

推奨 買い

ベトナム工業団地都市開発投資総公社 (HNX: IDC)

収入をまだ計上しない工業団地の賃貸面積が大きいのは2024年に利益率を引き上げるだろう。

現値:	58,800	レポート作成日:	12/03/2024	株主構成	
理論価格:	65,700	流行中株数(100万)	330	SSGグループ株式会社	22.5%
配当率	7%	時価総額(10億ドン)	19,371	Bach Viet 有限会社	11.9%
<u>上昇率</u>	19%	平均売買高	2.2	Dang Viet Dung	2.5%
		外国人投資家保有率	17.6%		

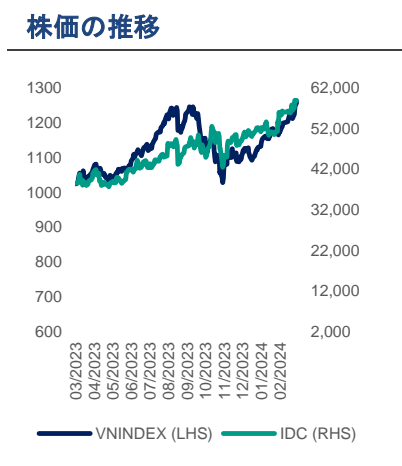
業界分析:

Vũ Xuân Trường
 (建設、工業団地不動産)
truongvx@bsc.com.vn

評価

BSCは(1)工業団地による収入を計上する進捗が2023年から第4四半期から速くなっている、(2)工業団地の未賃貸面積が大きいのは2024年の利益に寄与するという期待として、IDCの推奨を「ホルダー」から「買い」に修正しております。

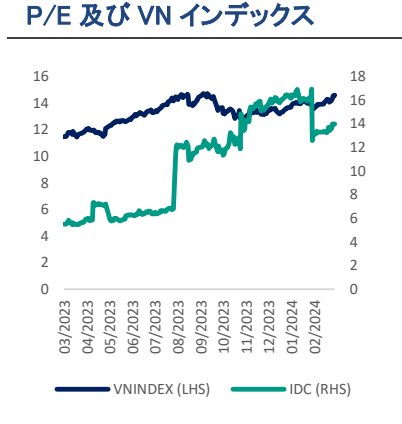
また、IDCの目標価格を前レポート比+25%増、2024年3月12日の終値比+19%増の6万5,700VND/株に上方修正しております。



投資観点

1.2024年には、BSCは下記の要素を基づく、IDCの純利益が前年比+52%増となると予測しております。

- 工業団地の賃貸面積は前レポート比+29ヘクタール増、前年比+70%増の124ヘクタールとなる。そのうち、Huu Thanh 工業団地(50ヘクタール)及びPhu My 工業団地(25ヘクタール)は大きく寄与する。
- 電気事業による収入は前年比+5%増となるのは(1)エルニーニョ現象が弱くなる、(2)Huu Thanh 工業団地の変圧器工場は出力を向上することから由来する。
- AEONに案件譲渡から特別な利益を計上する。



2. また、新規工業団地の3区(総面積:1,320ヘクタール)の開発計画はIDCの長期的な成長を保障するだろう。BSCは第1Tan Phuoc 工業団地及び拡大 My Xuan B1 工業団地が2025年から稼働し始め、Vinh Quang 工業団地が2027年から稼働し始めると期待しております。

業績予測

2024年には、BSCはIDCの売上高を前年比+28%増の9兆2,980億ドン、少数株主利益等控除利益を同+52%増の2兆1,160億ドンに達し、EPS fwdを6,412 VND/株、P/B fwdを3.4xと予測しております。

リスク

- 賃貸工業団地からの収入を一度計上することができない。

- 法律的な手続き障壁により、工業団地の投資承認が延長される可能性がある。

	2022	2023	2024F	VN-Index	業績	2021	2022	2023	2024F
PE (x)	5.7	12.3	9.2	14.5	売上高	4,301	7,485	7,237	9,298
PB (x)	2.5	3.9	3.4	1.8	売上総利益	737	3,059	2,422	3,727
PS (x)	1.4	2.4	2.1	1.8	少数株主利益等 控除利益	454	1,766	1,393	2,116
ROE (%)	33.5%	26.7%	30.2%	12.1%	EPS	1,514	5,512	4,221	6,412
ROA (%)	12.1%	9.3%	11.4%	2.0%	EPS 成長率	-48%	270%	-23%	48%

I. 2023年第4四半期の業績アップデート

2023年第4四半期の業績アップデート

業績 (10 億ドン)	Q4.2023	%yoy	2022	2023	% yoy	アップデート
収入	2,239	85%	7,485	7,237	-3%	2023年第4四半期には、IDCの売上高が前年同期比+85%増の2兆2,390億ドン、少数株主利益等控除利益が同+167%増の5,510億ドンに達した。そのうち、一度計上するための条件を満たす新規土地賃貸契約書のおかげで、工業団地事業による収入が前年同月比+642%増となった。
工業団地事業	1,068	642%	3,322	3,297	-1%	
電気事業	854	15%	2,878	2,924	2%	
建設事業	84	-18%	87	146	66%	
BOT(建設-運営-移転)事業	113	-12%	421	440	5%	
不動産事業	29	37%	86	103	20%	
原価	(1,418)	64%	(4,426)	(4,815)	9%	2023年には、IDCの売上高が前年比-3%減の7兆2,370億ドン、年間計画の90%を達成し、税引前利益が同-21%減の2兆560億ドン、年間計画の81%を達成した。
売上総利益	821	65%	3,060	2,422	-21%	
販管費用	(32)	13%	(86)	(115)	34%	工業団地賃貸による収入が前年同期比-1%減の3兆2,970億ドンとなったのは賃貸工業団地面積106平方メートルの引渡しから由来した。売上総利益率は前年同月比-19.9%減の52.3%となった。原因は(1)前年同月には、より安い資本コストの工業団地が前払い金を収入に計上した、(2)新規賃貸工業団地の資本コストが増加したということから由来した。
一般管理費用	(78)	-14%	(248)	(247)	-	
合併・関連会社からの損益	1	-38%	(123)	2	-	
資産運用による収益	89	617%	144	221	53%	
財務費用	(41)	-58%	(186)	(189)	2%	
借入コスト	(41)	-49%	(179)	(185)	3%	

経営活動による利益	760	158%	2,561	2,094	-18%	<p>電気販売事業による収入は前年同期比+2%増の2兆9,240億ドンとなった。第3 Dakmi 水力発電所が再稼働したことで、売上総利益率は前年同期比+4ppt 増の12.2%となった。</p> <p>資産運用による収益が2,210億ドンに達したのは預金及び貸付の金利が前年同期比+76%増となったから由来した。</p> <p>他の収入は前年同期比-380億ドン減となった。原因は(1)同期には保険賠償金の1,030億ドンを計上した、(2)第3 Dakmi 水力発電所の故事を克服するための費用の490億ドンがかかったということから由来した。</p> <p>BSC の評価:</p> <p>2023年の売上高及び税引後利益はそれぞれ、BSC の予測の105%、117%を達成した。原因(1)第2 Que Vo 工業団地の33平方メートルの前払い金を収入に計上した、(2)収入を一度計上する工業団地面積が予測より33ヘクタール広くなった、(3)資産運用による収益が予測より高くなったということのためだ。</p>
他の収入	(1)	-122%	57	(38)	-167%	
税引前利益	759	155%	2,618	2,056	-21%	
法人税率	(136)	103%	(563)	(401)	-29%	
税引後利益	623	169%	2,052	1,655	-19%	
少数株主持分	(72)	188%	(286)	(262)	-8%	
少数株主利益等控除利益	551	167%	1,766	1,393	-21%	
売上総利益率	36.7%	-4.6 ppt	40.9%	33.5%	-7.4 ppt	
工業団地	55.8%		72.2%	52.3%		
電気	15.8%		8.2%	12.2%		
建設	1.5%		16.9%	7.5%		
BOT(建設-運営-移転)	38.9%		44.9%	43.0%		
不動産	79.6%		75.9%	71.5%		
純利益率	24.6%	+7.5 ppt	23.6%	19.2%	-4.4 ppt	

ソース: IDC, BSC Research

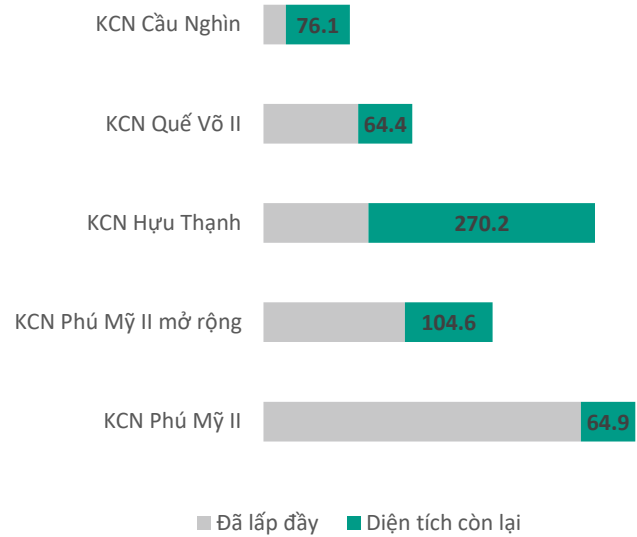
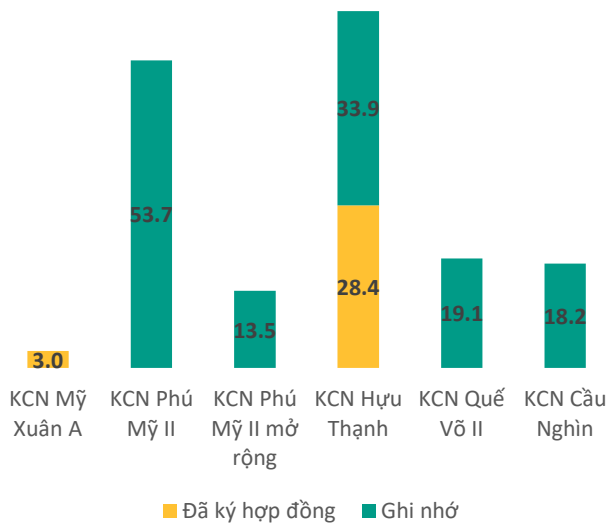
工業団地賃貸事業アップデート

工業団地賃貸事業は予測より好調になり、2023年の年間計画を上回った。具体的には、2023年には、IDCの工業団地面積が169.7ヘクタールに達し、年間計画の134%を達成した。そのうち、公式な契約書の総額が31.4ヘクタール、基本合意書の価値が138.3ヘクタールである。新規賃貸土地面積はHuu Thanh工業団地(62.3ヘクタール)、第2 Phu My工業団地(53.7ヘクタール)、第2 Que Vo工業団地(19.1ヘクタール)から主に由来した。

2023年末まで、IDCの残り商業用土地面積は580ヘクタールに達し、平均賃貸価格が129USD/平方メートル/周期となった。そのうち、Gau Nghin工業団地及びHuu Thanh工業団地における賃貸価格が前年同月比+18%、+6%高となった。

2023年の工業団地土地賃貸(ヘクタール)

2023年第4四半期末時点における残り商業用土地面積(ヘクタール)



ソース: IDC, BSC Research

2023年第4四半期には、工業団地の収入を計上する進捗は加速された。具体的には、2023年第4四半期には、IDCの工業団地の賃貸面積は24ヘクタールで、2023年9ヶ月の面積の半分と相当した。2023年には、工業団地土地の賃貸面積が73ヘクタールで、BSCの予測より3ヘクタール上回った。原因は(1)新規顧客に投資許可書がより早く発給された、(2)いくつかの工業団地賃貸契約書が収入を一度計上する条件を満たしたということから由来した。

II. 2024年業績の見通し

1. 工業団地事業

現在まで、収入をまだ計上しない工業団地の賃貸面積が大きいのは2024年に工業団地事業による収入の成長率を引き上げるだろう。具体的には、2023年末には、IDCの工業団地の未賃貸面積が170ヘクタールに達した。そのうち、30ヘクタールが2022年に署名済契約書で、残り分が2023年に署名済契約書です。

BSCは(1)土地法、経済特区法、工業団地法が可決されたことで、工業団地の賃貸進捗が加速される、(2)基本合意書による面積(138.3ヘクタール)が2024年に公式な契約書に転換すると期待されるということに基づき、2024年の工業団地賃貸面積が前レポート比+29ヘクタール増、前年同月比+70%増の124ヘクタールに達すると期待しております。

2024年に工業団地賃貸面積の推定

順番	工業団地	位置	総面積 (ヘクタール)	残り商業用 土地面積 (ヘクタール)	残り商業 用土地面 積(ヘクタ ール)	賃貸価格 (USD/平方 メートル/期 限)	2023年未 実施案件 の面積(ヘ クタール)	2024年賃貸面 積推定(ヘクタ ール)
1	Phu My II	BR-VT	621	443	65	124	36	25
2	拡大 Phu My II	BR-VT	398	273	105	126	27	20
3	Que Vo II	Bac Ninh	270	177	64	119	24	15
4	Cau Nghin	Thai Binh	184	103	76	77	20	14
5	Huu Thanh	Long An	524	395	270	148	63	50
	合計		1,996	1,392	580	129	170	124

ソース: IDC、BSC Research

新規工業団地の土地供給源が展開を強化されているのはIDCの長期的な成長を保証するだろう。下記の通りに、IDCのポートフォリオには工業団地の進捗をアップデートされている。

+第1Tan Phuoc 工業団地 (Tien Giang 省): 2024年に投資政策が承認され、2025年から賃貸開始する予定です。IDCの管理部によると、Tien Giang省は現在、この工業団地を展開することに集中している。原因は(1)工業団地の供給源が不足し、残りの商業用面積が約180ヘクタールのみ、(2)この案件がTien Giang省の経済構造を変え、より多くの投資資金を誘致するということから由来した。

+Vinh Quang 工業団地(Hai Phong 省): 1/2000計画が完了した。BSCは(1)工業団地が1/2000計画が承認された後、投資方針の承認までさらに2~3年かかる、(2)2023年10月には子会社IDICO Vinh Quangへ5,500億ドンを出資したのが投資進捗を加速させる決意を示したということに基づき、この工業団地が2027年から稼働すると期待しております。

+拡大 My Xuan B1 工業団地(Ba Ria-Vung Tau): 首相に投資方針を提出した。2024年~2025年期間に完了すると期待されている。

Hình. Danh mục các dự án KCN chuẩn bị triển khai của IDC

IDC の展開予定工業団地案件のリスト

順番	案件	位置	IDC の保有率	総面積 (ヘクタール)	商業用面積推定 (ヘクタール)	賃貸価格推定 (USD/平方メートル/期限)	IDC の純利益予測 (10億ドン)	稼働時間見込み
1	Tan Phuoc 1	Tiền Giang	65%	470	329	70	1,594	2025F
2	拡大 My Xuan B1	BR-VT	51%	100-500	70-350	100	1,889	2025F
3	Vinh Quang	Hải Phòng	100%	350	245	150	4,856	2027F
4	研究中工業団地の 6 区	北部: 2 区の工業団地 中部: 1 区の工業団地 南部: 3 区の工業団地	N/A	1,500	N/A	N/A	N/A	N/A

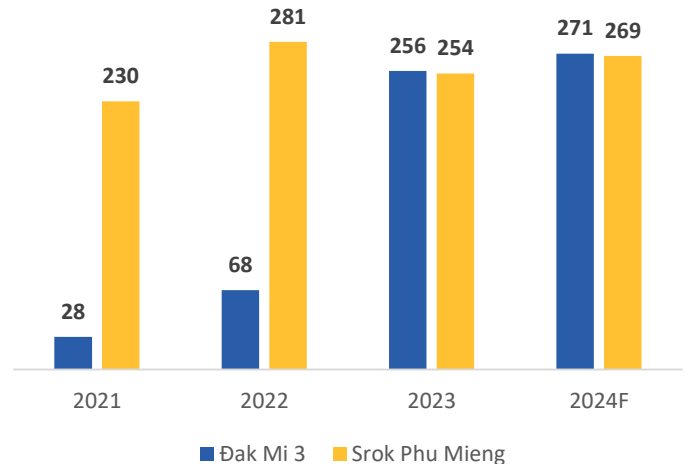
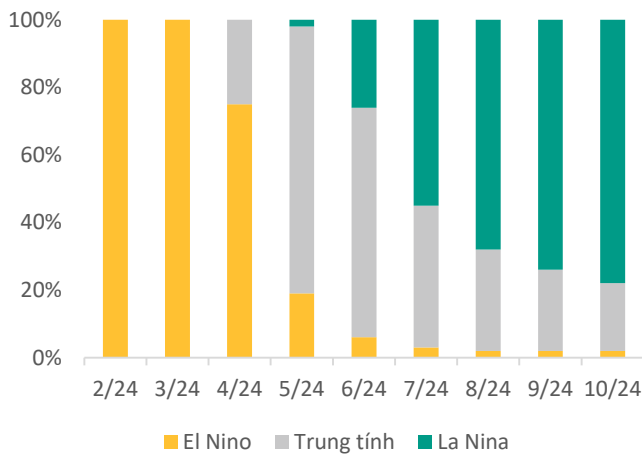
ソース: IDC, BSC Research

2.電気事業: (1)エルニーニョ現象が弱くなり、(2)Huu Thanh 工業団地における変圧器工場は出力を向上するという事のおかげで、収入が回復する。

エルニーニョ現象が 2024 年 7 月から弱くなると予測されることで、IDC の水力発電事業は 2024 年下半期から恩恵をうけるだろう。それによると、BSC は Dak Mi 及び Srok Phu Mieng 水力発電所の発電量がそれぞれ、前年同月比+6%増の 2 億 7,100 億 KWh、同+6%増の 2 億 6,900 億 KWh に達すると予測しております。

2024 年 7 月からエルニーニョ現象が弱くなる確率

IDC の水力発電所の発電量は前年同月比+6%増となる。



ソース: IDC, BSC Research

BSC は変圧器工場の発電量は(1)Huu Thanh 工業団地における変圧器工場が出力を向上する、(2)生産活動が活発になることで、工業団地の消費電力量を向上させるということのおかげで、前年同期比+4%増の 144 万 5,000KWhに達すると予測しております。従って、IDC の電気事業による収入が前年同期比+5%増の 3 兆 720 億ドンに達すると推定される。

3. 不動産事業- 2024 年に AEON に案件譲渡から特別な利益を計上する。

IDC はベトナム AEON と協力して、6 坊、Tan An 市における居住区の 21,870 平方メートル譲渡契約書の法的な手続きを完成するように努力している。2023 年第 4 四半期末の時点で、AEON は 2,680 億ドンを支払った。この金額は IDC の財務諸表には「前払い金」に計上した。

この契約書の総額は約 4,370 億ドンで、税引前利益へ 3,240 ドンを寄与すると推定されている。

III. 業績予測

BSC は IDC の 2024 年業績予測を下記の通りに修正しております。

- 売上高は前レポート比+8%、前年比+28%増の 9 兆 2,980 億ドンに上方修正しております。(1)工業団地用賃貸面積を前予測比+29 ヘクタール増の 124 ヘクタールに上方修正し、(2)電気事業による収入を前レポート比+6%に上方修正しております。
- 売上総利益率を 36%から 40%に上方修正しております。Phu My 工業団地の増収のおかげで、工業団地の利益率が 49%から 55%に上方修正しております。
- 資産運用による収益を(1)金利が低下する、(2)預金及び短期的な投資金を減少させるということで、前レポート比-15%と下方修正しております。
- 少数株主利益等控除後利益を前レポート比+19%、前年比+52%増の 2 兆 1,160 億ドン、EPS fwd を 6,412 VND/株, P/E fwd を 9.2x、P/B fwd を 3.4x と上方修正しております。

2024 年業績予測

10 億ドン	2023	2024F (アップデートレポート)	% yoy	2024F (前レポート)	% 修正	修正詳細
売上高	7,237	9,298	28%	8,619	8%	
- 工業団地事業	3,297	4,894	48%	4,126	19%	工業団地用賃貸面積を前予測比+29ヘクタール増の 124 ヘクタールに上方修正しております。
- 電気事業	2,924	3,072	5%	2,899	6%	水力発電所及び工業団地の変圧器工場の発電量を増える。
- BOT (建設-運営-移転)事業	440	454	3%	449	1%	
- 不動産事業	103	437	324%	558	-22%	6 坊、Tan An 市における居住区の賃貸価格を前レポート比-500 万ドン／

						平方メートルの 2,000 万ドン／平方メートルに下方修正しております。
売上総利益	2,422	3,727	54%	3,081	21%	
- 工業団地事業	1,724	2,683	56%	2,030	32%	
- 電気事業	357	378	6%	307	23%	
- BOT(建設-運営-移転)事業	189	210	11%	231	-9%	
- 工業団地事業	74	350	373%	390	-10%	
販売費用	(115)	(136)	18%	(116)	17%	
一般管理費用	(247)	(345)	40%	(320)	8%	
資産運用による収益	221	169	-24%	199	-15%	金利が低下する。 預金及び短期的な投資金を減少させる。
財務費用	(189)	(213)	13%	(216)	-1%	
他の収入	(38)	-	-	11	-	
税引前利益	2,056	3,204	56%	2,638	21%	
法人税	(401)	(690)	72%	(578)	19%	
税引後利益	1,655	2,515	52%	2,061	22%	
少数株主利益等控除利益	1,393	2,116	52%	1,773	19%	
売上総利益率	33.5%	40.1%	+7 ppt	35.7%	+4 ppt	
- 工業団地事業	52.3%	54.8%	+3 ppt	49.2%	+6 ppt	Phu My 工業団地からの収入が増加する。
- 電気事業	12.2%	12.3%	-	10.6%	+2 ppt	
- BOT(建設-運営-移転)事業	43.0%	46.4%	+3 ppt	51.4%	-5 ppt	
- 不動産事業	71.5%	80.0%	+9 ppt	70.0%	+10 ppt	
純利益率	19.2%	22.8%	+4 ppt	20.6%	+2 ppt	

ソース: BSC Research 予測

IV. リスク

- 顧客が契約書の 90%を支払わない場合、賃貸工業団地からの収入を一度計上することができない。
- 法律的な手続き障壁により、工業団地投資承認が延長される可能性がある。

V. 評価及び推奨

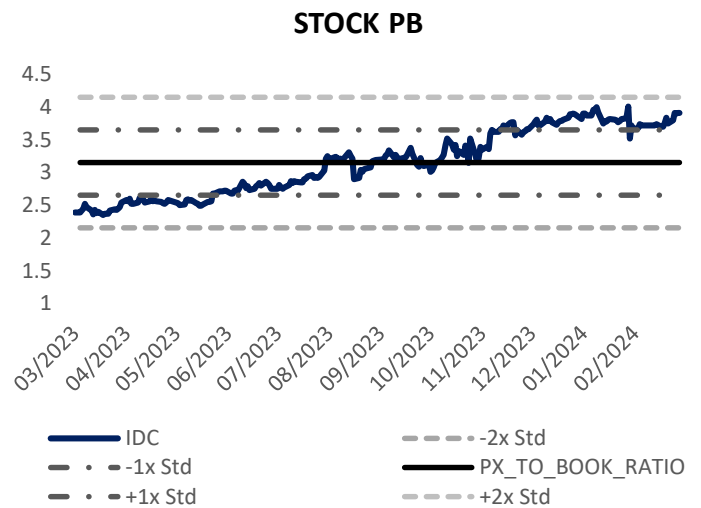
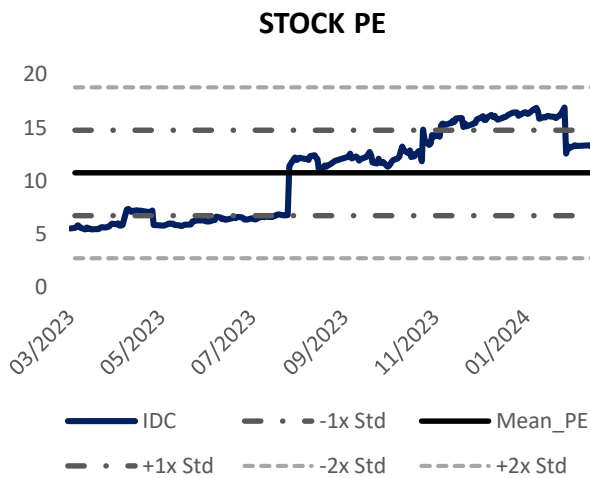
BSC は IDC の推奨を「ホルダー」から「買い」に修正しております。

また、IDCの目標価格を前レポート比+25%増、2024年3月12日の終値比+19%増の6万5,700VND/株に上方修正しております。

Hình. IDC の評価

事業	方法	合理的な価格
工業団地	RNAV	14,766
建売倉庫	BV	85
電気	P/E	2,315
BOT	DCF	839
土木不動産事業		2,491
6 坊、Tan An 市における 居住区	RNAV	215
他の不動産	P/B và BV	2,276
その他	P/E	1,476
(+)現金及び短期投資		2,979
(-)借入額		(3,268)
企業の価値		21,683
流行中株数(100 万)		330
目標価格		65,700
配当利回り		7%
Upside		19%

ソース: BSC Research 予測



ソース: Bloomberg、BSC Research

付録

表 (10億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
売上高	4,301	7,485	8,490	9,152
売上原価	(3,564)	(4,426)	(4,979)	(5,217)
売上総利益	737	3,059	3,511	3,935
販売費用	(71)	(86)	(114)	(123)
企業管理費用	(189)	(248)	(340)	(366)
営業利益/損失	477	2,725	3,057	3,446
金融活動収益	605	144	138	167
金融活動費用	(294)	(186)	(212)	(234)
借入コスト	(173)	(179)	(212)	(234)
合併・関連会社関連収益	(71)	(124)	-	-
他の収益	39	56	50	48
税引前利益	756	2,615	3,033	3,427
法人税額	(178)	(563)	(648)	(732)
税引後利益	578	2,052	2,385	2,695
少数株主持分	(124)	(286)	(381)	(430)
少数株主利益等控除利益	454	1,766	2,004	2,265
EPS	1,514	5,605	6,073	6,863

バランスシート (10億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
現金及び現金相当	496	1,087	1,457	1,755
短期的な投資	2,168	1,043	1,270	1,398
短期未収金	763	878	1,169	1,276
棚卸資産	550	1,095	678	1,180
他の短期的な資産	59	66	107	107
短期資産	4,036	4,169	4,681	5,715
有形固定資産	5,821	8,581	7,862	7,433
建設中長期資産	4,608	2,049	2,579	3,423
長期資産	278	240	240	240
他の長期資産	656	553	1,397	2,373
長期投資	12,040	12,846	13,084	14,834
総資産	16,076	17,015	17,765	20,549
買掛金	300	343	408	401
短期借入	1,448	748	765	830
他の短期借入	702	1,231	1,251	1,330
短期借入総額	2,450	2,322	2,424	2,561
長期借入	2,085	2,720	2,856	3,359
他の長期借入	6,513	5,844	5,667	5,546
長期借入総額	8,598	8,564	8,523	8,905
借入総額	11,048	10,886	10,947	11,466
出資金	3,000	3,300	3,300	3,300
株式会社化による資本剰余金	42	44	44	44
未処分利益	686	1,402	2,066	4,339
他の株主資本	1,300	1,382	1,408	1,400
少数株主持分	1,128	1,181	1,181	1,181
株主資本	5,028	6,128	6,818	9,083
総資本	16,076	17,014	17,765	20,549
発行中株数 (100万株)	330	330	330	330

キャッシュフロー会計 (10億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
税引後利益	756	2,615	3,334	3,501
原価償却及び割当て	389	1,038	1,053	1,111
流動資本変更	715	3,965	3,285	3,405
営業活動からキャッシュフロー	774	2,065	2,667	1,695
固定資産購入額	(1,066)	(1,497)	(334)	(682)
投資活動からキャッシュフロー	(1,059)	(423)		(1,818)
配当金	(724)	(986)	(132)	(132)
借入から金額	778	(64)	551	493
金融活動からキャッシュフロー	54	(1,050)	419	361
初期キャッシュフロー	727	495	1,087	1,834
中期キャッシュフロー	(231)	592	747	238
最終期キャッシュフロー	495	1,087	1,834	2,072

指標 (%)	2021	2022	2023F	2024F
支払能力				
流動比率	165	180	254	286
当座比率	142	132	233	240
資本構成				
負債比率/総資産	0.69	0.64	0.58	0.53
負債比率/株主資本	2.20	1.78	1.40	1.13
稼働能力				
棚卸資産回転期間	56	68	57	60
売掛金回収期間	37	25	32	31
買掛金回収期間	31	27	28	28
CCC	62	66	61	63
利益性				
売上総利益率	17.14%	40.87%	42.02%	42.99%
税引後利益率	13.44%	27.41%	28.92%	30.08%
ROE	11.50%	33.48%	26.85%	22.27%
ROA	3.60%	12.06%	11.18%	10.45%
評価				
P/E	43.2	5.7	7.3	6.9
P/B	5.0	2.5	2.3	1.7
P/S	5.1	1.4	1.8	1.8
成長率 (前年同月比)				
売上高	-20%	74%	21%	1%
税引後利益	-39%	246%	28%	5%
税引前利益	-48%	270%	19%	5%

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>

