

推奨 **買い** **カンディエン不動産株式会社 (HSX: KDH)**
2020年収益計画を達成することができる。

現値:	24,200
前理論価格	28,900
前理論価格	31,300
配当率	0%
上昇率	29.6%

レポート作成日:	12/08/2020
流行中株数(100万)	525
時価総額(10億ドン)	12,826
過去6ヶ月平均売買高	442,649
外国人投資家保有率	49%

株主構成	
DRAGON CAPITAL GROUP	7.6%
VIETNAM VENTURES LIM	5.1%
VEIL HOLDINGS LTD	4.1%
WAREHAM GROUP LTD	4.0%

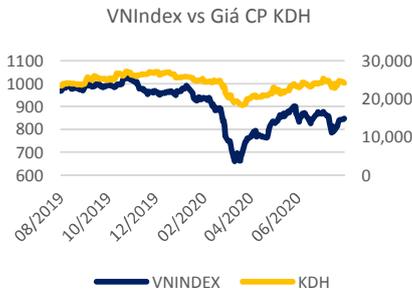
業界分析:

Phan Quốc Bửu
 (不動産, 石油・ガス, 小売)
buupq@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
 推奨価格: 28,000 VND
 損切り値: 22,750 VND

株価の推移



P/E

評価

BSC は RNAV 方法に基づく KDH 株の理論株価を前理論株価より 8.3%増、2020年8月12日比+29.6%増の 3万 1,300VND/株と評価し、投資評価を「買い」で維持しております。

業績予測

BSC は KDH の 2020 年収入と利益について前回の予測を修正しております。理由は(1)2020年商品引渡し計画の変更、(2) Verosa Park 案件の計上したアパート戸数を調整し、とりわけ、収入及び親会社税引後利益がそれぞれ、前年比 45.8%増の 4兆 1,810 億ドン、同 27%増の 1兆 1,800 億ドンを達します。また、EPSFW と PEFW はそれぞれ 2,058VND/株、11.8xである。

投資観点

- 2019年～2020年の期間における売上高の年平均成長率(CARG)は約24%で維持している。
- ホーチミン市内に設置する大きな案件を展開し、土地面積は約500ヘクタールである。

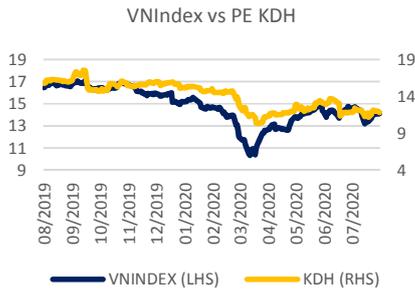
リスク

- 法的な問題と新型コロナウイルス感染症の流行により多くの案件の販売計画が遅くなった。
- 不動産業の一般的なリスク

企業アップデート

- Verosa Park 案件の引渡しは主の 2020 年上半期収益成長率に寄与した。2020 年上半期には、収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 18.9%増の 1兆 4,860 億ドン、同 90%増の 4,080 億ドンを達した。
- 新型コロナウイルス感染症の流行が殆どの業界に悪影響を及ぼしている背景には、BSC は KDH の営業能力を高く評価しております。2020 年上半期には、BSC は販売前の総額は 1兆 8,870 億ドンであると推定し、2020 年に 2兆 6,940 億ドンの見込みだ。
 - 長期的には、好調な見通しは(1) Amera 案件と Glarita 案件を引き続き展開する、(2)長期的な案件の立ち退き補償を促進するということから由来します。

PE (x)	14.4	11.8	11.3	14.2	収入	2,917	2,813	4,101	4,276
PB (x)	1.7	1.5	1.6	1.9	売上総利益	1,239	1,501	1,993	2,172



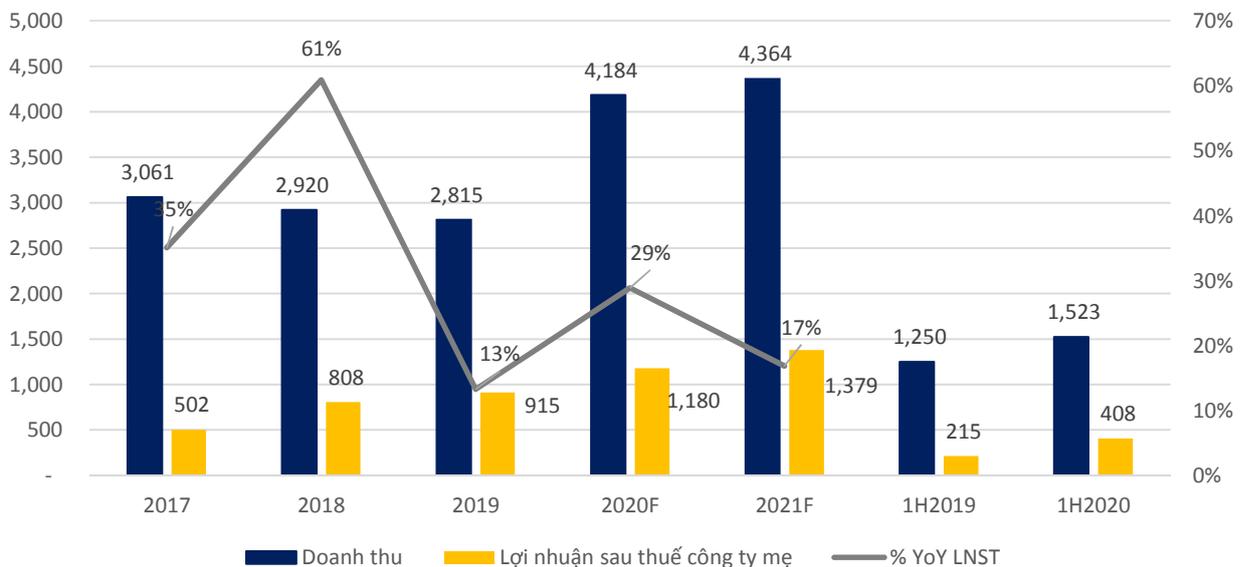
PS (x)	8.6	5.9	2.6	1.4	税引後利益	808	915	1,180	1,379
ROE (%)	12.0%	13.4%	15.0%	13.3%	EPS	1,854	1,597	2,058	2,406
ROA (%)	6.9%	7.7%	5.1%	2.3%	EPS 成長率	31%	-14%	29%	17%
EV/ EBITDA (x)	3.0	4.6	20.6	12.9	純借入/株主資本	22%	57%	53%	42%

企業アップデート

2020年上半期には、KDHの収益成長は Verosa Park 案件の引渡しから由来した。収入は前年同期比 18.9%増の 1兆 4,860 億ドンで、年間計画の 42.4%を達成した。税引後利益は同 90%増の 4,080 億ドンで、年間計画の 37%を達成した。2020年第2四半期では、収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 92.2%増の 7,850 億ドン、同 125%増の 2,530 億ドンを達した。利益率は 50.6%で、前年同期の 39.9%から増加した。

2020年下半期見通しでは、KDHは2020年7月から Safira 案件のすべてアパートを引き渡す予定で、年間計画を達成することができます。

2017年～2021年の期間におけるKDHの業績



ソース: KDH, BSC Research

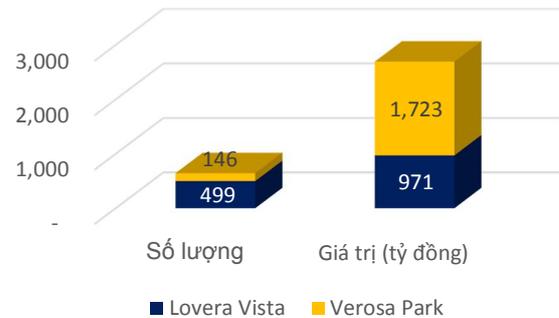
新型コロナウイルス感染症の流行が殆どの業界に悪影響を及ぼしている背景には、BSCはKDHの営業能力を高く評価しております。2020年上半期には、BSCは販売前の総額は1兆 8,870 億ドンであると推定し、とりわけ、Verosa Park 案件の 122 戸及び Lovera Vista 案件の 246 戸を含んだ。そのために、2019年と2020年上半期には、Verosa Park 案件及び

Lovera Vista 案件の販売済アパート数は 257 戸と 296 戸で年間計画の 81%を達成し、及び 1,047 戸と 1,310 戸で年間計画の 87%を達成した。2020 年には、BSC は、KDH の販売前の総額が前年比 40.4%減の 2 兆 6,940 億ドンを達すと見込んでいる。

2019年の販売前活動による収入



2020年の販売前活動による収入予測



ソース: BSC Research ước tính

長期的には、好調な見通しは(1) Amera 案件と Clarita 案件を引き続き展開する、(2) 長期的な案件の立ち退き補償を促進するということから由来します。

案件進捗および 2020 年販売計画

案件	建設進捗	販売計画
<p>Safira – Q9</p> 	2020 年 7 月から引き渡しを開始した。	販売が 2019 年に完了した。
<p>Lovera Vista</p>	進捗: 上棟式を開催した。2021年7月から引き渡しを開始する見込みだ。	2020 年上半期には、販売済数は 1,310 戸うちの 1,047 戸だった。



Verosa Park



2019年と2020年上半期に230戸を引き渡した。

2020年上半期には、販売済数は296戸うちの257戸だった。

ソース: BSC Research

BSCはKDHの2020年収入と利益について前回の予測を修正しております。理由は(1)2020年商品引渡し計画の変更、(2)Verosa Park案件の計上したアパート戸数を調整し、とりわけ、収入及び親会社税引後利益がそれぞれ、前年比45.8%増の4兆1,810億ドン、同27%増の1兆1,800億ドンを達します。また、EPSFWとPEFWはそれぞれ2,058VND/株、11.8xである。

単位:10億ドン	2017A	2018A	2019E	2020 Cũ	2021 Mới	2021F
収入	3,061	2,920	2,815	3,109	4,184	4,364
前年比	-22.3%	-4.5%	-3.5%	10.4%	45.8%	4.3%
売上原価	1,036	1,239	1,501	1,762	1,993	2,172
売上総利益	5.7%	19.6%	21.2%	32.7%	32.7%	9.0%
販売費用	33.9%	42.5%	53.4%	56.7%	48.6%	50.8%
管理費用	109.7	99.3	114.6	126.6	209.2	174.6
営業利益	133.9	158.1	163.8	174.1	209.2	196.4
金融活動収益	8.0%	8.8%	9.9%	9.7%	10.0%	8.5%
金融活動費用	72.2	199.8	41.6	25.5	25.5	53.8
合併・関連会社関連収益	125.0	88.7	42.0	68.4	87.4	92.1
税引前利益	729	1,076	1,191	1,431	1,512	1,763
法人税合計額	216	269	288	329	333	370

税引後利益	502	808	915	1,102	1,180	1,393
前年比	25%	48%	11%	20%	27%	17%
EPS(VND/株)	1,495	1,952	1,681	2,024	2,167	2,558
純利益率	16.4%	27.7%	32.5%	35.4%	28.2%	31.9%
ROE	9.6%	11.8%	12.0%	13.4%	13.4%	13.7%

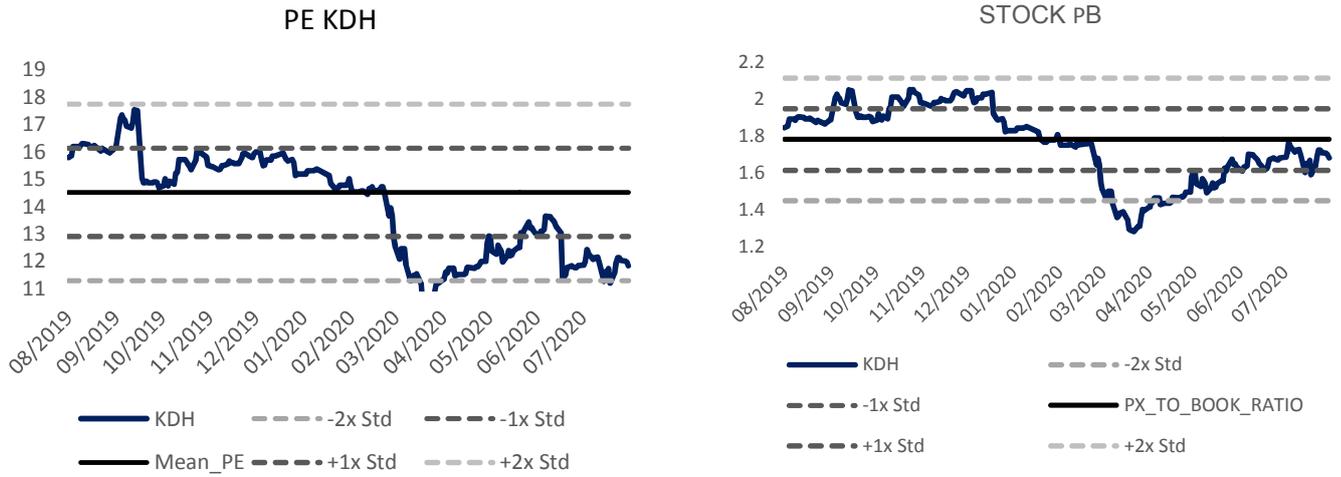
ソース: BSC Research

評価

BSC は RNAV 方法に基づく KDH 株の理論株価を前理論株価より 8.3%増、2020年8月12日比+29.6%増の 3万 1,300VND/株と評価し、投資評価を「買い」で維持しております。

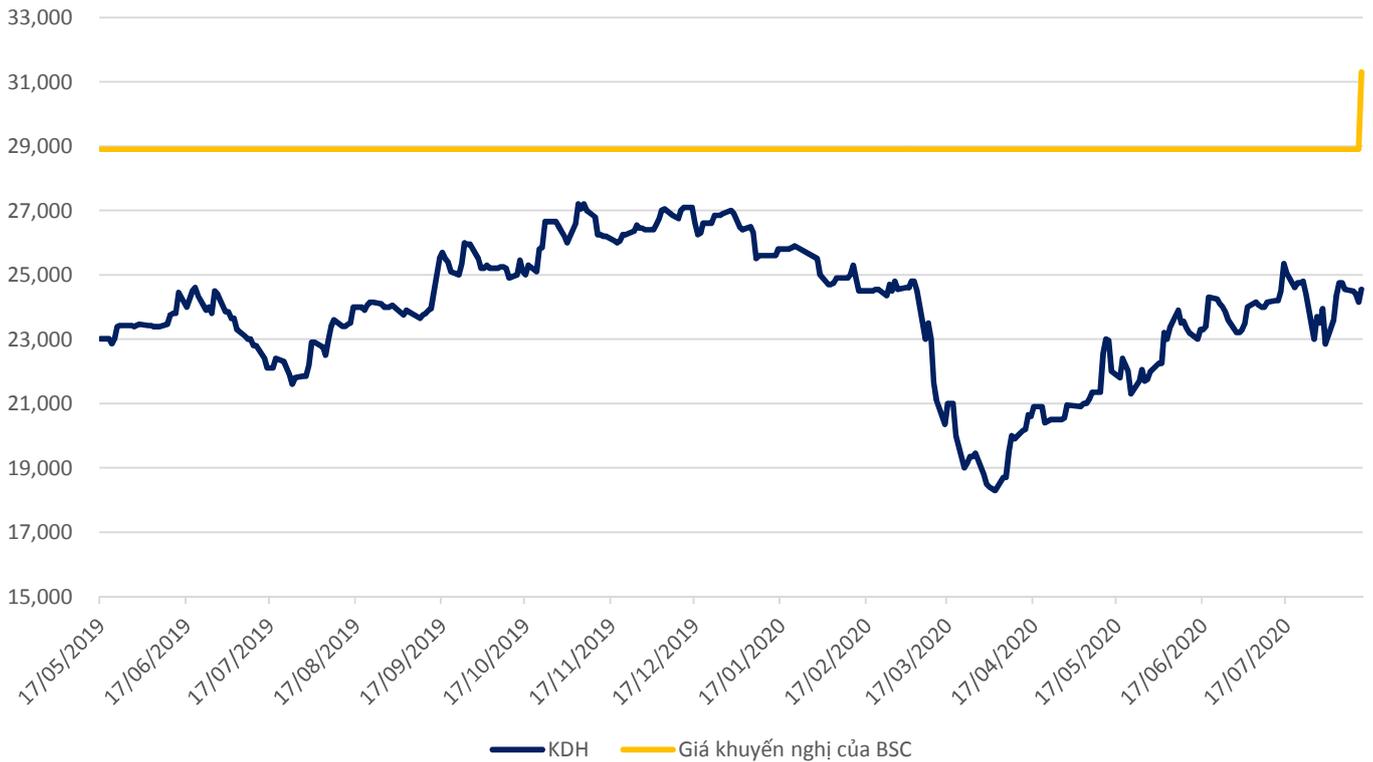
Dự án	Diện tích (ha)	Thời gian triển khai dự án	Số lượng sản phẩm	Tỷ lệ bán hàng	2020	2021	2022	2023	2024
Safira	2.7	Q4/2018	1,600	100%					
Lovera Vista	1.8	Q4/2019	1,300	87%					
Verosa Park	8.1	Q3/2019	300	81%					
Clarita	5.8	2021							
Armena	4.3	2022							
Khu dân cư 11A	16.4	2022							
Khu CN Lê Minh Xuân	109.9	2022							
Khu dân cư Phong Phú 2	132.9	2023							
Khu đô thị Tân Tạo	330.0	2023							

VALUATION					
Tỷ đồng	Phương pháp	Tổng giá trị NAV	Tỷ lệ sở hữu	>KDH	
Các dự án					
Sapphire	Chiết khấu dòng tiền	359	100%	359	
Lovera Vista	Chiết khấu dòng tiền	893	100%	893	
Verosa Park	Chiết khấu dòng tiền	1,648	100%	1,648	
Clarita	Chiết khấu dòng tiền	1,213	100%	1,213	
Armena	Chiết khấu dòng tiền	1,001	100%	1,001	
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	
Khác	Giá trị sổ sách	348	100%	388	
Giá trị hiện tại thuần				15,101	
(+) Tiền mặt		2,532		2,532	
(-) Nợ		1,182		1,182	
Tổng giá trị NAV				16,452	
Tỷ lệ chiết khấu rủi ro				16,452	
Số lượng cổ phiếu lưu hành				524,578,469	
Giá trị hợp lý				31,363	
Giá cổ phiếu		8/12/2020		24,200	
Upside				29.60%	
WACC		13%			



株価の推移

株価の推移



付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	2,917	2,813	4,101	4,276
売上原価	1,677	1,312	2,108	2,104
売上総利益	1,239	1,501	1,993	2,172
販売費用	-99	-115	-209	-175
企業管理費用	-158	-164	-209	-196
営業利益/損失	982	1,223	1,574	1,801
金融活動収益	200	42	25	36
金融活動費用	-89	-42	-87	-92
借入費用	-32	-2	-47	-52
合併・関連会社関連収益	4	0	0	0
他の収益	-21	-32	0	0
税引前利益	1,076	1,191	1,512	1,745
法人税額	-266	-274	-333	-367
税引後チエキ	809	915	1,180	1,379
少数株主持分	2	2	0	0
少数株主利益等控除利益	808	915	1,180	1,379
EBITDA	990	1,232	1,620	1,855
EPS	1,952	1,681	2,167	2,533

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
現金及び現金相当	1,836	1,175	1,689	2,210
短期投資	0	32	32	32
短期未収金	1,760	3,694	4,053	4,227
棚卸資産	5,817	7,023	7,774	8,274
その他流動資産	157	311	452	472
他流動資産	9,570	12,235	14,002	15,215
有形資産	34	48	316	590
原価償却	8	9	46	54
建設中非流動資産	466	629	629	629
長期投資	14	14	14	14
他の非流動資産	5	116	116	116
非流動資産	658	922	1,199	1,474
総資産	10,228	13,157	15,201	16,689
買掛金	284	696	360	360
短期借入	632	299	322	354
他の短期借入	1,859	3,415	4,216	4,209
短期借入総額	2,775	4,410	4,898	4,923
長期借入	337	483	860	944
他の長期借入	217	599	599	599
長期借入	553	1,082	1,458	1,543
負債総額	3,328	5,492	6,357	6,466

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020F
税引後利益	808	915	1,180
原価償却及び割当て	8	9	46
流動資本変更	-710	-948	-797
他の修正	-825	-160	0
営業活動からキャッシュフロー	-719	-184	429
固定資産購入額	-161	-211	-314
他の投資金	681	34	0
投資活動からキャッシュフロー	519	-177	-314
配当金	226	0	0
借入から金額	345	661	399
他の未収金	-1127	-961	0
金融活動からキャッシュフロー	-556	-300	399
初期キャッシュフロー	2,592	1,836	1,175
内期キャッシュフロー	-756	-661	514
最後期キャッシュフロー	1,836	1,175	1,689

指数(%)	2018	2019	2020F
支払能力			
流動比率	3.45	2.77	2.86
当座比率	1.35	1.18	1.27

資本構成	2018	2019	2020F
負債比率/総資産	0.33	0.42	0.42
負債比率/株主資本	48%	72%	72%

稼働能力	2018	2019	2020F
棚卸資産回転期間	1161	1786	1281
売掛金回収期間	207	354	345
買掛金回収期間	36	73	67
現金回転率	1332	2067	1558

利益性	2018	2019	2020F
売上総利益率	42.5%	53.4%	48.6%
税引後利益率	27.7%	32.5%	28.2%
ROE	11.8%	12.0%	13.4%
ROA	7.9%	7.0%	7.8%

評価

企業アップデート

2020年8月12日 - HSX: KDH



出資金	4,140	5,444	5,444	5,444
株式会社化による資本剰余金	1,724	720	720	720
未処分利益	907	1,327	2,484	3,836
他の株主資本	93	134	156	183
少数株主持分	35	39	39	39
株主資本総額	6,864	7,625	8,805	10,184
総資本	10,228	13,157	15,201	16,689
流行中株数	414	544	524	524

PE	12.4	14.4	11.8
PB	1.5	1.7	1.5

成長率(前年同期比)

売上高	-4.5%	-3.5%	45.8%
税引後利益	33.6%	43.4%	37.6%
税引前利益	60.9%	13.3%	28.9%
EPS	30.6%	-13.9%	28.9%

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: +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

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecuritie>

Bloomberg: BSCV <GO>

