

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

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。

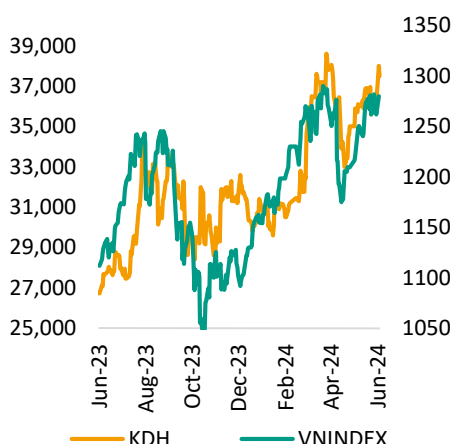
業績予測

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。

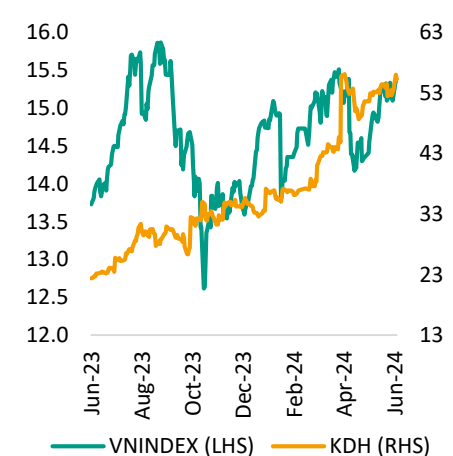
投資観点

- 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。

株価の推移



P/E



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。

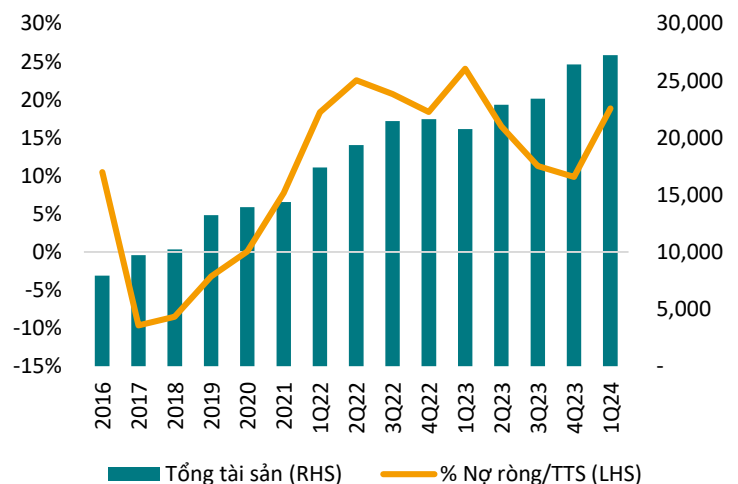
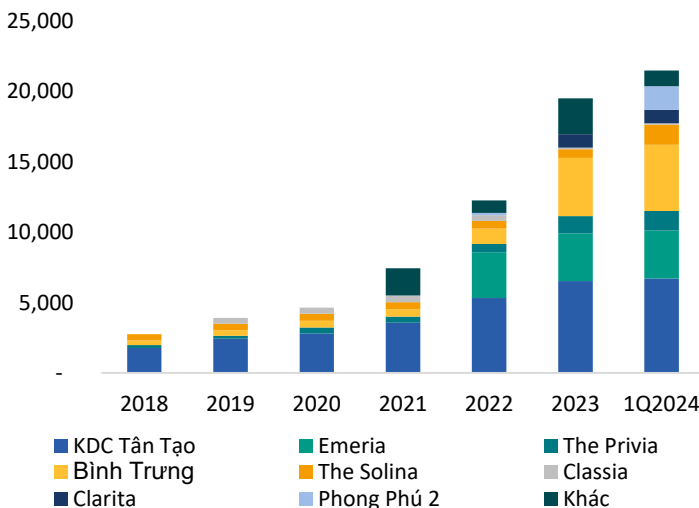
	2023	2024F	2025F	2026F		2023	2024F	2025F	2026F
PE (x)	43.4	36.2	33.7	12.0	売上高	2,093	3,827	7,659	11,699
PB (x)	2.26	2.11	1.98	1.68	売上総利益率	1,573	1,886	2,976	5,818
P/S (x)	13.9	7.6	3.8	2.5	親会社株主帰属利益	744	874	939	2,635
ROE (%)	4.7%	5.3%	8.5%	15.8%	EPS	875	1,049	1,128	3,165
ROA (%)	2.8%	3.2%	4.6%	9.0%	EPS 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	注意
売上高	425	469	334	-21.5%	-28.9%	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。
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%	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。
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%	

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います。

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。

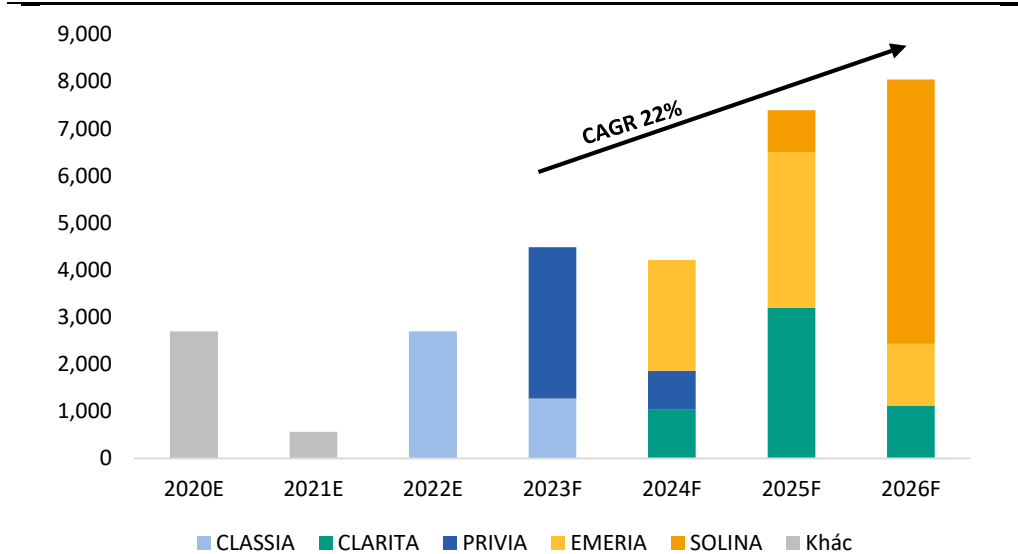
KDHの案件はインフラ設備の余地がまだ大きい地域であるホーチミン市の西と東に平均に分散されている。



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る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。

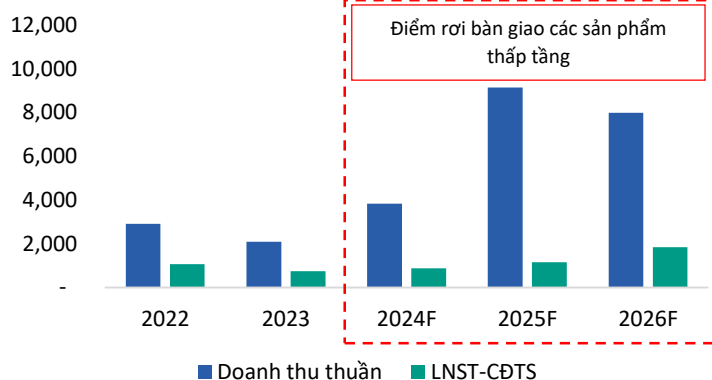
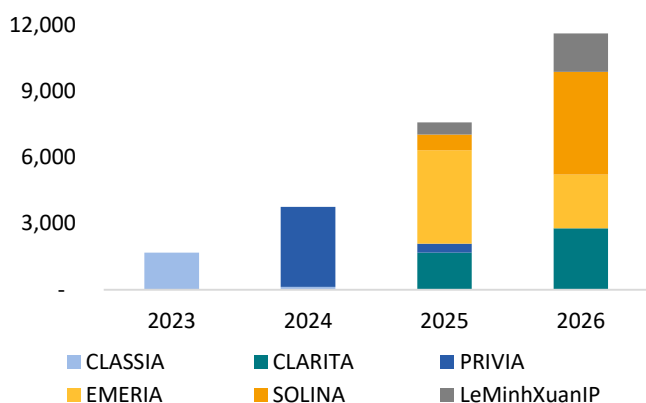
2025年～2026年の期間はClarita & Emeria 案件からの利益を計上する期間である。2025年～2026年の期間における売上高はそれぞれ、前年比+139%増の9兆1,320億ドン、同-13%減の7兆9,800億ドンを達すと予測されております。2025年と2026年の少数株主利益等控除後利益はそれぞれ、前年比+31%増の1兆1,450億ドン、同+61%増の1兆8,400億ドンを達すと予測されております。

	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%	-	-
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	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。								

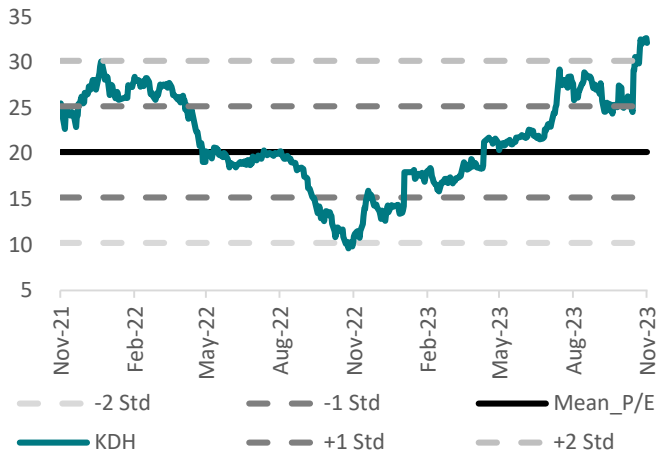
III. 評価

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。

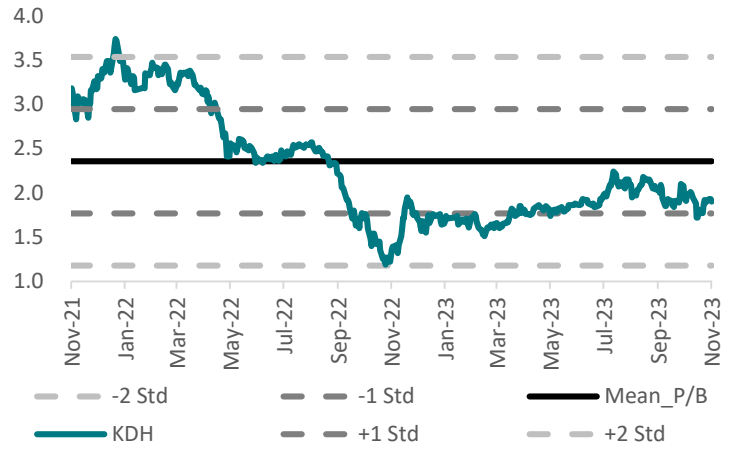
評価				
10 億ドン	方法	再評価	% 保有率	KDH
Classia	RNAV	270	99%	269
Clarita	RNAV	2,751	51%	1,402
Privia	RNAV	1,997	100%	1,997
Emeria	RNAV	3,719	51%	1,891
The Solina	RNAV	2,390	100%	2,390
Le Minh Xuan 工業団地区	RNAV	2,945	100%	2,945
Tan Tao 住民区案件	比較	21,362	100%	21,362
Phong Phu 2 住民区案件	比較	6,147	100%	6,147
その他	簿価			1,116
再評価の総価値				39,517
(+) 現金と短期的な投資額				1,574
(-) 負債と潜在的な負債				(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 Research

付録

業績(10 億 VND)	2023	2024F	2025F	2026F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2023	2024F	2025F	2026F
売上高	2,093	3,827	9,132	7,980	税引後利益	1,071	1,232	2,580	2,958
売上原価	(521)	(1,942)	(5,442)	(4,016)	原価償却及び割当て	15	16	38	33
売上総利益	1,573	1,886	3,690	3,964	流動資本変更	(996)	(1,563)	2,591	3,614
販売費用	(163)	(234)	(441)	(455)	その他	(1,646)	(971)	(1,532)	(1,494)
企業管理費用	(206)	(295)	(556)	(575)	営業活動からキャッシュフロー	(1,556)	(1,286)	3,677	5,111
営業利益/損失	1,204	1,357	2,693	2,934	固定資産購入額	(183)	(117)	(94)	(103)
金融活動収益	50	55	97	211	他の投資	3,010	45	39	35
金融活動費用	(143)	(153)	(183)	(160)	投資活動からキャッシュフロー	2,826	(72)	(54)	(68)
借入費用	-	-	-	-	配当金	-	-	-	-
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	借入から金額	(425)	(806)	2,788	(43)
他の収益	(38)	(27)	(27)	(27)	他の未収金	132	-	-	-
税引前利益	1,071	1,232	2,580	2,958	金融活動からキャッシュフロー	(293)	(806)	2,788	(43)
法人税額	(341)	(358)	(628)	(592)	初期キャッシュフロー	2,753	3,730	1,565	7,976
税引後利益	731	874	1,953	2,367	中期キャッシュフロー	977	(2,164)	6,411	5,001
少数株主持分	14	0	807	526	最末期キャッシュフロー	3,730	1,565	7,976	12,976
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					

バランスシート(10 億ドン)	2023	2024F	2025F	2026F	指数(%)	2023	2024F	2025F	2026F
短期資産	24,720	25,064	30,719	34,219	支払能力				
現金及び現金相当	3,730	1,565	7,976	12,976	流動比率	4.6	4.2	3.8	3.2
短期的な投資	9	9	9	9	当座比率	1.1	0.7	1.4	1.5
短期未収金	1,811	2,405	3,607	3,228	資本構成				
棚卸資産	18,788	20,946	19,019	17,887	負債比率/総資産	24%	20%	24%	21%
他の短期的な資産	383	140	108	119	負債比率/株主資本	47%	39%	53%	47%
長期資産	1,698	2,641	3,643	4,619	稼働能力				
有形固定資産	81	104	157	204	棚卸資産回転期間	13,164	3,937	1,276	1,626
建設中長期資産	933	20	20	20	売掛金回収期間	316	229	144	148
長期投資	131	131	131	131	買掛金回収期間	583	213	69	88
他の長期資産	554	2,386	3,335	4,264	CCC	12,897	3,953	1,351	1,685
総資産	26,418	27,705	34,362	38,838	利益性				
短期借入総額	5,329	6,026	8,072	10,690	売上総利益率	75%	49%	40%	50%
買掛金	96	314	285	268	税引後利益率	35%	23%	21%	30%
短期借入	1,444	952	1,132	1,647	ROE	4.7%	5.3%	10.6%	11.3%
他の短期借入	3,788	4,759	6,655	8,774	ROA	2.8%	3.2%	5.7%	6.1%
長期借入総額	5,561	5,227	7,835	7,277	評価				
長期借入	4,901	4,587	7,195	6,637	PE	41.6	35.3	26.9	16.8
長期未実施収入	14	-	-	-	PB	2.17	2.06	1.90	1.70
他の長期借入	645	640	640	640	成長率(前年同期比)				
買掛金の総額	10,890	11,253	15,907	17,967	売上高	-28%	83%	139%	-13%
出資金	7,993	7,993	7,993	7,993	税引後利益	13%	13%	98%	9%
株式会社化による資本剰余金	1,339	1,339	1,339	1,339	税引前利益	-32%	20%	123%	21%
未処分利益	3,768	4,641	5,787	7,627	EPS	-38%	20%	31%	61%
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					

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

