業界: 不動産業 | BSC RESEARCH

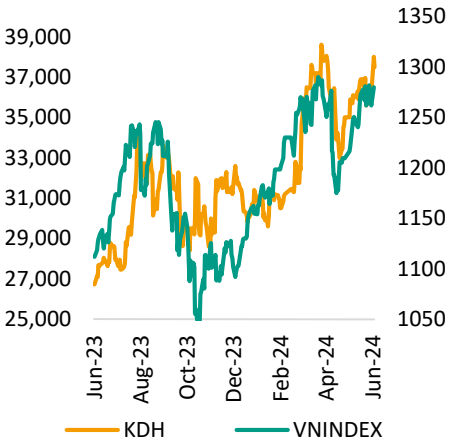
推奨 買い カンディエン不動産株式会社(HSX: KDH)

現値:	37,050	レポート作成日:	06/06/2024	**株主構成**	
前理論価格:	44,500	流行中株数(100 万)	799.3	Tiên Lộc 投資有限会社	10.8%
新理論価格:	44,500	時価総額(10 億ドン)	29,135	Gam Ma 投資有限会社	8.75%
配当率:	–	平均売買高(10 億ドン)	61.1	Á Âu 投資貿易有限会社	8.51%
上昇率:	20.1%	外国人投資家保有率	39.9%	Vietnam Enterprise Limited	7.09%

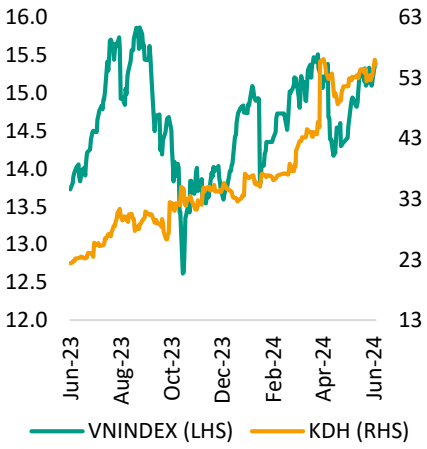
分析者:

Lam Viet
(不動産業界)
vietl@bsc.com.vn

株価の推移



P/E



評価

BSC は KDH 株の理論株価を 20.1%増の 4 万 4,500VND／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

2024 年には、BSC は　KDH の売上高を前年比+83%増の 3 兆 8,270 億ドン、少数株主利益後利益を同+17%増の 8,740 億ドンと予測しております。増収増益は The Privia ＆ Classia 案件からの譲渡から由来する。

投資観点

- 2024 年～2026 年の期間における新規販売額は新水準を記録し、2021 年～2023 年の期間に 2.1 倍となることで、2023 年～2026 年の期間における利益が CAGR の 35%を記録するだろう。BSC は、2024 年～2025 年の期間がは Tan Tao 住民区案件、Phong Phu 2 都市区案件などの大都市及び The Solina などのより大規模な案件を実施するために The Privia, Clarita, Emeria などの残りの小規模案件の展開を促進する重要な年になると考えております。
- Tan Tao 住民区案件、Phong Phu 2 都市区案件の展開は資本源のイニシアティブと海外パートナーとの案件レベルの協力戦略から由来するだろう。

リスク

- Tan Tao 住民区案件、Phong Phu 2 都市区案件と 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。

企業アップデート

2024 年第 1 四半期の業績: KDH の売上高は前年同期比−21%減の 3,340 億ドンだった。売上総利益率は 77.8%から 52.2%まで減速した。売上総利益は前年同期比 48%減の 1,740 億ドンだった。少数株主利益後利益は同−79%減の 410 億ドンだった。

2024 年第 1 四半期の業績は年間計画の 5.2%、予想の 4.7%を達成したものの、この業績は案件不動産の引き渡し期間の要素に期待通りだろう。

	2023	2024F	2025F	2026F
PE (x)	43.4	36.2	33.7	12.0
PB (x)	2.26	2.11	1.98	1.68
P/S (x)	13.9	7.6	3.8	2.5
ROE (%)	4.7%	5.3%	8.5%	15.8%
ROA (%)	2.8%	3.2%	4.6%	9.0%

	2023	2024F	2025 F	2026F
売上高	2,093	3,827	7,659	11,699
売上総利益率	1,573	1,886	2,976	5,818
親会社株主帰属利益	744	874	939	2,635
EPS	875	1,049	1,128	3,165
EPS 成長率（%）	-38%	20%	8%	180%

I. 2024 年第 2 四半期業績のアップデート

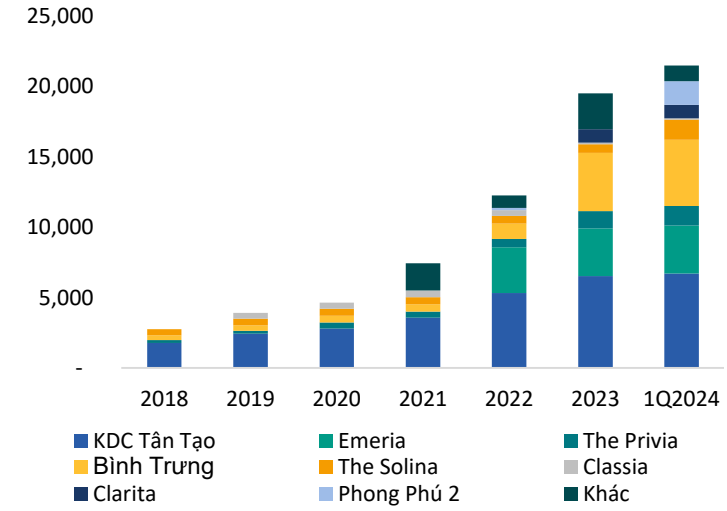
(10 億 VND)	1Q2023	4Q2023	1Q2024	% YOY	%QoQ
売上高	**425**	**469**	**334**	**-21.5%**	**-28.9%**
不動産譲渡	*403*	*453*	*318*	*-21.1%*	*-29.7%*
インフラ整備済土地賃貸	*7*	*-*	*1*		
サービス提供	*16*	*16*	*14*	*-10.8%*	*-11.1%*
土地賃貸	*0*	*2*	*0*	*158.0%*	*-78.8%*
売上総利益	**332**	**292**	**174**	**-47.5%**	**-40.3%**
売上総利益率（%）	*78%*	*62%*	*52%*	*(0)*	*(0)*
販売費用	(12)	(59)	(11)	-9.2%	-81.2%
管理費用	(56)	(53)	(45)	-19.6%	-14.3%
販管費用／収入の比率	*16%*	*24%*	*17%*	*0*	*(0)*
EBIT	263	180	118	-55.3%	-34.5%
金融活動事業による収入	13	16	12	-5.6%	-25.7%
財務費用	(1)	(56)	(21)	1441.3%	-62.2%
連結会社からの損益	-	-	-		
税引前利益	**287**	**116**	**111**	-61.3%	-4.2%
税引後利益	**201**	**63**	**42**	-79.2%	-34.1%
少数株主利益等控除後利益	**200**	**62**	**41**	-79.4%	-33.7%

注意

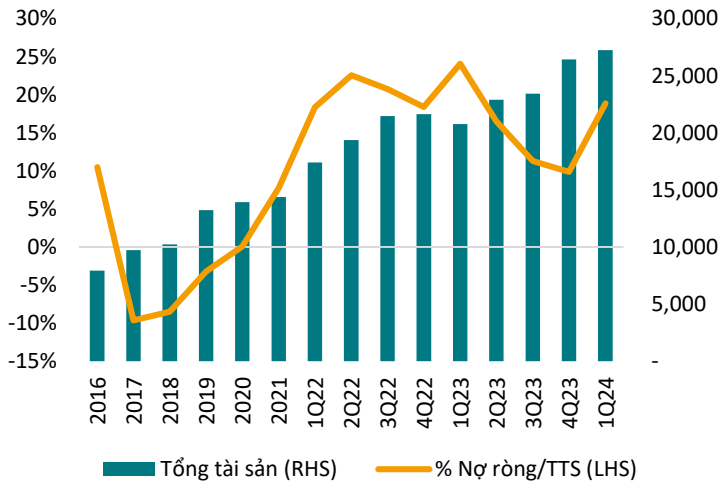
2024 年第 1 四半期には、KDH の売上高は前年同期比 21.1%減の 3,340 億ドンだった。売上総利益率は 77.8%から 52.2%まで減速した。売上総利益は前年同期比 48%減の 1,740 億ドンだった。少数株主利益後利益は同-79%減の 410 億ドンだった。

2024 年第 1 四半期の業績は年間計画の 5.2%、予想の 4.7%を達成したものの、この業績は案件不動産の引き渡し期間の要素に期待通りだろう。

案件投資額が進捗の促進のために連続で集中している。



土地面積が拡大を続けている背景には、レバレッジ率は低い水準で維持している。



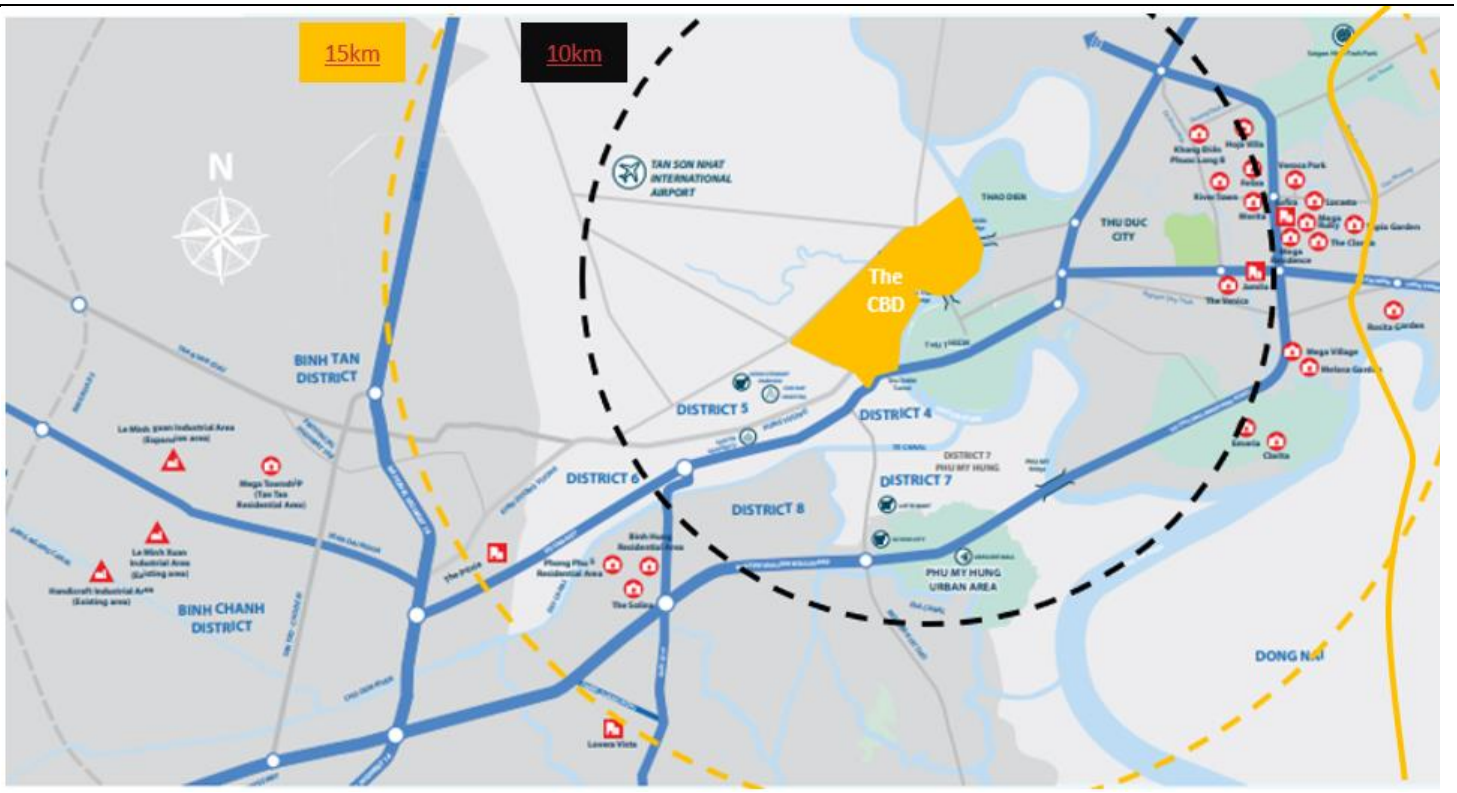
ソース: KDH, BSC Research

II. 投資見通し – 小規模な案件の促進と大規模な案件向け投資金の累積のおかげで、優れた成長率を達している

1. 2023 年～2026 年の期間における収入と純利益の CAGR はそれぞれ 56%、35%であると予測されております。

KDH の展開計画と案件ポートフォリオを基づく、Clarita 案件, Emeria 案件と Bình Trưng 案件などの小規模な案件の展開が促進される。これらの案件を展開するのは KDH が将来に The Solina 案件(16.6 ヘクタール)、Phong Phú 2 都市区案件 (133 ヘクタール)と Tân Tạo 住民区案件 (330 ヘクタール)などの大きな規模な案件の展開を実施する前提になるだろう。

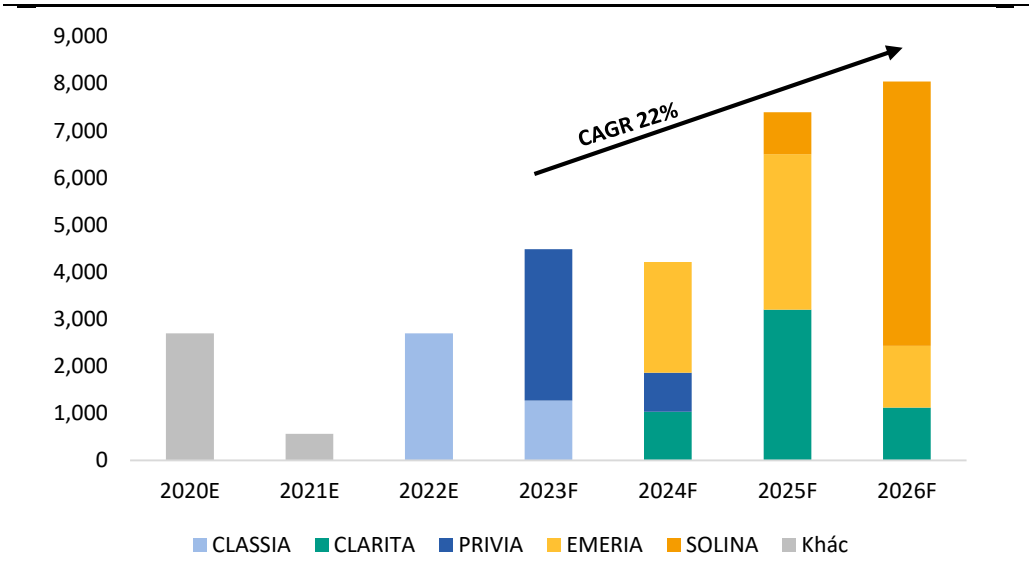
KDH の案件はインフラ設備の余地がまだ大きいな地域であるホーチミン市の西と東に平均に分散されている。



ソース: KDH, BSC Research

2024 年～2026 年の期間における新規販売額は大きく増加し、2021 年～2023 年の期間に比べて 2.1 倍になると予測しております。具体的には、2024 年の新規販売額は前年比 14.2%減の 4 兆 2,140 億ドンに達すと予測されております。2025 年～2026 年の期間では、新規販売額は前年比 25.6%増の 7 兆 2,950 億ドンになると予測されております。

2024 年～2026 年期間における新規販売総額はブームになると期待されている



(*)Le Minh Xuan 工業団地区を含まない

ソース: BSC Research の推定

2024 年業績見通し – 2024 年下半期以降 The Privia 案件の引き渡しからの収入を計上する:

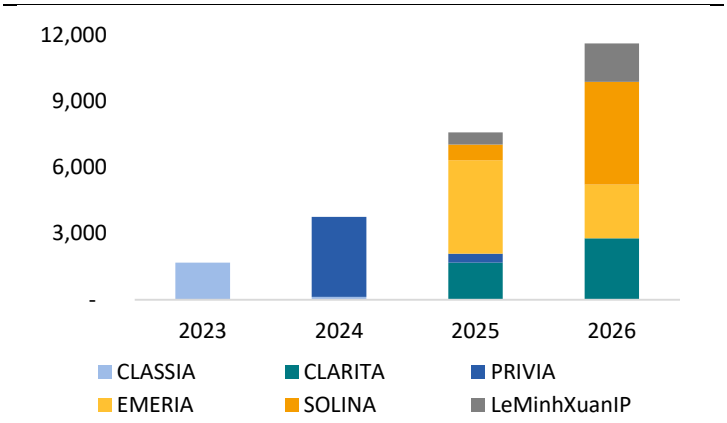
- 2024 年には、BSC は KDH の売上高を前年比+86%増の 3 兆 8,270 億ドン、少数株主利益後利益を同+17%増の 8,740 億ドンと予測しております。増収増益は The Privia & Classia 案件からの譲渡から由来する。
- 売上総利益率は 64%から 49%に減少した。
- 金融費用は前レポート比 58%増となり、前年同期比+7%増の 1,530 億ドンだった。

2025 年～2026 年の期間は Clarita & Emeria 案件からの利益を計上する期間である。2025 年～2026 年の期間における売上高はそれぞれ、前年比+139%増の 9 兆 1,320 億ドン、同-13%減の 7 兆 9,800 億ドンを達すと予測されております。2025 年と 2026 年の少数株主利益等控除後利益はそれぞれ、前年比+31%増の 1 兆 1,450 億ドン、同+61%増の 1 兆 8,400 億ドンを達すと予測されております。

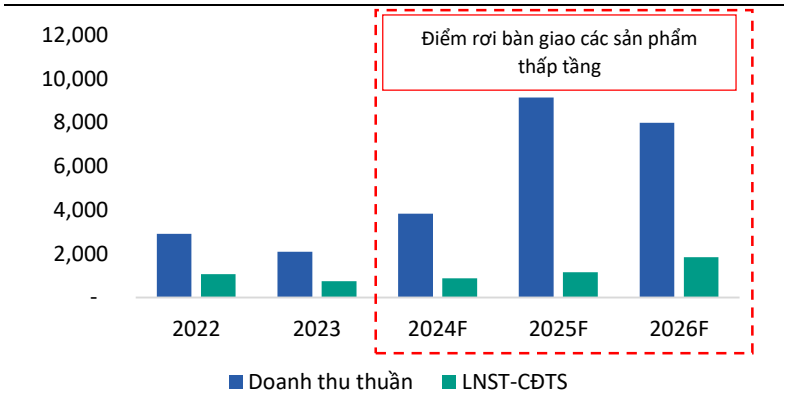
	2023	2024F	%YoY	2025F	%YoY	2026F	%YoY
売上高	**2,093**	**3,827**	***83%***	**9,132**	***139%***	**7,980**	***-13%***
–不動産譲渡	2,023	3,753	*86%*	9,051	*141%*	7,890	*-13%*
– サービス提供	64	70	*10%*	-		-	
– インフラ整備済土地賃貸	9	4	*-56%*	77	*10%*	85	*10%*
売上総利益	**1,573**	**1,886**	***20%***	**3,690**	***96%***	**3,964**	***7%***
販管費用	(369)	(528)	*43%*	(997)	*89%*	(1,030)	*3%*
EBIT	1,204	1,357	*13%*	2,693	*98%*	2,934	*9%*
金融活動事業による収入	50	55	*10%*	97	*78%*	211	*118%*
財務費用	(143)	(153)	*7%*	(160)	*-13%*	-	*-100%*
他の利益	(38)	(27)	*-30%*	(27)	*0%*	(27)	*0%*
税引前利益	**1,071**	**1,232**	***15%***	**2,580**	***109%***	**2,958**	***15%***
法人税	(341)	(358)	*5%*	(628)	*75%*	(592)	*-6%*
税引後利益	**731**	**874**	***20%***	**1,953**	***123%***	**2,367**	***21%***
親会社株主利益	**744**	**874**	***17%***	**1,145**	***31%***	**1,840**	***61%***
EPS	875	1,049	*20%*	1,376	*31%*	2,210	*61%*
売上総利益率(%)	75%	49%		40%		50%	
純利益率(%)	36%	23%		13%		23%	

ソース: KDH. BSC Research

2023 年～2026 年期間における収入の CAGR が 56%に達すると予測される。



2023 年～2026 年期間における少数株主利益等控除利益の CAGR が 35%に達すると予測される。利益を計上する期間は 2025 年～2026 年に集中するだろう。



2. ソース: BSC Research

3. 大規模案件の展開に向けて、すべての資源を集中する。

2024 年定期株主総会では、第三者割当により戦略的パートナーへ株式発行増資案が承認され、調達総額は 2 兆 7,000 億 VND(公募価格が 2 万 7,250VND/株)であると期待されております。調達資本は KDH とその子会社である Khang Phuc 自宅投販売資有限会社 の負債の返済に使用されます。

案件	規模（ヘクタール）	商品	進捗	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Classia	4.3	邸宅	引渡し中							
The Privia	1.9	マンション	2024 年下半期に引き渡す見込み							
Clarita	5.8	タウンハウス及び邸宅	2023 年 10 月から着工							
Emeria	6	マンション、タウンハウス及び邸宅	2023 年 10 月から着工							
The Solina	16.4	マンション、片側町、公営住宅及び邸宅	第 1 段階に土地が引き渡された。2025 年に販売開始見込み							
Lê Minh Xuân 工業団地区	109.9	工業団地区	第 1 四半期に土地が引き渡された。							
Phong Phú 2	132.9	N/A	土地収用が計画の 35%を達成した。							
Tân Tạo 住民区案件	329	N/A	土地収用が計画の 90%を達成した。							

III. 評価

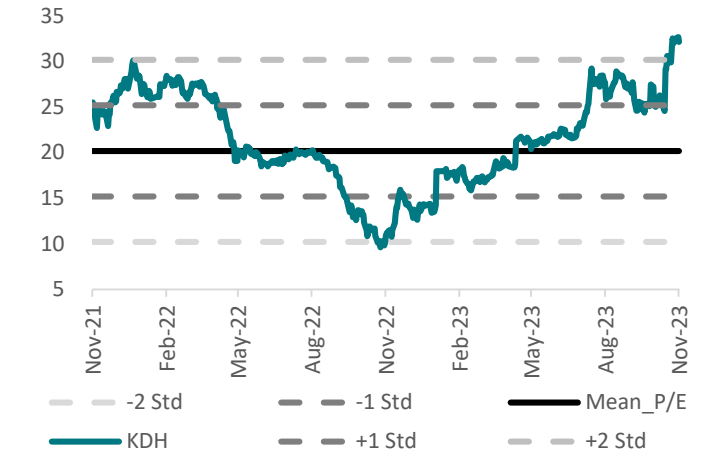
BSC は KDH 株の理論株価を 20.1%増の 4 万 4,500VND ／株と評価し、KDH の投資評価を「買い」と推奨しております。

評価

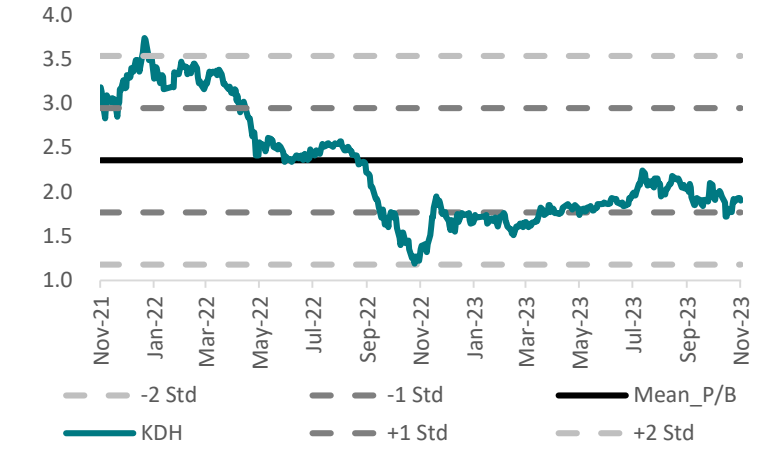
10 億ドン	方法	再評価	% 保有率	KDH
Classia	RNAV	270	*99%*	269
Clarita	RNAV	2,751	*51%*	1,402
Privia	RNAV	1,997	*100%*	1,997
Emeria	RNAV	3,719	*51%*	1,891
The Solina	RNAV	2,390	*100%*	2,390
Le Minh Xuan 工業団地区	RNAV	2,945	*100%*	2,945
Tan Tao 住民区案件	比較	21,362	*100%*	21,362
Phong Phu 2 住民区案件	比較	6,147	*100%*	6,147
その他	簿価			1,116
再評価の総価値				**39,517**
(+)現金と短期的な投資額				1,574
(–)負債と潜在な負債				(5,539)
企業価値				**35,552**
流行中株数(100 万株)				799.3
現値				37,050
目標価格				**44,500**
上昇率				**20.1%**
配当率				**0.0%**
WACC				13%

ソース：BSC Research

Stock PE



Stock P/B



ソース: Bloomberg, BSC Resarch

付録

業績(10 億 VND)	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	**2,093**	**3,827**	**9,132**	**7,980**
売上原価	(521)	(1,942)	(5,442)	(4,016)
売上総利益	**1,573**	**1,886**	**3,690**	**3,964**
販売費用	(163)	(234)	(441)	(455)
企業管理費用	(206)	(295)	(556)	(575)
営業利益／損失	**1,204**	**1,357**	**2,693**	**2,934**
金融活動収益	50	55	97	211
金融活動費用	(143)	(153)	(183)	(160)
借入費用	-	-	-	-
合弁・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	(38)	(27)	(27)	(27)
税引前利益	**1,071**	**1,232**	**2,580**	**2,958**
法人税額	(341)	(358)	(628)	(592)
税引後利益	**731**	**874**	**1,953**	**2,367**
少数株主持分	14	0	807	526
少数株主利益等控除利益	**744**	**874**	**1,145**	**1,840**
EBITDA	1,219	1,373	2,730	2,967
EPS	875	1,049	1,376	2,210

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2023	2024F	2025F	2026F
税引後利益	1,071	1,232	2,580	2,958
原価償却及び割当て	15	16	38	33
流動資本変更	(996)	(1,563)	2,591	3,614
その他	(1,646)	(971)	(1,532)	(1,494)
営業活動からキャッシュフロー	**(1,556)**	**(1,286)**	**3,677**	**5,111**
固定資産購入額	(183)	(117)	(94)	(103)
他の投資	3,010	45	39	35
投資活動からキャッシュフロー	**2,826**	**(72)**	**(54)**	**(68)**
配当金	-	-	-	-
借入から金額	(425)	(806)	2,788	(43)
他の未収金	132	-	-	-
金融活動からキャッシュフロー	**(293)**	**(806)**	**2,788**	**(43)**
初期キャッシュフロー	2,753	3,730	1,565	7,976
中期キャッシュフロー	977	(2,164)	6,411	5,001
最後期キャッシュフロー	**3,730**	**1,565**	**7,976**	**12,976**

バランスシート(10 億ドン)	2023	2024F	2025F	2026F
短期資産	**24,720**	**25,064**	**30,719**	**34,219**
現金及び現金相当	3,730	1,565	7,976	12,976
短期的な投資	9	9	9	9
短期未収金	1,811	2,405	3,607	3,228
棚卸資産	18,788	20,946	19,019	17,887
他の短期的な資産	383	140	108	119
長期資産	**1,698**	**2,641**	**3,643**	**4,619**
有形固定資産	81	104	157	204
建設中長期資産	933	20	20	20
長期投資	131	131	131	131
他の長期資産	554	2,386	3,335	4,264
総資産	**26,418**	**27,705**	**34,362**	**38,838**
短期借入総額	**5,329**	**6,026**	**8,072**	**10,690**
買掛金	96	314	285	268
短期借入	1,444	952	1,132	1,647
他の短期借入	3,788	4,759	6,655	8,774
長期借入総額	**5,561**	**5,227**	**7,835**	**7,277**
長期借入	4,901	4,587	7,195	6,637
長期未実施収入	14	-	-	-
他の長期借入	645	640	640	640
買掛金の総額	**10,890**	**11,253**	**15,907**	**17,967**
出資金	7,993	7,993	7,993	7,993
株式会社化による資本剰余金	1,339	1,339	1,339	1,339
未処分利益	3,768	4,641	5,787	7,627
他の株主資本	352	402	452	502
少数株主持分	2,076	2,076	2,884	3,410
株主資本	**15,528**	**16,452**	**18,455**	**20,871**
総資本	**26,418**	**27,705**	**34,362**	**38,838**
流行中株数(100 万株)	799	799	799	799

指数(%)	2023	2024F	2025F	2026F
支払能力				
流動比率	4.6	4.2	3.8	3.2
当座比率	1.1	0.7	1.4	1.5
資本構成				
負債比率/総資産	24%	20%	24%	21%
負債比率/株主資本	47%	39%	53%	47%
稼動能力				
棚卸資産回転期間	13,164	3,937	1,276	1,626
売掛金回収期間	316	229	144	148
買掛金回収期間	583	213	69	88
CCC	12,897	3,953	1,351	1,685
利益性				
売上総利益率	75%	49%	40%	50%
税引後利益率	35%	23%	21%	30%
ROE	4.7%	5.3%	10.6%	11.3%
ROA	2.8%	3.2%	5.7%	6.1%
評価				
PE	41.6	35.3	26.9	16.8
PB	2.17	2.06	1.90	1.70
成長率(前年同期比)				
売上高	-28%	83%	139%	-13%
税引後利益	13%	13%	98%	9%
税引前利益	-32%	20%	123%	21%
EPS	-38%	20%	31%	61%

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