

業界: 工業団地区業

推奨	買い	キンバック都市開発株式会社 - (HOSE: KBC)			
		2021年以來大きく成長すると期待される。			
現値:	13,450	レポート作成日:	18/08/2020	株主構成	
前理論価格	17,110	流行中株数(100万)	469	Đặng Thành Tâm	17.9%
前理論価格	16,524	時価総額(10億ドン)	6,201	キンバック投資コンサルティング株式会社	9.86%
配当率	0%	過去6ヶ月平均売買高	2,437,198	Nguyễn Thị Thu Hương	0.06%
上昇率	23%	外国人投資家保有率	49%		

業界分析:

Nguyễn Thị Hồng
(工業団地区業, ゴム業, タイヤ業, 自動車業)

hongnt@bsc.com.vn

テクニク分析:

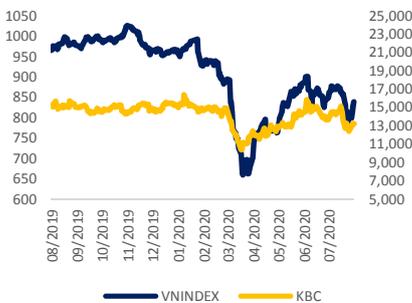
Nguyễn Tiến Đức

ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: 16,000 VND

損切り値: 13,000 VND

株価の推移



P/E

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	8.9	7.0	10.4	10.9	収入	2,506	3,250	2,736	3,879
PB (x)	0.7	1.1	1.8	1.9	売上総利益	1,467	1,869	1,607	2,160
PS (x)	2	4.9	2.16	29	税引後利益	810	1,080	896	1,243
ROE (%)	11.5%	9.1%	16.5%	13.3%	EPS	1,725	2,298	1,907	2,645
ROA (%)	6.5%	5.4%	6.5%	2.3%	EPS 成長率	31%	33%	-17%	39%
EV/ EBITDA (x)	7.5	7.5	7.15	11.7	純借入/株主資本	25%	14%	12%	-7%

企業アップデート

評価

- BSC は RNAV 方法に基づく KBC の投資評価を 2020 年理論価格の 2020 年 8 月 18 日の終値比 23% 増、前理論価格比 -3.8% 減の 1 万 6,524 VND/株で「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2020 年には、収入を前年比 20% 減の 2 兆 5,700 億ドン、税引後利益を同 21% 減の 6,800 億ドン、EPS を 1,825 VND/株、PEFWD を 7.4x と予測しております。

投資観点

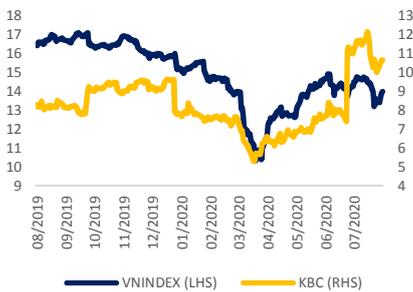
- 2021 年~2022 年間における業績は大幅に上昇し、CAGR が 21% となる見込みだ。
- 保有土地は 442 ヘクタールであり、バックニン、ハイフォン、ハイズオンとロンアンに集中していることで、KBC は今後の 3~4 年間に上昇率を維持することができます。

リスク

- 新型コロナの影響と法的な問題のために、大手な案件は実施されていない。
- 未収金は総資産の 30% を占めているために、企業のキャッシュフローに影響する。

企業アップデート

- 工業団地区事業による収入が大幅に減少したために、2020 年上半期の業績は減少した。税引後利益が前年同期比では -78% 減少し、年間計画の 13%、収入は年間計画の 23% を達成した。
- 2020 年計画では、KBC は慎重に 2 シナリオを挙げた。(1) 基本的なシナリオ: 税引後利益は前年比 21% 減となる。(2) ポジティブなシナリオ: 税引後利益は前年比 4% 減となり、新規案件と実施中案件に資本を調達するために社債の 1 兆~1 兆 5,000 億ドンを利息の 10.5~11% で期限 18 ヶ月~2 年間物で発行する計画。KBC は 2020 年上半期に社債の 4,000 億ドンを発行した。



工業団地区の収入は減少したため、2020年上半期の業績は大幅に減少した。2020年上半期の業績は、収入が前年同期比 53.6%減の 7,270 億ドンで年間計画の 23%、税引後利益が同-78%減の 1,090 億ドンで同 13%だった。

- 工業団地区の土地賃貸による収入は前年同期比 59%減の 5,520 億ドンだった。工場賃貸による収入は前年同期より 4 倍高の 500 億ドンだった。
- 2020 年計画。KBC は 2 シナリオを挙げた。(1)慎重なシナリオ: 総収入は 3 兆 2,000 億ドンで、税引後利益は前年比 21%減の 8,160 億ドンとなる。(2)ポジティブなシナリオ: 収入は前年比 12%増の 3 兆 6,000 億ドンで、税引後利益は同 4%減の 1 兆となる。KBC は Quang Chau 工業団地区、Nam Sơn Hạp Lĩnh 工業団地区、Tân Phú Trung 工業団地区、Phúc Ninh 都市区、Tràng Duệ 都市区に集中する。
- 2020 年には、KBC は新規案件と実施中案件に資本を調達するために社債の 1 兆 ~ 社債の 1 兆 ~ 1 兆 5,000 億ドンを利息の 10.5~11%で期限 18 ヶ月~2 年間物で発行する計画。KBC は 2020 年上半期に社債の 4,000 億ドンを発行した。

Tân Phú Trung 工業団地区は主に 2020 年上半期の収益に寄与した。KBC は Tân Phú Trung 工業団地区の 15 ヘクタールを賃貸した。BSC は、Tân Phú Trung 工業団地区が 2020 年に土地の 40 ヘクタールを賃貸し、賃貸価格が 126 ドル/m²/賃貸期間であり、原価費用も増加し、売上総利益率が 49%で維持すると期待しております。

Quang Chau 工業団地区は 90 ヘクタールを拡大し、成長原動力を寄与した。Quang Chau 工業団地区の入居率は 2019 年末時点 78%だった。KBC は住宅用地の 90 ヘクタールを工業団地区用地に転換するため手続きをしている。BSC の評価によると、KBC は 2021 年上半期に賃貸を開始するために転換手続きを強化している。Quang Chau 工業団地区は土地面積の 61 ヘクタールで 2020 年に賃貸需要を満たすことができます。

Nam Sơn Hạp Lĩnh 工業団地区は、進捗が期待より遅くなったため、2021 年から賃貸を開始するよ予測された。Nam Sơn Hạp Lĩnh 工業団地区は 2021 年にヘクタールの 62 ヘクタールを賃貸する見込みだ。

工業団地区での賃貸需要は依然として高い水準で留まって、工業団地区経営企業との覚書(MOU)で署名された潜在的な契約に反映されて、とりわけ、Nam Sơn Hạp Lĩnh 工業団地区の 73 ヘクタール、Quang Chau 工業団地区の 110 ヘクタールである。

都市区不動産。Trang Due 都市区では、KBC は 2020 年に土地の 4~5 ヘクタールを売却する計画。そのために、BSC は KBC が収入の 7,140 億ドンを計上し、2020 年計画の 22%を寄与すると推定しております。(2)Phúc Ninh 都市区では、明確な法律情報がないため、BSC は KBC が Phúc Ninh 都市区案件からの収入を計上しないと慎重に仮定しております。

Long An 県にある新規土地は KBC の将来的な成長余地である。KBC は Long An 県にある新規工業団地区の 150 ヘクタールを展開している。これは Long Anh 港と Hiep Phuoc 港の近くに位置して、賃貸価格が高い水準(100~110ドル/m²)である。賃貸需要が引き続き増加しているため、KBC の新規土地は KBC の成長見通しであると考えております。しかし、BSC は Long An で土地収用及び立ち退き補償の手続きが多くの問題があるため、この工業団地区は 2020 年から賃貸を開始し、KBC の業績に寄与すると考えております。

KBC の土地銀行

工業団地区	2020 年第 2 四半期末時点の j 入居率	状態	賃貸価格 (USD/m ² /賃貸期間)	残り商業用地面積(ヘクタール)
Quế Võ	100%	経営中	75	0
Quế Võ 拡大	100%	経営中	75	0
Nam Sơn Hạp Lĩnh	0%	法的な手続きを処理している	80	105
Tràng Duệ 第 1 期	100%	経営中	85	0
Tràng Duệ 第 2 期	100%	経営中	90	0
Tràng Duệ 第 3 期	0%	経済特区の申請	95	456
Quang Châu	78%	経営中	80	62
Tân Phú Trung	49%	経営中	126	159
Long An	0%	補償手続き中	110-120	150

ソース: KBC, BSC Research

2020 年業績予測。BSC は収入を前年比 20%減の 2 兆 5,700 億ドン、親会社株主帰属利益を同 21%減の 6,800 億ドン、EPS を 1,825VND/株、PEfw を 7.4xと予測しております。

- 工業団地区: BSC は賃貸土地面積を前予測の 105 ヘクタールから前年比 33%減の 75 ヘクタールに下方修正しております。(1) Tân Phú Trung 工業団地区の 40 ヘクタール、Quang Chau 工業団地区及び Nam Sơn Hạp Lĩnh 工業団地区の 35 ヘクタールは前予測の通りに 2020 年に賃貸することができないだろう。(2) Tân Phú Trung 工業団地区の賃貸価格は前年比 30%増の 126ドル/m²/賃貸期間で、Quang Chau 工業団地区の賃貸価格は前年比 6.7%増の 80ドル/m²/賃貸期間である。
- 都市区: BSC は Trang Due 都市区が土地の 5 ヘクタールを引き渡し、販売価格が 1,300 万 VND/株と予測しております。また、Phuc Ninh 都市区は 2021 年に販売を開始すると予測しております。

単位:10 億ドン	2018	2019	2020 cũ	2020 mới	2021F
収入	2,506	3,250	3,360	2,595	3,799
%前年比	99%	30%	3%	-20%	46%
売上総利益	1,467	1,869	1,938	1,507	2,100
%前年比	126%	27%	4%	-19%	39%
売上総利益率	59%	58%	58%	58%	55%

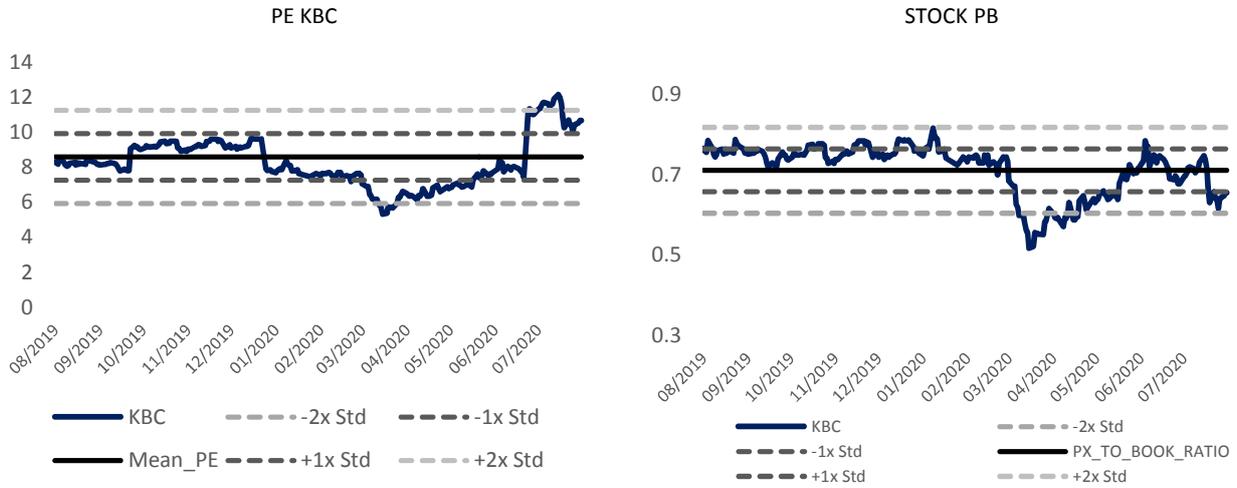
販管費用	(307)	(313)	(323)	(250)	(365)
販管費用／売上高の比率	12%	10%	10%	10%	10%
収入/金融費用	(99)	(141)	(100)	(141)	(122)
税引前利益	1,049	1,389	1,515	1,072	1,548
法人税	238	309	338	214	310
税引後利益	810	1,080	1,178	857	1,239
前年比	31%	33%	9%	-21%	44%
NPAT-Mi	747	855	1,001	693	1,097
EPS	1,725	2,298	2,508	1,825	2,636
純利益率	32%	33%	35%	33%	33%
ROE	12%	15%	15%	11%	15%

評価. BSC は RNAV 方法に基づく KBC の投資評価を 2020 年理論価格の 2020 年 8 月 18 日の終値比 23 % 増、前理論価格比 -3.8 % 減の 1 万 6,524VND/株で「買い」と推奨しております。

科目	NPV
工業団地区の価値	5,078
サービス事業の価値	1,100
Phúc Ninh 都市区と Trảng Duệ 都市区の価値	1,872
在庫額	1,754
現金・短期投資	653
借入	(1,926)
NAV	8,530
流行中株式	469,760,189
終値(18/8/2020)	13,450
NAVPS (VND) 割引	18,159
	10%

理論価格	16,524	
Upside		23%

ソース: BSC Research



推奨価格比株価の変動



付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	2,506	3,250	2,595	3,799
売上原価	1,039	1,380	1,088	1,699
売上総利益	1,467	1,869	1,507	2,100
販売費用	(142)	(141)	(113)	(165)
企業管理費用	(165)	(172)	(137)	(201)
営業利益/損失	1,160	1,557	1,257	1,735
金融活動収益	95	80	79	96
金融活動費用	(194)	(221)	(220)	(218)
借入費用	(201)	(199)	(193)	(191)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	(26)	(27)	(22)	(33)
税引前利益	1,049	1,389	1,072	1,548
法人税額	(238)	(309)	(214)	(310)
税引後利益	810	1,080	857	1,239
少数株主持分	63	225	164	141
少数株主利益等控除利益	747	855	693	1,097
EBITDA	1,107	650	1,467	1,869
EPS	1,725	2,298	1,825	2,636

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
現金及び現金相当	224	653	745	380
短期投資	1	1	1,859	1,859
短期未収金	5,799	5,516	5,450	5,411
棚卸資産	8,593	7,605	7,655	7,655
その他流動資産	391	396	288	349
他流動資産	15,008	14,172	15,995	15,653
有形資産	353	484	506	514
原価償却	27	36	20	43
建設中非流動資産	194	839	852	852
長期投資	947	865	861	861
他の非流動資産	13	34	24	24
非流動資産	2,159	2,551	2,538	2,456
総資産	16,973	16,527	18,533	18,173
買掛金	7,134	6,090	7,715	6,593
短期借入	1,154	826	1,228	380
他の短期借入	2,688	2,134	4,716	4,864
短期借入総額	3,842	2,960	5,944	5,244
長期借入	1,333	1,100	923	500
他の長期借入	1,959	2,031	848	848
長期借入	3,292	3,130	1,771	1,348

キャッシュフロー会計 (10億ドン)	2018	2019	2020F
税引後利益	810	1,080	857
原価償却及び割当て	41	38	42
流動資本変更	(735)	785	(323)
他の修正	(22)	0	(1)
営業活動からキャッシュ フロー	94	1,903	575
固定資産購入額	(62)	(275)	(174)
他の投資金	(93)	200	79
投資活動からキャッシュ フロー	(155)	(75)	(95)
配当金	(10)	-	-
借入から金額	(235)	(561)	225
他の未収金	(10)	(482)	(613)
金融活動からキャッシュ フロー	(255)	(1,043)	(388)
初期キャッシュフロー	505	224	653
中期キャッシュフロー	(315)	429	92
最後期キャッシュフロー	190	653	745

指数(%)	2018	2019	2020F
支払能力			
流動比率	3.91	4.79	2.69
当座比率	0.16	0.35	0.49

資本構成	2018	2019	2020F
負債比率/総資産	42%	37%	42%
負債比率/株主資本	79%	65%	79%

稼働能力	2018	2019	2020F
棚卸資産回転期間	1,252	910	1,073
売掛金回収期間	845	635	771
買掛金回収期間	582	562	789
現金回転率	1,514	983	1,056

利益性	2018	2019	2020F
売上総利益率	59%	58%	58%
税引後利益率	32%	33%	33%
ROE	9%	11%	9%
ROA	5%	7%	5%

負債総額	7,134	6,090	7,715	6,593
出資金	4,757	4,757	4,757	4,757
株式会社化による資本剰余金	989	989	989	989
未処分利益	3,652	4,036	4,418	5,180
他の株主資本	(362)	(362)	(362)	(362)
少数株主持分	803	1,017	1,017	1,017
株主資本総額	9,036	9,420	9,802	10,564
総資本	16,973	16,527	18,533	18,173
現金及び現金相当	469,76	469,76	469,76	469,76

評価			
PE	10,6	8,9	7,4
PB	0,6	0,7	0,82

成長率(前年同期比)		
売上高	29.68%	-20.2%
税引後利益	34.19%	-19.2%
税引前利益	32.45%	-22.8%
EPS	15.80%	15.8%

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 ホーチミン 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/BIDVSecuriti>

Bloomberg: BSCV <GO>

