416	45%	-5%	
税引後利益	201	257	28%	-21%	
親会社株主帰属利益	200	248	24%	-25%	
税引後利益率 (%)	47%	43.8%			

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

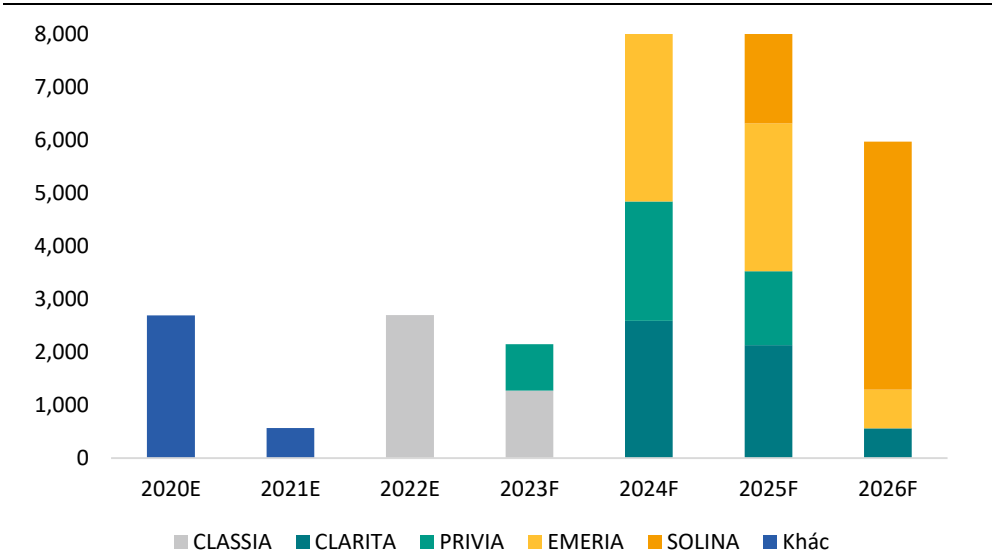
II. 2024 年～2026 年の期間における販売総額は大きく増加するだろう。

2024 年～2026 年の期間における販売総額は新案件のおかげで、大きく増加するだろう。具体的には、2023 年に、BSC は KDH の販売総額が前予測に比べて 3.8%増の 2 兆 1,460 億ドンであると予測しております。

2024 年～2025 年の期間には、KDH は(1) The Privia 案件、(2) Clarita 案件、(3) Emeria (Đoàn Nguyên)案件の販売を引き続き開始するだろう。そのために、2024 年～2025 年の期間における KDH の新規販売総額はそれぞれ、前年比 284%増の 8 兆 2,320 億ドン、同 1.6%減の 8 兆 1,010 億ドンであると推定されております。

BSC は、(1)市内土地面積の吸収能力が高くて、販売価格も高い水準で維持すること、(2)ブランド、展開経験が証明されたこと、(3)海外パートナーと協力という要素のおかげで、今後の 2～3 年間には、KDH の利益を増加させるだろう。

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 の予測

III. Tan Tao 住民区案件、Phong Phu2 都市区案件という大案件を展開する可能性は資金源のイニシアチブと外国パートナーと努力戦略のおかげで、より明確になっている。

2023 年第 2 四半期には、KDH は Doan Nguyen 案件における保有率の 49%を Keppel Land に譲渡し、譲渡総額が 1 兆 5,210 億ドンだった。Keppel Land が発表した情報によると、2023 年下半年には、KDH が残りの案件からの譲渡による利益の 1 兆 6,590 億ドンを引き続き計上すると見込まれるだろう。BSC は 2 つの小規模な案件における Keppel Land と協力は将来に Tan Tao 住民区案件 (330 ヘクタール) 及び Phong Phu2 都市区帯案件 (132.9 ヘクタール) を展開するための協力計画の前提になることを期待しております。

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: 90%

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	50.9%	低層住宅	67	1/500 の計画があり、土地収用の完了、2024 年に展開する予定
				高層住宅	864	
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	調整 前 2023 年予 測	調整 前 2023 年予 測	調整率 (%)	%YoY	2024F	%YoY
売上高	2,912	2,421	2,799	16%	-4%	6,108	118%
- 不動産経営	2,852	2,355	2,726	16%	-4%	6,036	121%
- インフラ整備済土地賃貸	-	7	7	0%	-	-	-100%
- サービス提供	58	63	63	0%	10%	70	10%
- 工業団地区サービス提供	2	3	3	0%	19%	3	0%
売上総利益	1,460	1,264	1,564	24%	7%	2,542	63%
売上総利益率(%)	(394)	(308)	(326)	6%	-17%	(787)	141%
EBIT	1,065	956	1,237	29%	16%	1,755	42%
金融活動事業による収入	18	8	32	299%	80%	34	7%
財務費用	(91)	(85)	(49)	-43%	-40%	(62)	28%
他の利益	419	15	15	-3%	-97%	87	503%
税引前利益	1,411	893	1,202	35%	-15%	1,774	48%
法人税額	(328)	(179)	(352)	97%	7%	(644)	83%
税引後利益	1,082	715	850	19%	-21%	1,130	33%
親会社株主利益	1,103	711	846	19%	-23%	980	16%
EPS	1,478	978	1,167	19%	-21%	1,313	13%
売上総利益率(%)	50.1%	52.2%	55.9%			41.6%	
純利益率(%)	37.2%	29.5%	30.4%			18.5%	

ソース: KDH, BSC Research

BSC は売上高及び少数株主利益後利益予測を当初の予測から上方修正しております。具体的は以下の通り。

- (1) Classia 案件の引き渡し改善されている; (2) 2023 年第 2 四半期には、KDH が展開計画に含まれなかった小規模な土地を譲渡したという要素を基づく、KDH の売上高を前年比 4%減の 2 兆 7,920 億ドンと予測しております。BSC は売上高を当初の予測から 16%上方修正しております。
- 売上総利益率は当初の予測の 52.2%から 55.9%を上方修正しております。
- 財務収入は前年比 2995増加するが、財務費用が当初の予測から 43%を下方修正しております。
- 法税率は当初の予測から 97%を上方修正しております。
- KDH の少数株主利益後利益を前年比 23%減の 8,460 億ドンと予測しております。BSC は少数株主利益後利益を当初の予測から 19%上方修正しております。

2024 年には、BSC は KDH の売上高を前年比 119%増の 6 兆 1,080 億ドン、少数株主利益後利益を同 16%増の 9,810 億ドンと予測しております。

V. リスク

1. 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。

2. 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 20.7%増の 4 万 4,100VND/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	1,637	99%	1,628
Clarita	RNAV	2,535	100%	2,532
Privia	RNAV	1,730	100%	1,730
Emeria	RNAV	1,542	51%	784
The Solina	RNAV	1,791	100%	1,791
Lê Minh Xuân 工業団地区	RNAV	2,630	100%	2,630
Tân Tạo 住民区	比較	18,692	100%	18,692
第 2Phong Phú 案件帯	比較	5,378	100%	5,378
その他	Book value			1,036
住宅用不動産				36,202
割引				-
再評価価値の合計				36,202
(+)現金と短期的な投資額				1,317
(-)負債と潜在的な負債				(5,946)
企業価値				31,574
流行中株数(100 万株)				716.8
現値				36,450
目標価格				44,100
上昇率				20.7%
配当から利回り率				0.0%
WACC				13%

ソース: BSC Resarch



ソース: Bloomberg, BSC Resarch

付録

業績(10 億 VND)	2022	2023F	2024F	2025F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2022F	2023F	2024F	2025F
売上高	2,912	2,799	6,108	9,030	税引後利益	1,411	1,202	1,774	3,096
売上原価	(1,452)	(1,236)	(3,566)	(4,815)	原価償却及び割当て	(255)	6	13	20
売上総利益	1,460	1,564	2,542	4,215	流動資本変更	(1,401)	(1,837)	(1,664)	(1,116)
販売費用	(175)	(173)	(417)	(618)	その他	(801)	(1,002)	(1,448)	(1,558)
企業管理費用	(219)	(154)	(370)	(548)	営業活動からキャッシュフロー	(1,047)	(1,631)	(1,325)	441
営業利益／損失	1,065	1,237	1,755	3,048	固定資産購入額	(61)	(113)	(103)	(77)
金融活動収益	18	32	34	51	他の投資	(735)	1,167	1,145	43
金融活動費用	(82)	(49)	(62)	(67)	投資活動からキャッシュフロー	(797)	1,054	1,042	(34)
借入費用	(9)	(33)	(41)	(42)	配当金	-	(77)	(192)	(192)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	借入から金額	3,000	(825)	2,249	272
他の収益	419	15	87	106	他の未収金	231	(0)	0	(0)
税引前利益	1,411	1,202	1,774	3,096	金融活動からキャッシュフロー	3,231	(902)	2,057	80
法人税額	(328)	(352)	(644)	(731)	初期キャッシュフロー	1,365	2,753	1,274	3,049
税引後利益	1,082	850	1,130	2,365	中期キャッシュフロー	1,387	(1,479)	1,775	487
少数株主持分	(21)	4	150	161	最後期キャッシュフロー	2,753	1,274	3,049	3,536
少数株主利益等控除利益	1,103	846	980	2,204					
EBITDA	810	1,243	1,769	3,068					
EPS	1,478	1,167	1,313	2,952					

バランスシート(10 億ドン)	2022	2023F	2024F	2025F	指数(%)	2022F	2023F	2024F	2025F
短期資産	20,506	20,929	25,615	27,604	支払能力				
現金及び現金相当	2,753	1,274	3,049	3,536	流動比率	5.9	6.5	5.5	5.4
短期的な投資	43	43	43	43	当座比率	2.3	2.1	1.8	2.0
短期未収金	5,208	5,467	5,371	6,859	資本構成				
棚卸資産	12,453	14,054	17,063	17,118	負債比率/総資産	31%	26%	30%	28%
他の短期的な資産	49	90	89	48	負債比率/株主資本	59%	47%	60%	53%
長期資産	1,033	2,001	1,993	3,117	稼働能力				
有形固定資産	81	103	151	221	棚卸資産回転期間	3,130	4,151	1,746	1,298
建設中長期資産	750	1,100	20	20	売掛金回収期間	653	713	321	277
長期投資	102	102	102	102	買掛金回収期間	212	270	114	84
他の長期資産	101	696	1,720	2,774	CCC	3,571	4,594	1,954	1,491
総資産	21,539	22,929	27,607	30,721	利益性				
短期借入総額	3,503	3,217	4,629	5,130	売上総利益率	50%	56%	42%	47%
買掛金	109	211	256	257	税引後利益率	37%	30%	18%	26%
短期借入	1,195	886	1,049	1,124	ROE	9.2%	6.1%	7.4%	13.4%
他の短期借入	2,199	2,120	3,324	3,750	ROA	5.0%	3.7%	4.1%	7.7%
長期借入総額	6,242	5,707	7,793	7,990	評価				
長期借入	5,576	5,060	7,146	7,343	PE	24.0	30.4	27.0	12.0
長期未実施収入	12	-	-	-	PB	2.20	2.00	1.85	1.59
他の長期借入	653	647	647	647	成長率(前年同期比)				
買掛金の総額	9,745	8,924	12,422	13,120	売上高	-22%	-4%	118%	48%
出資金	7,168	7,168	7,168	7,168	税引後利益	-24%	16%	42%	74%
株式会社化による資本剰余金	1,312	1,312	1,312	1,312	税引前利益	-10%	-21%	33%	109%
未処分利益	2,780	3,887	4,868	7,072	EPS	-17%	-21%	13%	125%
他の株主資本	297	347	397	447					
少数株主持分	237	1,291	1,440	1,602					
株主資本	11,795	14,006	15,185	17,601					
総資本	21,539	22,929	27,607	30,721					
流行中株数(100 万株)	717	717	717	717					

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>

