

## 企業アップデート

### KDH－カンディエン不動産株式会社

2020年3月11日

# BSC

#### 推奨

#### 買い

Phan Quốc Bửu

[Buupq@bsc.com.vn](mailto:Buupq@bsc.com.vn)

理論価格	28,900
終値	23,000
Upside	25.7%

Lê Quốc Trung

[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)

理論価格	28,000
損切り値	24,000

#### 市場データ

発行済株式数(100万株)	544
時価総額(10億ドン)	13,502
過去52週間の最高値(VND)	27,400
過去10日の売買高(株)	204,412
外国人投資家の保有率	49.0%

#### 大口株主

VIETNAM VENTURES LIM	6.78
Nguyen Thi Dieu Phuo	4.94
PYN ELITE FUND	4.93
VEIL HOLDINGS LTD	3.96
WAREHAM GROUP LTD	3.86

#### 株価の推移



Link

## 大規模な土地銀行が展開するために待機している

#### 評価

BSCはRNAV

方法を基づくKDHの2020年理論価格を2020年3月9日の終値比25.7%増の28,900VND/株と評価し、VHCの投資評価を「観察」と推奨しております。

#### 業績予測

BSCは2020年には、KDHの収入を前年比10.4%増の3兆1,090億ドン、税引後利益を同20%増の1兆1,020億ドン、EPSを2,024VND/株、PEを12.1xと予測しております。そのうち、主な収入は(1)VerosaPark案件(165商品を引き渡し、利益構成の84%を占め)、(2)Safira案件(630戸を引き渡し、利益構成の16%を占め)から由来する。

#### 投資理論

(1)2018年～2019年の期間における案件を展開していることで、KDHの利益成長率が確保されている。

(2)大規模な土地面積を持っている案件を展開する。現在の土地面積は約500ヘクタールである。

#### 投資リスク:

(1) 法的問題により遅れたプロジェクトの再販売開始

(2) 不動産業の一般的なリスク

#### 業績アップデート

(1)2018年～2019年の期間における案件を展開していることで、2020年～2021年の期間におけるKDHの利益成長率が確保されている。2020年には、KDHはVerosa案件とLovera

Vista案件の残り分の販売を展開し、2020年の新規契約総額が約2兆8,550億ドンであると推定しております。

(2)建設スケジュールは、2020年～2021年の期間における利益計算で部分的に保証されていますが、業績の成長率は、Verosa Parkプロジェクトの販売吸収率に依存します。BSCは、2019年～2021年の期間におけるKDHのCAGRは(1) Jamila案件

(2019年引渡しの完成)、(2) Safira案件、(3) Verosa Park案件、(4) Lovera Vista案件 と(5)

Clarita案件という案件を引き渡すことのおかげで、約22%であると予測しております。

(3)KDHは大規模な土地面積の500ヘクタールを保有している。保有している土地面積での案件を展開するのは将来にKDHの成長原動力となる。KDHの成長原動力はLê Minh Xuân工業団地区(110ヘクタール - Bình Chánh)、(2) Tân Tạo都市区(330ヘクタール - Bình Tân)及び(3) Phong Phú 2案件(132ヘクタール - Bình Chánh)から由来する。

2018年～2019年の期間における案件を展開していることで、2020年～2021年の期間におけるKDHの利益成長率が確保されている。2020年には、KDHはVerosa案件とLovera Vista案件の残り分の販売を展開し、2020年の新規契約総額が約2兆8,550億ドンであると推定しております。

建設スケジュールは、2020年～2021年の期間における利益計算で部分的に保証されていますが、業績の成長率は、Verosa Parkプロジェクトの販売吸収率に依存します。

BSCは、2019年～2021年の期間におけるKDHのCAGRは(1) Jamila案件 (2019年引渡しの完成)、(2) Safira案件、(3) Verosa Park案件、(4) Lovera Vista案件 と(5) Clarita案件という案件を引き渡すことのおかげで、約22%であると予測しております。

# 企業アップデート

KDH-カンディエン不動産株式会社

2020年3月11日

# BSC

利益率の向上はタウンハウス商品と別荘商品の利益計上を強化することから由来し、2019年業績を改善させた。親会社の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比3.5%減の2兆8,150億ドン、前年比13%増の9,150億ドンを達した。2019年のEPSは1,681VND/株である。

KDHは大規模な土地面積の500ヘクタールを保有している。保有している土地面積での案件を展開するのは将来にKDHの成長原動力となる。KDHの成長原動力はLe Minh Xuân工業団地区(110ヘクタール - Bình Chánh), (2) Tân Tạo都市区 (330ヘクタール - Bình Tân)及び(3) Phong Phú 2案件 (132ヘクタール - Bình Chánh)から由来する。現在、これらのプロジェクトは、法的手続きを完成し、土地収用補償をしている。BSCはTân Tạo都市区案件とPhong Phú 2住宅地プロジェクトはホーチミン市人民委員会の承認を受けた。これは同案件の展開に対す最初のステップであるだろう。

Dự án	Diện tích (ha)	Thời gian triển khai dự án	Số lượng sản phẩm	Tỷ lệ bán hàng	2020	2021	2022	2023
Safira	2.7	Q4/2018	1,600	100%				
Lovera Vista	1.8	Q4/2019	1,300	62%				
Verosa Park	8.1	Q3/2019	300	45%				
Clarita	5.8	2021						
Armena	4.3	2022						
Khu dân cư 11A	16.4	2022						
Khu CN Lê Minh Xuân	109.9	2022						
Khu dân cư Phong Phú 2	132.9	2023						
Khu đô thị Tân Tạo	330.0	2023						

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh thu	3,061	2,920	2,815	3,109	5,084
%	-22.3%	-4.5%	-3.5%	10.4%	63.5%
Lợi nhuận gộp	1,036	1,239	1,501	1,762	2,014
%	5.7%	19.6%	21.2%	17.3%	14.3%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>33.9%</b>	<b>42.5%</b>	<b>53.4%</b>	<b>56.7%</b>	<b>39.6%</b>
Chi phí bán hàng	109.7	99.3	114.6	126.6	203.4
Chi phí quản lý doanh nghiệp	133.9	158.1	163.8	174.1	290.2
<b>% Chi phí BH&amp;QLDN/DTT</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.7%</b>
Doanh thu tài chính	72.2	199.8	41.6	25.5	76.9
Chi phí tài chính	125.0	88.7	42.0	68.4	68.3
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>729</b>	<b>1,076</b>	<b>1,191</b>	<b>1,431</b>	<b>1,768</b>
Thuế TNDN	216	269	288	329	407
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>502</b>	<b>808</b>	<b>915</b>	<b>1,102</b>	<b>1,361</b>
%	25%	48%	11%	20%	24%
EPS	1,495	1,952	1,681	2,024	2,500

Nguồn: BSC

BSCはRNAV

方法に基づくKDHの2020年理論価格を2020年3月9日の終値比25.7%増の28,900VND／株と評価し、VHCの投資評価を「観察」と推奨しております。

VALUATION				
Tỷ đồng	Phương pháp	Tổng giá trị NAV	Tỷ lệ sở hữu	>KDH
<b>Các dự án</b>				
Sapphire	Chiết khấu dòng tiền	856	100%	856
Lovera Vista	Chiết khấu dòng tiền	919	100%	919
Verosa Park	Chiết khấu dòng tiền	2,002	100%	2,002
Clarita	Chiết khấu dòng tiền	1,192	100%	1,192
Khu dân cư Phong Phú 2	So sánh	1,628	100%	1,628
Khu đô thị Tân Tạo	So sánh	5,255	100%	5,255
Khu dân cư 11A	So sánh	1,286	100%	1,286
Khu CN Lê Minh Xuân	So sánh	1,231	100%	1,231
An Dương Vương	Giá trị sổ sách	198	100%	198
Armena	Giá trị sổ sách	379	100%	379
Khác	Giá trị sổ sách	348	100%	388
<b>Giá trị hiện tại thuần</b>				<b>15,334</b>
(+) Tiền mặt		1,175		1,175
(-) Nợ		782		782
<b>Tổng giá trị NAV</b>				<b>15,727</b>
<b>Tỷ lệ chiết khấu rủi ro</b>				<b>15,727</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành				544,429,109
<b>Giá trị hợp lý</b>				<b>28,887</b>
<b>Giá cổ phiếu</b>				<b>3/10/2020</b>
<b>Upside</b>				<b>25.60%</b>
WACC		13%		

企業アップデート  
財務分析  
2020年3月11日

BSC

	2015	2016	2017	2018	2019
売上高	1,050	3,932	3,055	2,917	2,813
売上総利益	338	980	1,036	1,245	1,501
財務収入	79	16	72	218	42
財務費用	(59)	(111)	(125)	(108)	(42)
借入利息	(9)	(9)	(10)	(40)	(2)
販売費用	(62)	(173)	(110)	(99)	(115)
管理費用	(76)	(118)	(134)	(157)	(164)
営業利益／損失	234	606	748	1,103	1,223
他の収入	90	(23)	(19)	(21)	(32)
税引前利益	324	583	729	1,081	1,191
税引後利益	276	405	559	810	917
少数株主持分	15	34	57	1	2
親会社株主利益	260	372	502	809	915

EPS

短期資産	7,635	7,241	9,110	9,585	12,235
現金及び現金相当	1,027	1,060	2,592	1,836	1,208
短期未収金	654	1,485	1,548	1,761	3,694
在庫	5,865	4,618	4,858	5,822	7,023
他の短期資産	90	78	114	166	311
長期資産	906	696	606	654	922
長期未収金	103	85	124	122	96
固定資産	32	28	30	34	48
進行中である長期資産	440	272	312	466	629
他の長期資産	20	20	36	12	18
総資産	8,542	7,937	9,717	10,239	13,157
買掛金	4,356	3,539	3,526	3,339	5,492
短期負債	1,024	1,272	1,817	2,226	4,410
短期借入	219	194	186	79	299
長期負債	3,333	2,267	1,708	1,113	1,082
長期借入	2,699	1,700	1,471	890	483
株主資本	4,185	4,398	6,191	6,900	7,664
出資資本	1,800	2,340	3,360	4,140	5,444
未処分利益	269	469	698	907	1,327
総資本	8,542	7,937	9,717	10,239	13,157

売上高の成長率(%)	363%	275%	-22%	-5%	-4%
売上総利益率	32.2%	24.9%	33.9%	42.7%	53.4%
借入費用／売上高	0.8%	0.2%	0.3%	1.4%	0.1%
販売費用／売上高	5.9%	4.4%	3.6%	3.4%	4.1%
管理費用／売上高	7.3%	3.0%	4.4%	5.4%	5.8%
純利益率	26.2%	10.3%	18.3%	27.8%	32.6%

売上総利益率は56.7%で、前年同期の53.4%から増加した。

販管費用／売上高の比率は9.9%で、前年の8.8%から増加した。

2019年親社税引後利益は前年比13%増の9,150億ドンを達した。

短期未収金は前年比109.8%と大幅に増加した。

2019年在庫は前年比20.6%増となった。

短期借入は前年比98.1%増加した。

いくつかの基本的な財務指標

1. 支払能力	2015	2016	2017	2018	2019
流動比率	7.46	5.69	5.01	4.31	2.77
当座比率	1.64	2.00	2.28	1.62	1.11
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.89	0.91	0.94	0.94	0.93
長期資産/総資産	0.11	0.09	0.06	0.06	0.07
負債比率/総資産	0.51	0.45	0.36	0.33	0.42
負債比率/株主資本	1.04	0.80	0.57	0.48	0.72
短期負債/総資産	0.12	0.16	0.19	0.22	0.34
長期負債/総資産	0.39	0.29	0.18	0.11	0.08
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	0.2	0.6	0.4	0.3	0.2
売掛金回転率	8.4	9.2	5.5	4.8	2.4
買掛金回転率	135.1	26.4	33.6	15.6	5.1
在庫日	2,034.4	648.1	856.5	1,166.1	1,786.8
売掛日	43.5	39.9	66.4	76.1	152.4
買掛日	2.7	13.8	10.8	23.4	71.2
現金回転率	2,075.2	674.1	912.1	1,218.7	1,868.0
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)	26.2%	10.3%	18.3%	27.8%	32.6%
税引後利益/株主資本(%)	9.7%	9.4%	10.6%	12.4%	12.6%
税引後利益/総資産	4.7%	4.9%	6.3%	8.1%	7.8%
資産運用による収益/売上	22.3%	15.4%	24.5%	37.8%	43.5%
5. DuPontモデル					
総資産/株主資本	2.05	1.92	1.67	1.52	1.61
収入/総資産	0.18	0.48	0.35	0.29	0.24
EBIT/収入	0.32	0.15	0.24	0.38	0.42
EBT/EBIT	0.97	0.99	0.99	0.96	1.00
利鞘/税引前利益	0.85	0.70	0.77	0.75	0.77
6. 評価					
PE	21.4	19.5	19.7	15.9	
PB	1.6	2.0	1.9	1.9	
EPS	1,447	1,589	1,495	1,952	
簿価	18,134	14,858	15,517	16,579	
7. 成長率(前年同期比)					
総資産	174%	-7%	22%	5%	28%
負債	179.3%	5.1%	40.8%	11.5%	11.1%
売上高	69.1%	274.5%	-22.3%	-4.5%	-3.5%
売上総利益率	272.0%	190.1%	5.7%	20.2%	20.6%
税引後利益	338.6%	47.1%	37.9%	45.0%	13.2%
EPS					

流動比率と当座比率は安全的な水準で維持している。

安全的な資産構成。短期資産は資産構成の93%を占め、主に在庫から由来した。在庫は短期資産構成の57.4%を占めている。

現在、KDHのPEは14.6xである。

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 累積傾向
- MACD指標: シグナル線の下にある。
- RSI指標: 売られ過ぎゾーンにまだ入っていない。
- MA: EMA12がEMA26の下にある。

評価: KDHは2018年初から横に推移しているが、市場の一般的な下落から短期的に影響を与えている。KD Hの売買高は安定的な水準で維持している。テクニク指標はマイナスな状態にある。RSI指標はレベル50の下に段々下落して、売られ過ぎゾーンにまだ入っていないが、サポート線に株価の22.5~23で接近したことで、押し目狙いの買いが短期的に出る可能性がある。BSCの評価によると、一般的な市場が回復すれば、KDHは株価の32~34で新規上昇傾向を形成する可能性がある。

推奨: 買値: 22.5~23; 損切り値: 22。

テクニクチャート





## 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: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

