

推奨

買い

カンディエン不動産株式会社(HSX: KDH)  
新規案件の展開は成長の潜在を確保する。

現値:	42,100	レポート作成日:	10/05/2021	<b>株主構成</b>	
前理論価格	31,300	流行中株数(100万)	550	VIETNAM VENTURES LIM	5.1%
新理論価格	N/A	時価総額(10億ドン)	20,285	VIETFUND MANAGEMENT	3.5%
配当率	0%	過去6カ月平均売買高	6,128,170	VEIL HOLDINGS LTD	3.0%
<b>上昇率</b>	<b>16.0%</b>	外国人投資家保有率	31.9%	VENNER GROUP LTD	2.2%

業界分析:

Phan Quốc Bửu  
(不動産業、小売業、工業団地区用不動産業)

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

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức

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

推奨価格: 38,500 VND

損切り値: 30,200 VND

評価

- BSC は RNAV 方法に基づく KDH 株の理論株価を 2021 年 5 月 7 日の終値比 16.1%増の 4 万 2,100VND/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 2021 年には、KDH の収入を前年比 3.9%減の 4 兆 4,380 億ドン、税引後利益を同 15%増の 1 兆 3,290 億ドン、EPS を 2,296VND/株、Pefw を 15.8xと予測しております。収入は主に(1) Safira 案件、(2) Verosa Park 案件、(3) Lovera Vista 案件及び(4)Amerna 案件から由来する。

投資観点

- KDH は内都市で大きな土地面積を保有している。

リスク

- 案件の販売開始計画は法的な問題と新型コロナウイルス感染症の流行により遅れる。
- 借入金利、業界の周期などの不動産業の一般的なリスク。

企業アップデート

- 2021 年第 1 四半期の収入と利益はそれぞれ、年間計画の 17.4%、17%を達成した。
- 2021 年～2022 年間における新規販売額は新規案件のおかげで確保される。BSC は KDH の 2021 年と 2020 年新規販売総額がそれぞれ前年比 20%減の 2 兆 1,530 億ドン、同 27.8%増の 4 兆 9,060 億ドンであると推定しております。

株価の推移



P/E



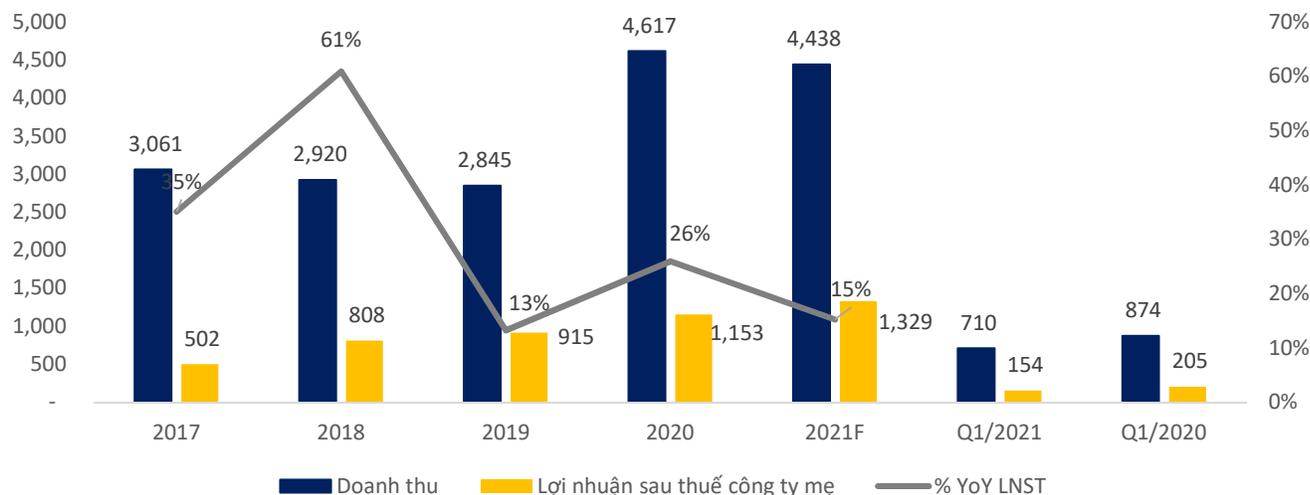
	2020	2021F	Peer	VN-Index
PE (x)	18.2	16.6	16.4	17.1
PB (x)	2.6	2.2	2.0	2.5
PS (x)	-	-	-	2.1
ROE (%)	14.2%	14.0%	15.0%	15.0%
ROA (%)	8.3%	8.4%	5.1%	2.4%
EV/ EBITDA (x)	-	-	-	16.5

	2018	2019	2020F	2021F
売上高	2,845	4,617	4,438	5,074
売上総利益	1,500	1,964	2,161	2,434
税引後利益	915	1,153	1,329	1,507
EPS	1,597	1,893	2,181	2,474
EPS 成長率	-14%	19%	15%	13%
純借入/株主資本	10%	23%	13%	13%

## 企業アップデート

KDH の 2020 年収入と税引後利益は Verosa Park 案件と Jamila 案件の引き渡しのおかげで、それぞれ、前年比 61.1% 増の 4 兆 6,170 億ドン、同 26% 増の 1 兆 1,530 億ドンを達した。

2020 年の利益率は 43.3% で、前年の 53.3% から減少した。



ソース: KDH, BSC Research

KDH は 2021 年業績計画を慎重に設定しており、親会社の税引後利益が前年比 4% 増加する計画だ。定期株主総会では、収入が前年比 6% 増の 4 兆 8,000 億ドン、税引後利益が同 4% 増の 1 兆 2,000 億ドンという 2021 年業績が承認された。主な収益は (1) Saphira 案件、(2) Verosa Park 案件 (2021 年第 1 四半期)、(3) Lovera Vista 案件 (2021 年第 2 四半期と第 3 四半期) 及び (4) Armenia 案件の一部という案件の譲渡と引き渡しから由来する。

2021 年第 1 四半期の業績はそれぞれ、年間計画の 17.4%、17% を達成した。

10億ドン	Q1/2020	Q1/2021	% YoY	ノート
収入	701	836	19%	● 2021年第1四半期には、不動産事業による収入は Saphira 案件と Verosa Park 案件の引き渡しのおかげで、前年同期比 19%増加した。
売上総利益	335	358	7%	
<u>売上総利益率</u>	47.8%	42.8%		
販売費用	49.4	20.5	-59%	
一般的な管理費用	48.3	50.9	5%	
<u>%販管費用/売上高の比率</u>	13.9%	8.5%		
純財務費用	(22)	(12)		● 販売費用の減少は仲介費用及び広告費用の減少から由来した。
財務事業による収入	4.8	5.2	8%	
財務費用	26.5	16.8	-37%	
税引前利益	205	268	31%	● 財務費用は前年同期比大幅に減少した。
法人	50	63		
親会社税引後利益	154	205	33%	
<u>純利益率</u>	22.0%	24.5%		

ソース: KDH, BSC Research

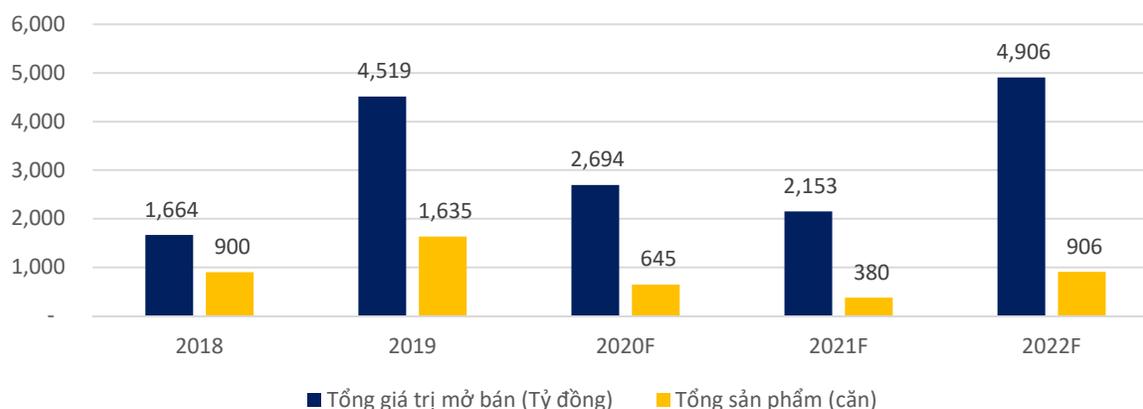
KDH は 3 つの新規案件を追加公表した。

2021 年～2022 年の期間における新規販売額は新規案件のおかげで確保される。具体的には、2021 年には、BSC は KDH の新規販売総額が前年比 20%減の 2 兆 1,530 億ドンで、主に Armenia 案件と Bình Tân 集合住宅案件に寄与される。

2022 年には、KDH は Armenia 案件 (9 区)、Bình Tân 案件と Clarita 案件(2 区)という 3 案件の販売を引き続き開始します。2022 年の販売総額は前年比 27.8%増の 4 兆 9,060 億ドンであると推定された。販売開始の商品数は土地商品を中心にする商品構成の変更により 2018 年～2020 年の期間に比べて減少する。

BSC は今後の 1 年～2 年間で KDH の成長原動力が(1) 各案件の販売価格が高い水準で留まること及び、(2)KDH のブランド、信頼度及び過去数年間の良好な販売速度から由来するだろうと考えております。

### 2021年～2022年の期間における新規販売額は新規案件のおかげで確保される。



ソース: BSC Research ước tính

KDH は内都市で大きな土地面積を保有している。

### 2021年の案件進捗と販売計画の更新表

案件	建設進捗	販売計画
<p data-bbox="402 443 521 470">Safira – Q9</p> 	<p data-bbox="764 575 1057 701">2020年7月から案件の引き渡しを開始した。</p>	<p data-bbox="1105 596 1398 680">販売開始は2019年に完成した。</p>
<p data-bbox="394 842 529 869">Lovera Vista</p> 	<p data-bbox="764 982 1057 1108">2021年第2四半期から案件の引き渡しを開始した。</p>	<p data-bbox="1105 1024 1398 1066">2020年に完成した。</p>
<p data-bbox="394 1262 529 1289">Verosa Park</p> 	<p data-bbox="764 1402 1057 1570">2021年第1四半期に案件の引き渡しを完成し、収入を計上した。</p>	<p data-bbox="1105 1381 1398 1549">296製品うちの270製品を販売した。2021年第1四半期に完成した。</p>

ソース: BSC Research

BSC は KDH の 2021 年収入を前年比 3.9%減の 4 兆 4,380 億ドン、税引後利益を同 15% 増の 1 兆 3,290 億ドン、EPS を 2296VND/株、Pefw を 15.8xと予測しております。主な収入は(1) Safira 案件、(2) Verosa Park 案件、(3) Lovera Vista 案件と(4) Amerna 案件から由来する。

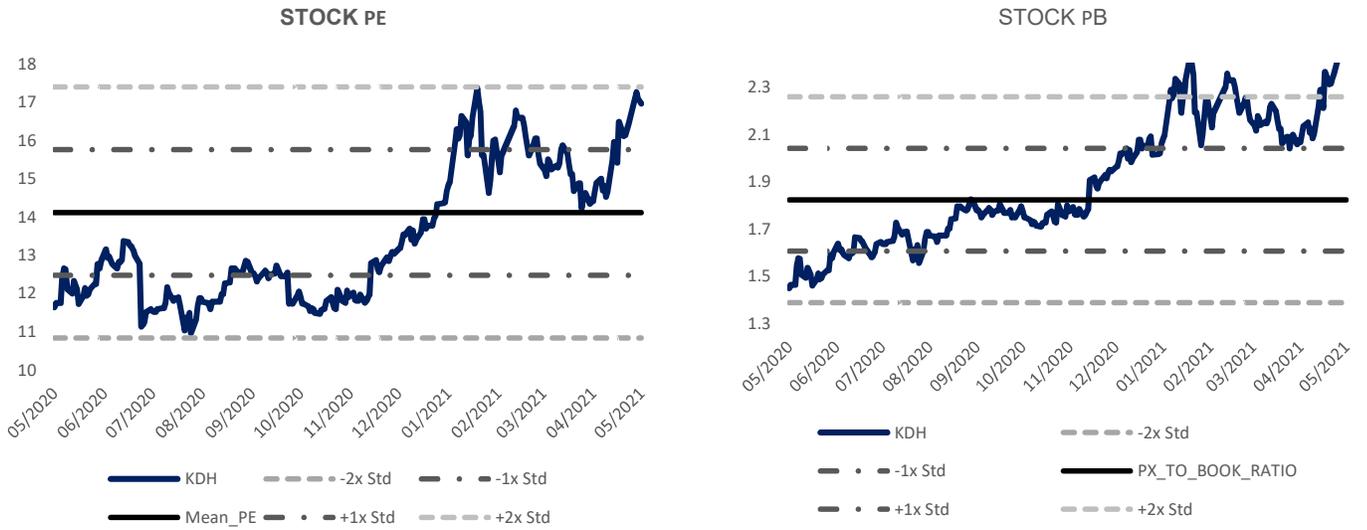
単位:10 億ドン	2017A	2018A	2019E	2020	2021F	2022F
収入	3,061	2,920	2,845	4,617	4,438	5,074
前年比	-22.3%	-4.5%	-3.5%	61.1%	-3.9%	14.3%
売上総利益	1,036	1,239	1,500	1,964	2,161	2,434
前年比	5.7%	19.6%	21.1%	30.9%	10.0%	12.6%
売上総利益率	33.9%	42.5%	53.3%	43.3%	49.6%	48.9%
販売費用	109.7	99.3	115.4	247.0	177.5	202.9
一般的な管理費用	133.9	158.1	162.3	169.4	199.7	228.3
販管費用/売上高の比率	8.0%	8.8%	9.8%	9.0%	8.5%	8.5%
金融活動収益	72.2	199.8	41.5	35.0	38.6	42.2
財務費用	125.0	88.7	41.6	84.7	89.3	94.6
税引前利益	729	1,076	1,190	1,458	1,682	1,884
法人税	216	269	295	338	353	377
税引後利益	502	808	915	1,153	1,329	1,507
%	25%	48%	11%	23%	15%	12%
EPS	1,495	1,952	1,681	1,992	2,296	2,604
純利益率	16.4%	27.7%	32.2%	25.0%	29.9%	29.7%
ROE	9.6%	11.8%	12.0%	14.2%	14.0%	13.7%

ソース: BSC Research

## 評価

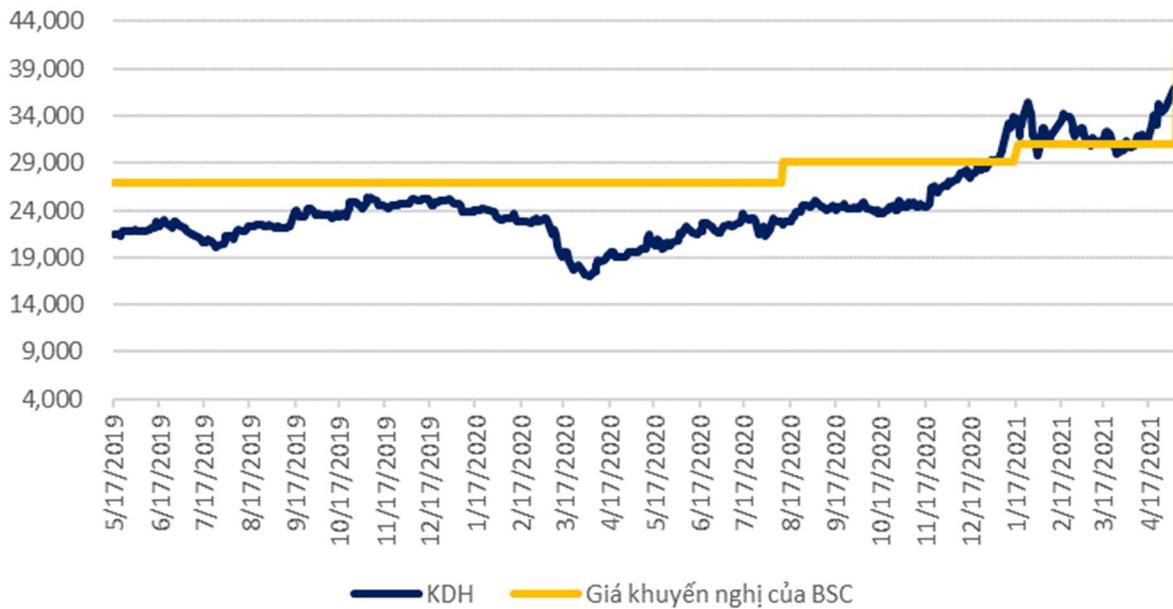
BSC は RNAV 方法に基づく KDH 株の理論株価を 2021 年 5 月 7 日の終値比 16.1%増の 4 万 2,100VND/株と評価し、KDH の投資評価を「買い」と推奨しております。

VALUATION				
10 億ドン	方法	NAV の価値 総額	保有率	>KDH
<b>案件</b>				
Lovera Vista	DCF	982	100%	982
Verosa Park	DCF	336	100%	336
Clarita	DCF	1,981	100%	1,981
Armena	DCF	1,364	100%	1,364
Bình Tân 案件	DCF	1,321	100%	1,321
Phong Phú 2 住民区	比較方法	3,536	100%	3,536
Tân Tạo 都市区	比較方法	9,875	100%	9,875
11A 住民区	比較方法	1,870	100%	1,870
Lê Minh Xuân 工業団地区	比較方法	1,566	100%	1,566
その他	簿価	348	100%	348
	DCF			
<b>純現価値</b>				<b>23,218</b>
(+) 現金				1,836
(-) 債務				1,845
<b>NAV の総価値</b>				<b>23,208</b>
<b>リスクの割引</b>				<b>23,208</b>
流行中株数				550,806,579
合理的な価格				<b>42,136</b>
価格				<b>36,300</b>
<b>Upside</b>				<b>16.08%</b>
WACC	11%			



株価の推移

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



## 付録

業績(10億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
売上高	2,813	4,532	4,357	4,980
売上原価	1,313	2,568	2,196	2,547
売上総利益	1,500	1,964	2,161	2,434
販売費用	(115)	(247)	(178)	(203)
企業管理費用	(162)	(169)	(200)	(228)
<b>営業利益/損失</b>	<b>1,223</b>	<b>1,547</b>	<b>1,783</b>	<b>2,002</b>
金融活動収益	41	35	39	42
金融活動費用	(42)	(85)	(89)	(95)
借入費用	(2)	-	(50)	(55)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	(33)	(39)	(51)	(66)
税引前利益	1,190	1,458	1,682	1,884
法人税額	(273)	(304)	(353)	(377)
<b>税引後利益</b>	<b>917</b>	<b>1,154</b>	<b>1,329</b>	<b>1,507</b>
少数株主持分	2	2	-	-
少数株主利益等控除利益	915	1,153	1,329	1,507
EBITDA	1,232	1,558	1,844	2,072
EPS	1,597	1,893	2,181	2,474

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
<b>現金及び現金相当</b>	<b>1,175</b>	<b>1,836</b>	<b>2,008</b>	<b>2,810</b>
短期投資	32	-	-	-
短期未収金	3,778	3,529	4,320	4,938
棚卸資産	7,037	7,338	7,838	8,338
その他流動資産	305	319	466	533
<b>流動資産</b>	<b>12,327</b>	<b>13,022</b>	<b>14,633</b>	<b>16,620</b>
有形資産	48	47	353	702
原価償却	9	11	61	70
建設中非流動資産	629	695	695	695
長期投資	100	60	60	60
他の非流動資産	23	17	36	42
<b>非流動資産</b>	<b>910</b>	<b>913</b>	<b>1,238</b>	<b>1,592</b>
<b>総資産</b>	<b>13,237</b>	<b>13,934</b>	<b>15,871</b>	<b>18,212</b>
買掛金	696	242	242	242
短期借入	377	787	338	374
他の短期借入	3,499	3,179	4,392	5,093
<b>短期借入総額</b>	<b>4,572</b>	<b>4,208</b>	<b>4,972</b>	<b>5,710</b>
長期借入	405	1,058	902	998
他の長期借入	596	510	510	510
<b>長期借入</b>	<b>1,001</b>	<b>1,568</b>	<b>1,412</b>	<b>1,508</b>

キャッシュフロー会計 (10億ドン)	2019	2020	2021F
税引後利益	915	1,153	1,329
原価償却及び割当て	9	11	61
流動資本変更	(965)	(919)	(245)
他の修正	(123)	84	-
<b>営業活動からキャッシュフロー</b>	<b>(164)</b>	<b>163</b>	<b>1,144</b>
固定資産購入額	(235)	(48)	(366)
他の投資額	126	60	-
<b>投資活動からキャッシュフロー</b>	<b>(201)</b>	<b>12</b>	<b>(366)</b>
配当金	-	-	-
借入から金額	(186)	1,063	(605)
他の未収金	(111)	(576)	-
<b>金融活動からキャッシュフロー</b>	<b>(296)</b>	<b>486</b>	<b>(605)</b>
初期キャッシュフロー	1,836	1,175	1,836
中期キャッシュフロー	(661)	661	172
最後期キャッシュフロー	1,175	1,836	2,008

指数(%)	2019	2020	2021F
<b>支払能力</b>			
流動比率	2.7	3.1	2.9
当座比率	1.2	1.4	1.4
<b>資本構成</b>			
負債比率/総資産	6%	13%	8%
負債比率/株主資本	10%	23%	13%
<b>稼働能力</b>			
棚卸資産回転期間	1787	1021	1261
売掛金回収期間	359	294	329
買掛金回収期間	73	22	33
現金回転率	2073	1294	1557
<b>利益性</b>			
売上総利益率	53.3%	43.3%	49.6%
税引後利益率	32.2%	25.0%	29.9%
ROE	12.0%	14.2%	14.0%
ROA	6.9%	8.3%	8.4%

<b>負債総額</b>	<b>5,573</b>	<b>5,776</b>	<b>6,384</b>	<b>7,218</b>
出資金	5,444	5,787	5,787	5,787
株式会社化による資本剰余金	720	744	744	744
未処分利益	1,327	1,836	3,135	4,606
他の株主資本	-	-	-	-
少数株主持分	39	31	31	31
<b>株主資本総額</b>	<b>13,237</b>	<b>13,934</b>	<b>15,871</b>	<b>18,212</b>
<b>総資本</b>	<b>19,874</b>	<b>23,489</b>	<b>25,454</b>	<b>31,152</b>
<b>流行中株数</b>	<b>544</b>	<b>579</b>	<b>579</b>	<b>579</b>

<b>評価</b>			
PE	21.6	18.2	16.6
PB	2.6	2.6	2.2

**成長率(前年同期比)**

売上高	-3.5%	61.1%	-3.9%
税引後利益	24.5%	26.5%	15.3%
税引前利益	10.6%	22.6%	15.3%
<b>成長率(前年同期比)</b>	<b>13.3%</b>	<b>26.0%</b>	<b>15.3%</b>

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/BIDVSecuritie>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

