

業界: 不動産業

アンザー不動産投資開発株式会社 (HSX: AGG)

推奨 買い 成長期間に入る

| | | | | | |
|------------|--------------|-------------|------------|----------------------|-------|
| 現値: | 62.100 | レポート作成日: | 株主構成 | | |
| 前理論価格 | 47.000 | 流行中株数(100万) | 19/05/2021 | Trường Giang ファンド運用株 | 37.6% |
| 新理論価格 | N/A | 時価総額(10億ドン) | 83 | 株式会社 | 4.92% |
| 配当率 | 0% | 過去6カ月平均売買高 | 3,881 | Nguyễn Thị Kim Hoa | 4.46% |
| 上昇率 | 32.0% | 外国人投資家保有率 | 2,846,180 | KIMTC | 0.38% |
| | | | 5.67% | Hoosiers VN | |

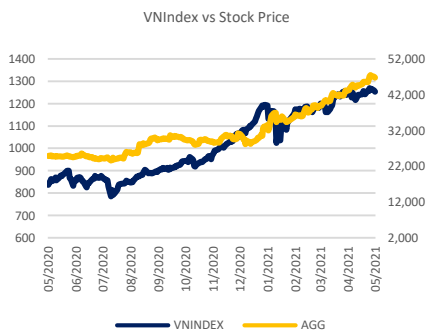
業界分析:

Phan Quốc Bửu
(不動産業, 小売業)
buupq@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
推奨価格: N/A VND
損切り値: N/A VND

株価の推移



評価

- BSCはRNAV方法に基づくAGG株の理論株価を2021年5月17日の終値比32%増の6万2,100VND/株と評価し、AGGの投資評価を「買い」と推奨しております。
- 案件評価リストにBD27及びBD45案件を追加する。
- 不動産市場が回復し、ホーチミン市で法的な問題进行处理する進捗が2022年から促進される。
- 加重平均資本コスト(WACC)が11%である。

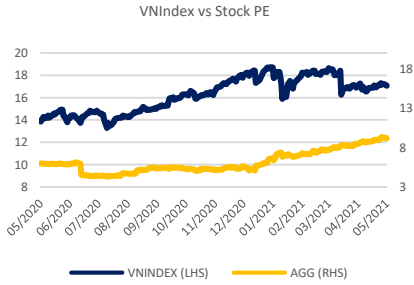
業績予測

- BSCは2021年には、AGGの収入を前年比117%増の3兆8,130億ドン、税引後利益を同25%増の5,190億ドン、EPSを5,974VND/株、PEfwを7.9xと予測しております。収入は主に(1) The Song 案件、(2) River Panaroma 案件、(3) Sky89 案件から由来する。

投資観点

- 資本規模が低い水準で留まっているが、魅力的な案件リストを所有していることのおかげで、2021年~2026年期間における案件規模が以前に比べて8倍となる。
- ホーチミン市の法的な問題が解決され、土地面積を衛星都市に移転するのはAGGの評価を上げる基礎となる。
- 2021年~2022年期間: 利益は多くの案件の引き渡しから由来する。
- AGGの利益成長率は大手不動産企業トップ中にある。

P/E



Catalyst

- 2021年第3四半期～第4四半期に既存株主への有償増資

リスク

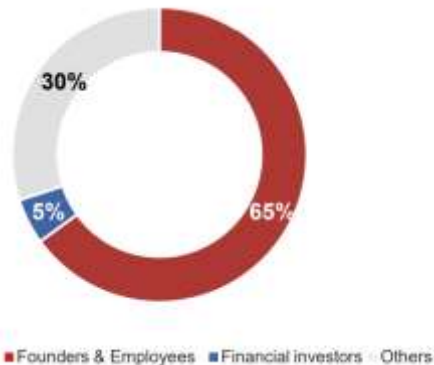
- 案件の販売開始計画は法的な問題と新型コロナウイルス感染症の流行により遅れる。
- 借入金利、業界の周期性などの不動産業の一般的なリスク。

| | 2020 | 2021 | Peer | VN-Index | | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|----------------|-------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|
| PE (x) | 9.2 | 8.0 | 13.7 | 17.9 | 収入 | 385 | 1,754 | 3,813 | 4,357 |
| PB (x) | 2.3 | 1.9 | 1.7 | 2.4 | 売上総利益 | 281 | 272 | 1,201 | 1,504 |
| PS (x) | 76.5 | 55.7 | 3.6 | 2.0 | 税引後利益 | 326 | 415 | 519 | 654 |
| ROE (%) | 25.2% | 24.3% | 17.8% | 13.7% | EPS | 4,136 | 4,776 | 5,974 | 7,529 |
| ROA (%) | 6.1% | 4.3% | 5.5% | 2.2% | EPS 成長率 | 17% | -33% | 15% | 26% |
| EV/ EBITDA (x) | 9.0 | 7.9 | 3.6 | 17.3 | 純借入/株主資本 | 45% | 83% | 145% | 80% |

企業アップデート

企業概要

アンザー不動産投資開発株式会社(AGG)は2006年に設立した。2012年に、AGGが資本金の1,000億ドンで株式化始めた。2012年以後、AGGは無償増資、CREED GROUPの借入交換などの方法で1,000億ドンから8,275億ドンに増資した。2018年～2019年間に、増資が7,450億ドンとなった。



集中的な株主構成: 管理部及び社員の保有率は65%を占め、そのうち TRUONG GIANG 投資と建設株式会社 (TGG)の保有率が37.67%を所有している。CREED INVESTMENT という大株主は資本金(5.5%と相当)を回収した後、外国人投資家の保有率が5.2%のみを占めている。

ソース: BSC Research

アンザー: ホーチミン市場で中所得者層の区分に向け新投資主

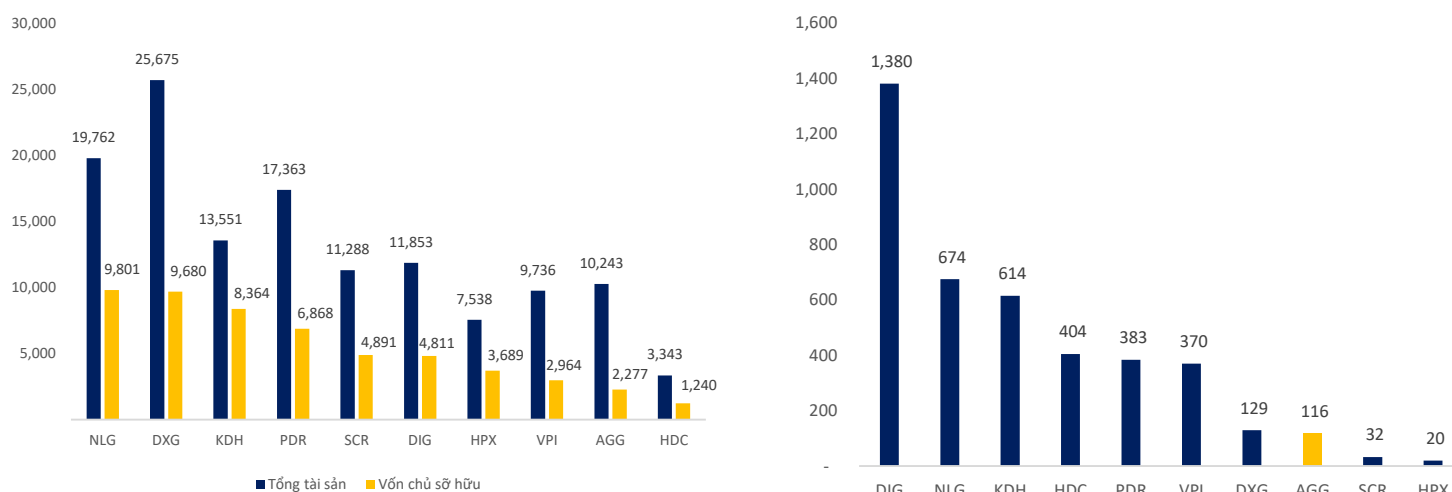
AGGは2008年から不動産サービスを供給したが、2014年から案件開発投資主となる事業に転向している。

- ホーチミン市及び Vung Tau での特別な案件は The Star 案件 (Binh Tan 区)、The Garden (Tan Phu 区)、Skyline 案件、Riverside 案件、River City 案件及び Lacasa 案件 (7 区)、The Song 案件 (Vung Tau) である。

- AGG は不動産企業に比べて、資本金がまだ多くなかったため、土地面積を拡大する為に Creed Group、Horries、Riland などのパートナー企業と協力した。
- AGG は販売を完了し建設を展開した後、保有率を引き上げ、親会社に案件を統合する。この戦略がナムロン投資株式会社 (NLG) の戦略と相当していることで、AGG が土地面積を拡大して、ダットサイン不動産建設株式会社 (DXG)、ナムロン投資株式会社 (NLG)、カンディエン不動産株式会社 (KDH)、Hung Thịnh Land という大手投資主と競争できる。
- AGG の製品は信頼的なブランドがある請負者と提供していることのおかげで高質がある。(1) 入居率が高い水準で維持する、(2) Cottecons、Riccons など信頼的なブランドがある請負者と協力するということを基づく、AGG のアパートが高質な製品であると評価されている。また、AGG の製品は中所得者層に向けたことで、案件の入居率が高い水準で維持される。

資本規模が低い水準で留まっているが、魅力的な案件リストを所有していることのおかげで、2021年～2026年期間における案件の規模が以前に比べて8倍増加する。

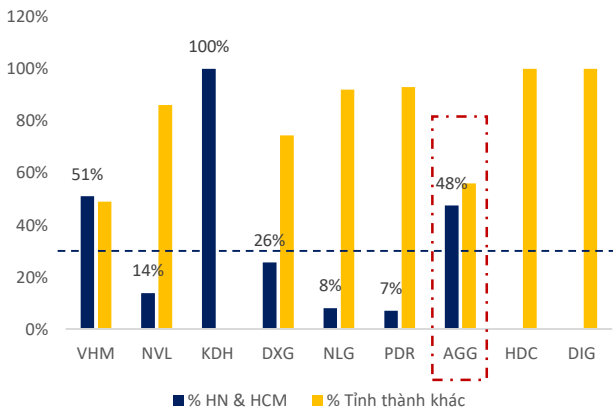
AGG が土地面積の 103 ヘクタールを所有している。また、商業用土地面積が 11 案件の 22000 製品以上と相当する 2100000m² である。企業の規模を見ると、AGG は資本金の 2 兆 2770 億ドンで、上場企業リストにおける最後の位置にある。しかし、AGG の商業用不動産の土地面積が不動産業の平均水準に比べて低くなくて、最適な場所にある。更に、ホーチミン市での土地面積の所有率には、KDH(100%)、NLG(8%)、DXG(26%) などの中堅企業に比べて、AGG が(47.5%)が高い水準を達する。



ソース: FiinPro, BSC Research

2021年～2026年期間には、AGG が小型企業からもっと大型企業に転換する。2015年～2021年には、AGG が 6 案件の 2593 戸を販売した。2021年～2026年には、AGG が展開される案件数が 2 倍増、製品数が 8.48 倍増、商業用土地面積が 2015年～2021年期間

に比べて 8.97 倍増になると期待されている。これは AGG の管理部が南部地域における最も大手投資主になるという志望していると示した。



| | | | |
|-----------|-----|-------|---------|
| 2014-2020 | 6 | 2,593 | 186,920 |
| | 総案件 | 製品 | NSA |



| | | | |
|-----------|-----|--------|-----------|
| 2021-2026 | 11 | 21,488 | 1,677,920 |
| | 総案件 | 製品 | NSA |

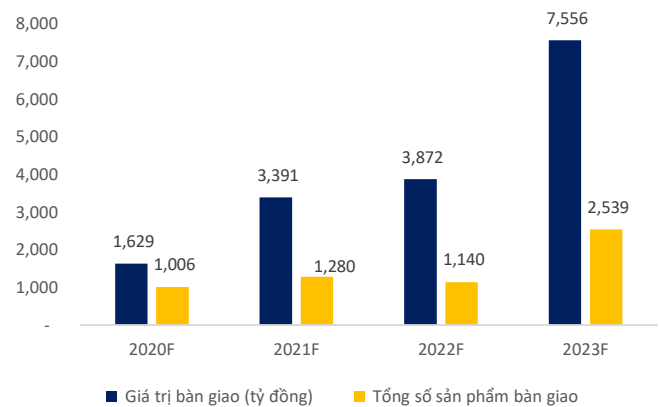
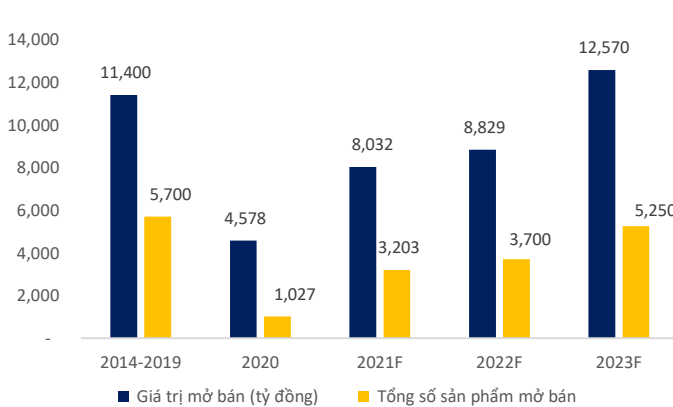
ソース: AGG, BSC Research

2020年～2023年期間における新規販売総額は2014年～2019年期間に比べて3倍増加する。具体的には、BSCの推定によると、AGGの2021年新規販売総額が前年同期比1.75倍増の8兆320億ドンに達し、主に(1)Westgate案件、(2)Standard案件、(3)BD 2.8 (The Gio)案件という案件に寄付される。AGGは2021年にWestgate案件及びStandard案件の販売を完了、The Gio (BD 2.8)案件の販売を開始する。

2022年～2024年期間には、AGGはThe A、D7、BC27、BC25という新規案件の販売を促進する。案件の詳しい情報は下記の通りです。

2020年～2023年期間における新規販売総額は2014年～2019年期間に比べて3倍で増加する。

これは2021年～2025年期間のAGGの利益成長見通しを保証する。

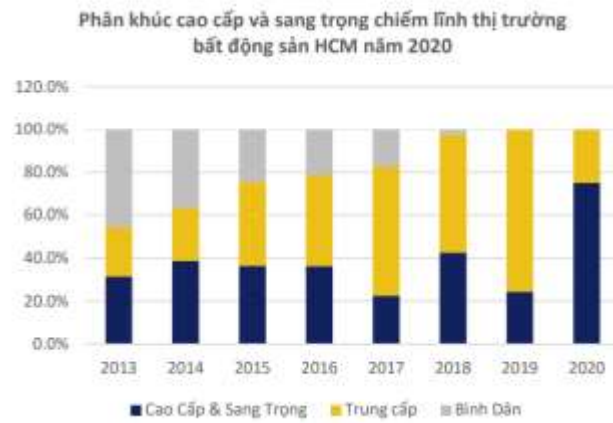


ソース: BSC Research 予測

ホーチミン市の法的な問題が解決され、土地面積を衛星都市に移転するのは AGG の株価の評価を上げる基礎となる。

(1) 法的な問題が処理されると期待。

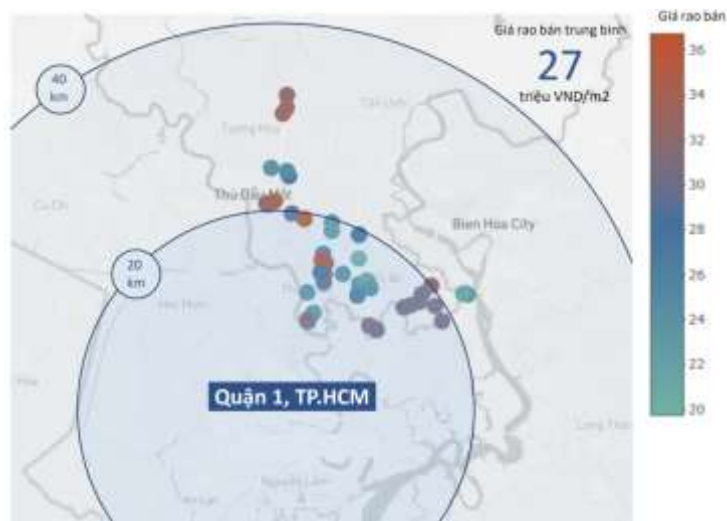
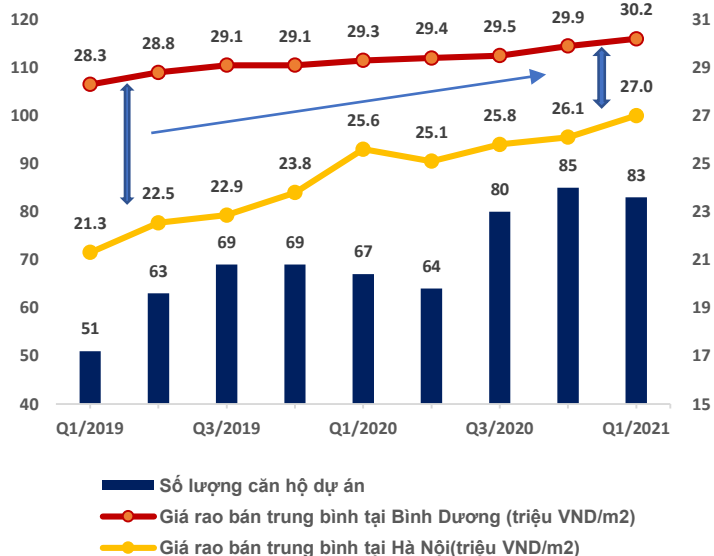
(2) 2021 年下半期に、2020 年投資法、改正不動産法、第 148 号議定などの法律が改正され、2021 年第 1 四半期に有効になったことのおかげで、法的な問題が処理されると期待される。また、ホーチミン市で不動産案件許可の手続きを簡略化する情報は中期的な不動産のポジティブなシグナルである。



ソース: BSC Research 収集, CBRE

(3) 多くの不動産企業の郊外や近隣都市に土地資金をシフトする傾向は(ア)急速な都市化のスピード、(イ)都市中央での土地面積が狭くなっていること、(ウ)ホーチミン市及びハノイで法的な問題により、供給源が深刻に不足しているということから由来している。ベトナムの都市化率が 2019 年に 38.4%で、2021 年に 40%を上回ると予測されている。BSC は全国の住宅需要が年当たり 8 万~10 万戸となると推定しております。

販売価格が縮小され、投資主及び購入者の Binh Duong 不動産市場に関する関心度が強まっているのは(1)外国直接投資(FDI)、(2)交通インフラが便利につながる、(3)土地面積が尽きているということから由来する。



ソース: Batdongsan.com.vn

(4) 州間の接続インフラの改善は都市化及び既存の移住傾向を促進する原動力となるだろう。また、経済センター地域及び衛星都市 (Thu Duc と Binh Duong) の設立はホーチミン市への人口圧力を軽減している。

| Dự án | Tổng vốn đầu tư (VND bn) | Dự kiến khởi công | Dự kiến hoàn thành |
|---|--------------------------|-------------------|--------------------|
| Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên) | 43,757 | 2012 | Q4/2021 |
| Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương) | 47,800 | 2021 | 2026 |
| Cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành | 24,150 | | 2021-25 |
| Cao tốc HCM - Mộc Bài | 10,668 | 2021 | 2026 |
| Đường song song cho tuyến đường 50 | 3,816 | | 2021-25 |
| Vành đai 2 (HCM) | 6,500 | | 2021-25 |
| Vành đai 3 (HCM) | 19,871 | | 2022-25 |
| Dự án Nạo vét Soài Rạp (Giai đoạn 2) | 8,977 | | 2021-25 |
| Dự án cải thiện môi trường nước (Giai đoạn 2) | 11,282 | 2015 | 2021 |
| Sân bay quốc tế Long Thành | 114,451 | 2021 | 2025 |
| 11 dự án khác thuộc dự án Cao tốc Bắc - Nam | 101,218 | 2020 | 2021-25 |

ソース: BSC

2021年～2025年は多くの案件の引き渡しのおかげで収入を計上する時期

BSC は AGG が 2021 年以降案件 11 件の利益を計上し始めると認識しております。これは利益成長率を維持し、2021 年～2024 年期間における年間平均成長率 (CAGR) が 23.5% となると予測されている。2021 年には、The Song、Sky 89 などの主要な引き渡し案件のおかげで、AGG の経営計画を達成する可能性が高い。

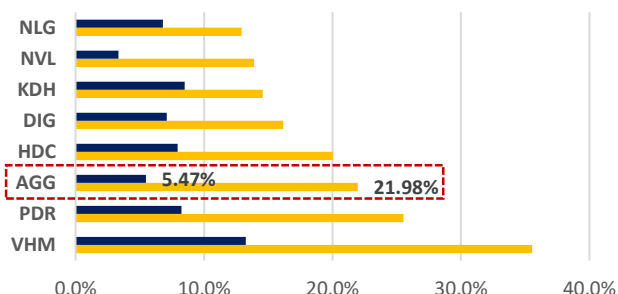
AGG の案件ポートフォリオ

| STT | 案件名 | 地位 | 保有率 | 規模 (ha) | 製品数量 (戸) | 引き渡し見込み時間 | 2020 年末までの入居率 |
|------------|------------------|--------------|------|---------|----------|-----------|---------------|
| 1 | River Panorama 1 | 7 区 | 100% | 4.48 | 483 | 2020 | 100.0% |
| 2 | River Panorama 2 | 7 区 | 100% | 4.48 | 494 | 2020 | 100.0% |
| 3 | West Gate Park | Binh Chanh 区 | 50% | 3.10 | 2,000 | 2023-2024 | 48.0% |
| 4 | The Standard | Binh Duong 省 | 50% | 6.94 | 374 | 2022 | 36.0% |
| 5 | The Sóng | Vung Tau 省 | 50% | 0.88 | 1,659 | 2021-2022 | 98.0% |
| 6 | Sky 89 | 7 区 | 50% | 6.13 | 380 | 2021 | 100.0% |
| 開発中 | | | | | | | |
| 7 | The A | 7 区 | 50% | 6.13 | 1,000 | 2024-2025 | N/A |
| 8 | BD 2.8 (The Gio) | Binh Duong 省 | 50% | 2.80 | 3,000 | 2024-2025 | N/A |
| 9 | BC27 | Binh Chanh 区 | 50% | 27.00 | 8,500 | 2026-2027 | N/A |
| 10 | D7 | 7 区 | 50% | 5.43 | 2,575 | 2026-2027 | N/A |
| 交渉中 | | | | | | | |
| 11 | BD 45 | Binh Duong 省 | 50% | 45.00 | 2,000 | 2023-2024 | N/A |

しかし、AGG のいくつかの案件が法的な問題に直面していることで、販売開始が計画より遅くなっている。

- **West Gate Park 案件:** 第 1 次段階で 760 戸が販売され、総新規案件の 48% を占めた。この案件の土地が土地入札から由来したことで、法的な問題が保証される。AGG は 2021 年第 3 四半期に法的な手続きを完全する見込みです。
- **BC 27 案件:** 補償を完了し、法的な手続きをしている。現在、最大の問題は運河を絡み合う土地の 7,000m² である。2021 年には、新政策が有効になることのおかげで、この問題が処理され、2022 年から販売を開始する

AGG の利益性効率は大手不動産企業トップにある。



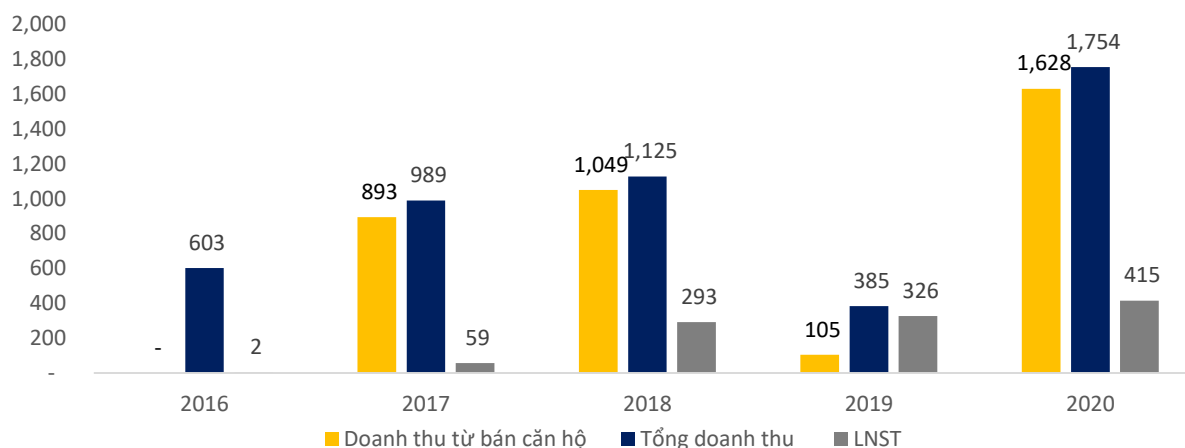
2020年には、AGGのROEとROAはそれぞれ、21.98%、5.47%だった。利益成功率が高い水準で留まったのは(1)販売スピード、(2)AGGが総資本金の20%を寄付したが、総利益の50%を受けられたことで、案件の資本金構成が有効だと評価される、(3)ブローカー及びマーケティングの平均利益が案件に当たり3%だった、(4)案件の原価が安定的な水準で維持したということから由来した。

2020年:資産運用による収益はAGGの利益に主に寄付する案件を再評価するから由来した。

2020年の売上高が前年比353.9%増となったのはRiver Panorama 1と2案件の引き渡しから由来した。しかし、新型コロナウイルス感染症の流行により、ブローカーサービス及びコンサルタントサービスからの収入が60.8%減となった。

しかし、資産運用による収益が急増し、前年比109.5%増の4,450億ドンに達し、税引前利益の93%を占めた。AGGの親会社税引後利益は同27%増の4,150億ドンに達した。資産運用による収益が急増したのは(1)Hoang An会社及びGia Khanh会社に投資額を再評価し、(2)Son Lam投資及び管理株式会社の株式を譲渡したことを通して、Phan Thiet案件を譲渡したことで、713億ドンを計上したということから由来した。

AGGの2020年利益が新型コロナウイルス感染症の流行及び引き渡し案件不足により影響された。(10億ドン)



ソース: FiinPro, BSC Research

| | 2019 | 2020 | % YoY |
|--------------------|------------|------------|-------|
| 収入 | 385 | 1,754 | 356% |
| アパート販売事業 | 105 | 1,629 | 1454% |
| サービス仲介及びコンサルティング事業 | 280 | 125 | -55% |
| 売上総利益 | 281 | 272 | -3% |
| <u>売上総利益率</u> | <u>73%</u> | <u>16%</u> | |
| 販売費及び一般管理費 | 134 | 217 | 62% |
| <u>販管費／売上高の比率</u> | <u>35%</u> | <u>12%</u> | |
| EBIT | 642 | 149 | -77% |
| 資産運用による収入 | 213 | 446 | 110% |
| 財務費用 | 40 | 65 | 61% |
| 関連会社からの損益 | 54 | (14) | -126% |
| 税引前利益 | 367 | 479 | 31% |
| 法人税 | 27 | 114 | |
| 税引後利益 | 333 | 445 | 33% |
| 少数株主持分 | 7 | 30 | |
| 親会社の税引後利益 | 326 | 415 | 27% |
| EPS(ドン) | 4,136 | 4,776 | |
| 売上総利益率 | 73% | 16% | |
| 純利益率 | 85% | 24% | |
| ROE | 25% | 24% | |

2021年第1四半期の収入及び利益はそれぞれ年間計画の9.5%、1%を達成した。利益を計上する時期は2021年第2四半期及び2021年第3四半期以後である。

| | 2020 年第1 四半期 | 2021 年第1 四半期 | 前年 同期 比(% YoY) | 備考 |
|------------------|--------------------|--------------------|-------------------------|---|
| 収入 | 43 | 343 | 700% | <ul style="list-style-type: none"> 2021年第1四半期には、不動産収入が3,000億ドンを計上したのはParanoma案件から由来した。仲介サービス及びマーケティング事業の収入が減少したのは新規案系の販売を開始しないことから由来した。2021年に、AGGはWestgate案件、The Standard案件及びBD 2.8案件の販売に集中する。 |
| アパート販売 | - | 330 | | |
| 仲介サービス及びマーケティング | 41 | 11 | -74% | |
| 他のサービス | 2 | 2 | -11% | |
| 売上総利益 | (2) | 1 | 291% | |
| <u>売上総利益率</u> | <u>53%</u> | <u>37%</u> | | |
| アパート販売 | | 41% | | |
| 仲介サービス及びマーケティング | 55% | 59% | | |
| 販売費及び一般管理費 | 21 | 76 | 268% | |
| <u>販管費／収入の比率</u> | <u>48.0%</u> | <u>22.1%</u> | | |
| 資産運用による収入 | 5.2 | 31.7 | | |
| 財務費用 | 9.1 | 57.8 | | |

| | | | | |
|-------|------|------|------|--|
| 税引後利益 | 0.74 | 5.41 | 636% | <ul style="list-style-type: none"> Paranoma 案件の販売費を計上したことで、販売費が前年同期比急増した。 |
| 純利益率 | 2% | 2% | | <ul style="list-style-type: none"> ディスカウントが減少したことで、財務費用が前年同期比急落した。 |

ソース: AGG, BSC Research

AGG はの 2021 年親会社税引後利益を前年比 20.6%増加すると計画している。定期株主総会は 2021 年業績計画を承認した。それによると、AGG は収入及を前年比 105.2%増の 3 兆 6,000 億ドン、税引後利益を 20.6%増の 5,000 億ドンと計画を設定した。利益原は主に The Song 案件(2021 年第 2 四半期)及び(2)Sky89 案件(2021 年第 3 四半期)の引き渡しから由来する。入居率が 90%以上に達すと共に、工事の進捗が保証することのおかげで、この計画が実行可能性が高いと評価されている。

既存株主への有償増資を割当比率 1 対 1 で実施し、株式配当を額面比 10%で実施する。それによると、株主総会は新株発行株式数の 9,100 万株で、既存株主への有償増資及び株式配当の計画を承認した。新株発行による総額は投資額を追加し、案件を実施し、新土地面積を拡大するためです。

投資リスク

- 不動産業界周期のリスク:** 不動産業界の健康は経済の健康に緊密につながる。その為に、経済の見通しに影響する新型コロナウイルス感染症の流行などの要素は不動産業界にマイナス影響する。さらに、不動産業界は直近の 1~2 年間に不動産供給源が厳しく管理されることなどの不動産業界に関する政策、法律または CONDOTEL、リゾート旅行に関する政策に直接に影響される。
- 案件の実施進捗に関するリスク:** 案件の実施進捗は(1)敷地解放補償の進捗、(2)法的な問題の処理、(3)資本金の実行進捗などの要素に影響される可能性がある。
- 法的手続きに関するリスク:** ホーチミン市で AGG の二つの土地面積が法的手続きを完了して持ち、2023 年~2024 年間に展開する予定です。この土地面積に関する法的手続きが 2022 年から処理されると期待されている。

財務の分析

AGG のバランスシート

| バランスシート(10 億ドン) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 現金及び現金相当 | 163 | 285 | 331 | 138 | 519 |
| 短期投資 | 2 | 1 | 451 | 140 | 109 |
| 短期未収金 | 335 | 1,095 | 948 | 1,307 | 1,878 |
| 棚卸資産 | 1,072 | 674 | 53 | 2,611 | 5,734 |
| その他流動資産 | 279 | 52 | 27 | 488 | 777 |
| 流動資産 | 1,851 | 2,107 | 1,810 | 4,685 | 9,016 |
| 有形資産 | 16 | 15 | 13 | 19 | 45 |
| 原価償却 | (3) | (5) | (6) | (8) | (8) |
| 建設中非流動資産 | 0 | 6 | 6 | 3 | - |
| 長期投資 | - | 17 | 45 | 45 | 44 |
| 他の非流動資産 | 403 | 312 | 423 | 655 | 656 |
| 非流動資産 | 416 | 345 | 481 | 714 | 737 |
| 総資産 | 2,267 | 2,452 | 2,291 | 5,399 | 9,753 |
| 買掛金 | 1,319 | 971 | 514 | 1,898 | 3,717 |
| 短期借入 | 309 | 185 | 255 | 262 | 509 |
| 他の短期借入 | 406 | 955 | 552 | 829 | 234 |
| 短期借入総額 | 2,034 | 2,111 | 1,321 | 2,990 | 4,461 |
| 長期借入 | 193 | 145 | 107 | 808 | 1,974 |
| 他の長期借入 | 0 | 7 | 23 | 148 | 998 |
| 長期借入 | 193 | 152 | 130 | 956 | 2,972 |
| 負債総額 | 2,227 | 2,263 | 1,452 | 3,945 | 7,433 |
| 出資金 | 100 | 105 | 450 | 750 | 825 |
| 株式会社化による資本剰余金 | - | 40 | 71 | 180 | 180 |
| 未処分利益 | (31) | 28 | 278 | 364 | 704 |
| 他の株主資本 | - | - | - | - | 40 |
| 少数株主持分 | (28) | 16 | 40 | 159 | 613 |
| 株主資本総額 | 41 | 189 | 839 | 1,453 | 2,362 |
| 総資本 | 2,267 | 2,452 | 2,291 | 5,399 | 9,795 |
| 流行中株数 | 10 | 11 | 45 | 75 | 82 |

ソース: BSC Research 総合

資産

資産構成には、流動資産は総資産の約 92%を占めている。2020年12月31日の時点で、AGGの総資産は前年比 81%増の 9 兆 7,530 億ドンに達した。この成長は The Song

案件及び The GateWay 案件の保有率を引き上げた後、在庫量が前年比 120%増となったことから由来した。在庫量は AGG の総資産の 63.6%を占めている。

現金及び現金相当は 2019 年末に比べて 275%増の 5,190 億ドンに達した。そのうち、現金が前年比 3.88%増の 4,298 億 5,000 万ドン、現金及び現金相当の 82.9%を占めた。

売掛金が前年比 44%増となり、総資産の 20.8%を占めた。そのうち、注意べきのは(1)短期未収金が前年比 50%増の 7,180 億ドンに達したのは他のローンから由来する、(2)他短期未収金が前年比 29%増の 7,610 億ドンに達したのは土地面積を開発する為に、Nam Phuong 開発管理株式会社及び Le Gia 不動産投資株式会社と結ぶ契約の手付け金から由来したということです。

| 指数(%) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 支払能力 | | | | |
| 流動比率 | 1.4 | 1.6 | 2.0 | 1.8 |
| 当座比率 | 1.3 | 0.7 | 0.7 | 1.0 |
| 資本構成 | | | | |
| 負債比率/総資産 | 13% | 16% | 20% | 25% |
| 負債比率/株主資本 | 190% | 45% | 83% | 145% |
| 稼働能力 | | | | |
| 棚卸資産回転期間 | 415 | 183 | 4,688 | 1,028 |
| 売掛金回収期間 | 264 | 331 | 1,070 | 331 |
| 買掛金回収期間 | N/A | N/A | 83 | 43 |
| 現金回転率 | N/A | N/A | 5,675 | 1,316 |
| 利益性 | | | | |
| 売上総利益率 | 22.4% | 35.7% | 73.0% | 15.5% |
| 税引後利益率 | 5.9% | 26.0% | 84.9% | 23.6% |
| ROE | 33.8% | 36.6% | 25.2% | 24.3% |
| ROA | 2.4% | 12.8% | 6.1% | 4.3% |
| 評価 | | | | |
| PE | 7.2 | 6.2 | 9.2 | 8.0 |
| PB | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 1.9 |
| 成長率(前年同期比) | | | | |
| 売上高 | 64.1% | 13.8% | -65.8% | 355.9% |
| EBIT | -945.6% | 102.6% | -49.0% | -62.4% |

| | | | | |
|-------|---------|--------|--------|-------|
| 税引前利益 | -835.0% | 426.8% | -47.8% | 30.6% |
| EPS | 3496.6% | 16.9% | -33.1% | 15.5% |

- **支払い目標:** AGG の支払い目標は 2017 年～2020 年期間における安全な水準で留まった。2020 年 12 月 31 日の時点での流動比率は 2.0 倍であり、AGG が流動資で買掛金を補うことができると示した。しかし、当座比率及び流動比率が 0.8 倍で、主に土地面積を開発する為の貸付及び保証金取引である。
- **資本構成:** 長期借入が総資産の 20%を占めている。2020 年には、土地面積を拡大する為に、AGG が借入額を増加させた。負債比率/株主資本の比率が 145%で、不動産業界の平均水準(67.3%)より高かった。しかし、2021 年と 2022 年に引き渡される案件からのキャッシュフローのおかげで、負債比率/株主資本の比率が 2021 年から低下する期待されている。

業績予測

BSC の評価によると、現在の案件ポートフォリオで、AGG は(1)2021 年と 2022 年の不動産事業の利益成長率及び(2)新型コロナウイルス感染症後不動産サービス事業の回復を維持することができる。2023 年～2025 年期間における事業見通しは BC27、The Singial、D7 などの重要な案件の法的な手続きの完成進捗に存在するだろう。しかし、AGG は Binh Duong、Long An での土地面積を追加購入する為に交渉している。

BSC は 2021 年には、親会社の収入を前年比 117%増の 3 兆 8,130 億ドン、税引後利益を同 25%増の 5,190 億ドン、EPS を 5,974VND/株、PEfW を 7.9x と予測しております。収入は主に(1)The Song 案件、(2)River Panaroma 案件、(3)Sky89 案件から由来する。

| 単位: 10 億ドン | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 収入 | 989 | 1,125 | 385 | 1,754 | 3,813 | 4,357 |
| 前年比 | 64% | 14% | -66% | 356% | 117% | 14% |
| 売上原価 | 768 | 724 | 104 | 1,482 | 2,611 | 2,853 |
| 売上総利益 | 221 | 401 | 281 | 272 | 1,201 | 1,504 |
| 販売費用 | 48 | 49 | 6 | 130 | 191 | 174 |
| 一般的な管理費用 | 31 | 64 | 128 | 87 | 114 | 131 |
| EBIT | 142.2 | 1,013 | 642 | 149 | 433 | 433 |
| 金融活動収益 | 17.5 | 53.7 | 212.7 | 445.5 | 141.7 | 185.5 |
| 財務費用 | 22.0 | 27.3 | 40.0 | 64.5 | 73.8 | 68.3 |
| 関連会社からの損益 | (1) | (0) | 54 | (14) | - | - |
| 税引前利益 | 133 | 702 | 367 | 479 | 964 | 1,316 |
| 法人税 | 10 | 159 | 27 | 114 | 154 | 211 |
| 税引後利益 | 103 | 566 | 333 | 445 | 810 | 1,106 |
| 少数株主持分 | 44 | 273 | 7 | 30 | 291 | 452 |

| | | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 親会社の税引後利益 | 59 | 293 | 326 | 415 | 519 | 654 |
| 前年比 | 3686% | 400% | 12% | 27% | 25% | 26% |
| EPS (ドン) | 5,285 | 6,178 | 4,136 | 4,776 | 5,974 | 7,535 |
| 売上総利益率 | 22% | 36% | 73% | 16% | 32% | 35% |
| 純利益率 | 6% | 26% | 85% | 24% | 14% | 15% |
| ROE | 34% | 37% | 25% | 24% | 23% | 23% |

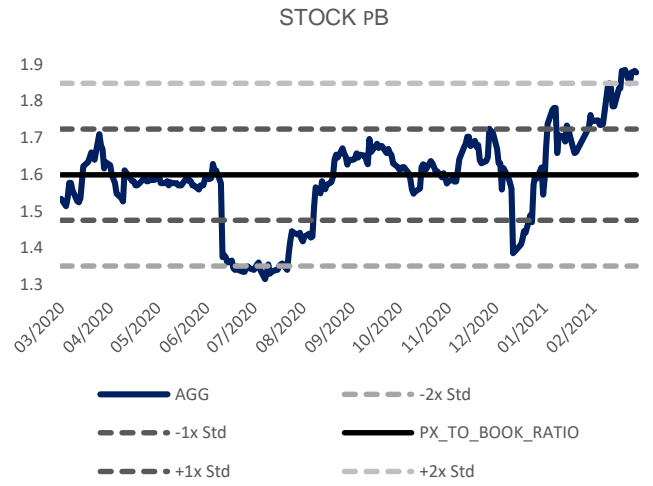
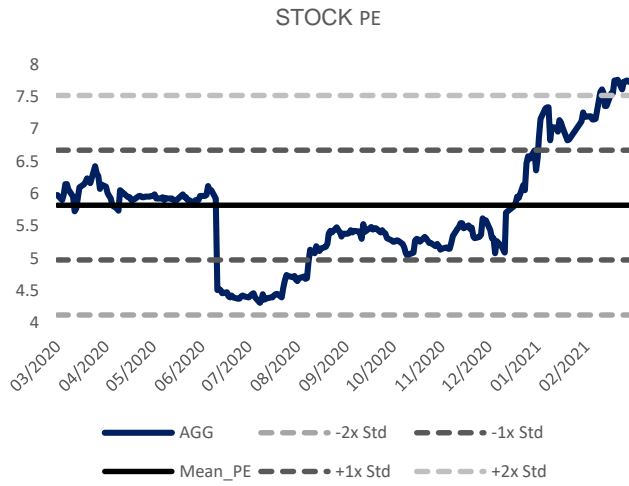
ソース: BSC Research

評価

BSC は RNAV 方法に基づく AGG 株の理論株価を 2021 年 5 月 17 日の終値比 32%増の 6 万 2,100VND/株と評価し、AGG の投資評価を「買い」と推奨しております。

- 案件評価リストに BD27 及び BD45 案件を追加する。
- 不動産市場が回復し、ホーチミンで法的な問題を処理する進捗が 2022 年から促進される。
- 加重平均資本コスト(WACC)が 11%である。

| Định giá | | | | |
|----------------------------------|-------------|--------------|--------------|---------------|
| Tỷ Đồng | Phương pháp | Tổng giá trị | Tỷ lệ sở hữu | AGG |
| Bất Động Sản | | | | 6,162 |
| River Panaroma | DCF | 223 | 50% | 111 |
| Sky89 | DCF | 198 | 100% | 198 |
| The Sóng | DCF | 191 | 50% | 96 |
| The Standard | DCF | 886 | 50% | 443 |
| WestGate | DCF | 1,924 | 50% | 963 |
| The A | DCF | 337 | 50% | 169 |
| BD 2.8 | DCF | 1,708 | 50% | 855 |
| BC27 | DCF | 2,411 | 50% | 1,205 |
| D7 | DCF | 2,204 | 50% | 1,102 |
| BD45 | DCF | 2,041 | 50% | 1,020 |
| (+) Tài sản | | 1,232 | | 1,232 |
| (-) Nợ vay | | 2,261 | | 2,261 |
| Tổng giá trị đánh giá lại | | | | 5,133 |
| Tổng số lượng cổ phiếu | | | | 82,750,677 |
| Giá ngày 17/05/2021 | | | | 47,000 |
| Chiết khấu | | | | 0% |
| Giá trị hợp lý | | | | 62,100 |
| Tiềm năng tăng trưởng | | | | 32% |
| WACC | | | | 11.00% |



付録

| 業績(10億ドン) | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 売上高 | 385 | 1,754 | 3,813 | 4,357 |
| 売上原価 | 104 | 1,482 | 2,611 | 2,853 |
| 売上総利益 | 281 | 272 | 1,201 | 1,504 |
| 販売費用 | (6) | (130) | (191) | (174) |
| 企業管理費用 | (128) | (87) | (114) | (131) |
| 営業利益/損失 | 147 | 55 | 896 | 1,199 |
| 金融活動収益 | 213 | 446 | 142 | 186 |
| 金融活動費用 | (40) | (65) | (74) | (69) |
| 借入費用 | (38) | (50) | (66) | (61) |
| 合併・関連会社関連収益 | 54 | (14) | - | - |
| 他の収益 | (7) | 57 | - | - |
| 税引前利益 | 367 | 479 | 964 | 1,316 |
| 法人税額 | (34) | (34) | (154) | (211) |
| 税引後利益 | 333 | 445 | 810 | 1,105 |
| 少数株主持分 | 7 | 30 | 291 | 452 |
| 少数株主利益等控除利益 | 326 | 415 | 519 | 654 |
| EBITDA | 150 | 59 | 915 | 1,222 |
| EPS | 4,136 | 4,776 | 5,974 | 7,529 |

| バランスシート(10億ドン) | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|----------------|-------|-------|--------|--------|
| 現金及び現金相当 | 131 | 512 | 361 | 434 |
| 短期投資 | 326 | 415 | 519 | 654 |
| 短期未収金 | 1,307 | 1,878 | 2,089 | 2,387 |
| 棚卸資産 | 2,611 | 5,734 | 5,800 | 6,000 |
| その他流動資産 | 488 | 777 | 1,690 | 1,931 |
| 流動資産 | 4,678 | 9,009 | 10,049 | 10,861 |
| 有形資産 | 11 | 37 | 107 | 184 |
| 原価償却 | 352 | 1,292 | 1,802 | 2,115 |
| 建設中非流動資産 | 3 | - | - | - |
| 長期投資 | 584 | 327 | 327 | 327 |
| 他の非流動資産 | 34 | 46 | 337 | 385 |
| 非流動資産 | 714 | 737 | 1,097 | 1,223 |
| 総資産 | 5,392 | 9,746 | 11,146 | 12,084 |
| 買掛金 | 466 | 842 | 380 | 434 |
| 短期借入 | 262 | 509 | 712 | 771 |
| 他の短期借入 | 2,261 | 3,109 | 4,439 | 4,849 |
| 短期借入総額 | 2,990 | 4,461 | 5,531 | 6,054 |
| 長期借入 | 808 | 1,974 | 1,785 | 1,546 |

| キャッシュフロー会計(10億ドン) | 2019 |
|-------------------|---------|
| 税引後利益 | 326 |
| 原価償却及び割当て | 3 |
| 流動資本変更 | (16) |
| 他の修正 | 124 |
| 営業活動からキャッシュフロー | (16) |
| 固定資産購入額 | (11) |
| 他の投資額 | (1,148) |
| 投資活動からキャッシュフロー | (87) |
| 配当金 | (286) |
| 借入から金額 | 19 |
| 他の未収金 | 176 |
| 金融活動からキャッシュフロー | (91) |
| 初期キャッシュフロー | 324 |
| 中期キャッシュフロー | (193) |
| 最後期キャッシュフロー | 131 |

| 指数(%) | 2019 |
|-------|------|
| 支払能力 | |
| 流動比率 | 1.6 |
| 当座比率 | 0.7 |

| 資本構成 | |
|-----------|-----|
| 負債比率/総資産 | 16% |
| 負債比率/株主資本 | 45% |

| 稼働能力 | |
|----------|------|
| 棚卸資産回転期間 | 183 |
| 売掛金回収期間 | 331 |
| 買掛金回収期間 | -209 |
| 現金回転率 | 724 |

| 利益性 | |
|--------|-------|
| 売上総利益率 | 35.7% |
| 税引後利益率 | 26.0% |
| ROE | 36.6% |

| | | | | |
|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 他の長期借入 | 148 | 998 | 998 | 998 |
| 長期借入 | 956 | 2,972 | 2,783 | 2,544 |
| 負債総額 | 3,945 | 7,433 | 8,314 | 8,598 |
| 出資金 | 750 | 825 | 825 | 825 |
| 株式会社化による資本剰余金 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 未処分利益 | 364 | 704 | 1,223 | 1,877 |
| 他の株主資本 | - | - | - | - |
| 少数株主持分 | 159 | 613 | 613 | 613 |
| 株主資本総額 | 1,294 | 1,707 | 2,226 | 2,880 |
| 総資本 | 5,399 | 9,753 | 11,153 | 12,091 |
| 流行中株数 | 75 | 82 | 82 | 82 |

| | |
|-----------|-------|
| ROA | 12.8% |
| 評価 | |
| PE | 7.3 |
| PB | 2.7 |

| | |
|-------------------|--------------|
| 成長率(前年同期比) | |
| 売上高 | 13.8% |
| 税引後利益 | 102.6% |
| 税引前利益 | 426.8% |
| 成長率(前年同期比) | 16.9% |

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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Ti
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>