



取引チャート



投資アドバイス

投資観点	買い
期待株価	25,307
市場株価 (2015年10月30日)	23,500
1ヶ月の見通し	増
3ヶ月の見通し	増
6ヶ月の見通し	増

取引情報

流行株式数(100万株)	99.042
時価総額(10億ドン)	2,327
帳簿価額(10億ドン)	1,799
外国人保有率(%)	11.2%
現在株価 (2015年10月30日)	23,500
10日間の平均売買高 (株)	107,647
52週間の安値	18,600
52週間の高値	28,300
直近7日間の増減率	+6.33%
直近1ヶ月の増減率	+16.34%

アナリスト

Le Thi Trang

Email: tranglt@bsc.com.vn

Tel: + 84.39352722

投資ハイライト

我々はNAVの評価方法に基づき、SJS株を2015年10月30日の終値比8増の12ヶ月目標価格2万5,307ドンで購入するとお勧めする。SJSはハノイ市及び北部地方における1,200ヘクタールの土地収用済土地を所有している。不動産案件の吸収速度はポジティブであり、売上高が2016年に計上される。

事業再編成の活動が積極的な結果をもたらす。

- ① 主要な案件であるナム・アン・カイン案件への投資及び販売活動に注目する。
- ② 借入金を再編し、返済期間を1~2年間延長し、平均貸付金利を16%から11%に低下させる。
- ③ 効果のない金融投資活動を中止する。
- ④ 子会社及び関連会社を解散し、業種を変更し、活動方向を再設定する。

同社の製品は特別な競争優位を持っている。

- ① 各案件は良い場所に位置している。
- ② 補償施設及び土地利用費用の支払いは数年前に行われたため、販売価格は同地域における中高級セグメントの製品に比べ競争力が高い。
- ③ 各案件は多様なデザインがあるため、多くの異なる顧客に適する。

ナムアンカイン都市区案件は現在、同社の重要な案件であり、売上高が2016年に計上される。2015年年初9ヶ月間では、同社が二次投資家へナムアンカイン案件のA区の3ヘクタールを譲渡し、4,600億ドンの売上高を計上した。同社は2015年第4四半期に二次投資家への譲渡契約を署名し続け、2015年第4四半期と2016年初に売上高を計上する予定だ。小売部門は、2015年年初6ヶ月間でテラスハウスや別荘の約100戸の販売に成功した。同社は2015年最後2ヶ月で2ヘクタールを販売し続け、2016年末に売上高を計上する見通しだ。

2015年の業績。2015年年初9ヶ月の売上高は前年同期比453%増の4,700億ドン、税引後利益が同の3倍の800億ドンに達した。我々は同社が第4四半期に二次譲渡契約による売上高を計上した場合、2015年通年の税引前利益が2,700億ドン、2015年のEPSが2,096ドンに達する可能性がある。SJSの価値はナムアンカイン都市区案件における地価の見通しに大きく依存していると思っている。また、同社の主なリスクは金貸付残高が高く、常に総資産の3分の2を占めているが、現金及び高い流動性の短期資産がかなり低い。

財務指標	2011	2012	2013	2014
売上高(10億ドン)	143	51	631	1226
前年比加減率		(64%)	1,137%	94%
総資産(10億ドン)	5,196	5,513	5,607	5,420
株主資本(10億ドン)	1,867	1,560	1,629	1,766
資本金(10億ドン)	1,000	1,000	1,000	1,000
平均流行株式数(100万株)	99	99	99	99
税引後利益(10億ドン)	(88)	(305)	71	156
前年比加減率				120%

末期の EPS(ドン/株)	(917)	(3,057)	708	1,579
帳簿価額(ドン/株)	18,859	18,675	15,597	16,288
売上総利益率	20%	(291%)	41%	27%
ROS	(62%)	(601%)	11%	11%
ROE	(5%)	(20%)	4%	8%
ROA	(2%)	(6%)	(1%)	3%

企業概要

基本情報

社名	ソンダ都市投資開発株式会社
会社名 (ベトナム語)	CONG TY CO PHAN DAU TU PHAT TRIEU DO THI VA KHU CONG NGHIEP SONG DA
略称	スディコ(Sudico)
住所	Sudico Building, Me Tri St., My Dinh, Nam Tu Liem, Ha Noi
Tel	(84.4)3768 4503 - 3768 4504 - 3768 4505
Fax	(84.4)3768 4029
URL	http://www.sudicosd.com.vn
資本金	1,000,000,000 VND
事業	不動産経営、不動産サービス プロジェクトのコンサルティング・設計・計画 立案
主な事業	不動産経営、不動産サービス プロジェクトのコンサルティング・設計・計画 立案

沿革

年度	内容
2001年9月12日	設立され、国営企業やソンダグループの傘下企業
2003年7月8日	株式会社へ改組
2006年7月6日	HSXへ上場、銘柄コードがSJS、流動株式数が500万株
2006年	ミーディン、メーチー都市区を発売した。
2013年3月	ナムアンカイン案件の小売を開始した。

増資の変遷(10億ドン)

No.	子会社	保有率
1	タンロンスディコ有限公司	99.97%
2	中部スディコ株式会社	100%
3	南部スディコ株式会社	100%
4	ティンスアンスディコ有限公司	100%
5	クアンニンスディコ株式会社	51%
6	スディコ建設資材投資開発株式会社	51%
7	ホアビンスディコ株式会社	65%
8	スディコサービス株式会社	51%

(ソース:SJS、BSC)

株主構成(2014年12月31日時点)

No.	株主	保有株式数	保有率
1	国内	89,607,228	89.60%
	個人	49,241,394	49.23%
	法人	40,365,834	40.37%
2	海外	10,392,772	10.40%
	個人	1,866,725	1.87%
	法人	8,526,047	8.53%
	合計	100,000,000	100%

(ソース:SJS、BSC)

5%以上を保有する株主(2015年6月30日時点)

No.	株主	保有株式数	保有率
1	ソンダ総公社	36,300,750	36.30%

時点	資本金	方式			
2006年7月	50	新株発行	3	Deutsche Bank AG London + Deutsche Bank AG	9,557,610 9.65%
2007年1月	200	既存株主への新株発行			
2007年8月	400	既存株主への新株発行	4	Market Vectors ETF Trust - MarketVectors - Vietnam ETF + Wareham Group Limited	8,860,560 8.94%
2009年12月	1000	既存株主への新株発行			
				合計	54,718,920 54.89%

No.	関連会社	保有率
1	中部ソダ都市投資開発株式会社	47.5%
2	ITC タンロン株式会社	30%
3	スディココンサルティング株式会社	29.3%
4	スディコ建設株式会社	26%
5	フックソン光レンガ株式会社	22.5%

- SJS はタンロンハイウェイ、クアンチュン・ハードンハイウェイなどの交通便利な場所における 1,200 ヘクタールの土地収用済土地を所有している。
- 同社の経営戦略は中高級セグメントに注目したのであり、負債比率が高かったため、ベトナム不動産市場は 2011 年～2012 年に低迷した時、同社が困難に陥った。同社は強く再編成した後、2013 年～現在までの売上高及び利益が強く成長した。

コア事業

SJS の主な事業はハノイ市や北部地方におけるリゾート、都市区、住宅地区及びエコツーリズムへの投資開発である。同社が向けている製品セグメントは中高級セグメントである。同社のいくつかの大規模案件はナムアンカイン都市区、B 区の拡張、バンラー・バンケー住宅地区、メーディン・メーチー都市区、ティエンズアン都市区などである。

SJS の新規案件及び展開中の案件

No.	案件	場所	規模 (ha)	推定投資 総額 (10 億ドン)	状況	計画
1	ナムアンカイン都市区、拡張案件	ハノイ市、ホアイドウック、アンカイン村	234.3	6,000	A 区は 30 ヘクタール以上の経営用土地が残っている。B 区は土地使用料を確認している。	2018 年までに A 区を発売し、小売価格が 1,700 万ドン～2,200 万ドン/m ² 、卸売価格が 1,530 万/m ² 。B 区を 2017 年～2018 年までに発売する。
2	バンラー・バンケー住宅地区	ハノイ市、ハドン区、バンケー村	12	1,300	12ha の土地収用済土地、基面整正中	敷地、アパートを 2016 年から発売する。
3	ティエンズアン都市区	ハノイ市、タックタット区	1,115	20,000	補償済、土地利用料を支払った。	提携パートナーを検索している。
4	ホアハイ都市区	ダナン市、ホアハイ	12	n/a	補償済、土地利用料を支払った。	2016 年から発売する。
5	ソダホテル	ハロン市、バイチャイ、イエングアヒル	2	172	周りの別荘の建設が完了した。	ホテルを建設するためのパートナーを検索している。
6	ソダ・ゴックブンエコツーリズム	クアンニン省、バンドン郡、ゴックブン村	39	248	完成し、貸別荘コテージの 6～7 区での経営を開始した。	貸別荘コテージの残り 2 区を完了し、経営を継続する。

7	SMP スディコ住宅地区	ホーチミン市、9 区、ロンチュオン町	18.8	N/A	N/A	2016 年に譲渡する、或いは資金を回収する。
8	その他	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A



①ナムアンカイン都市区及び拡大地区案件

ナムアンカイン都市区及び拡大 B 区は SJS の主要な案件の一つであり、ハノイ市の西方にある。ナムアンカイン案件による売上高は同社の 2013 年からほぼ全体の総売上高を占めている。同案件の目標顧客は高い収入がある人だ。

同案件の面積は 288.8 ヘクタール、A 区が 189.7 ヘクタール、B 区が 44.6 ヘクタール、2004 年から建設を許可された。A 区は 33.6 ヘクタールのマンション・サービス施設(マンション、スポーツセンター、商業センター、オフィス、公共施設など)、103.7 ヘクタールの大きな湖、51 ヘクタールの小さな湖、別荘の約 1,800 戸がある。同案件は 3 万 5,000 人以上の需要を満たす見通しだ。



(Nguồn: Sudico)

ナムアンカイン都市区における販売活動

同案件の二つの主要な事業形態は別荘やテラスハウスの小売、二次投資家への卸売である。同社はナムアンカイン案件を 2018 年までに販売する予定だ。A 区は 30 ヘクタールの事業用地が残っている。B 区は補償が完了し、土地使用料を確定されている。

- 卸売はナムアンカイン案件での事業形態である。同社は 2013 年前に約 49 ヘクタールを譲渡した。2014 年にはテックコムデベロッパープロジェクト開発株式会社(TECHCOMDEVELOPER)へ約 9 ヘクタールを販売し、1 兆 2,180 億ドンを取得した。同社は 2015 年年初 9 月に 3 ヘクタールを販売し、4,600 億ドンを取得した。また、2015 年第 4 四半期には、同社が二次投資家へいくつかの契約の譲渡手続きを完了した。
- 小売活動は強くないが、改善されている。2013 年 3 月に発売した以来、2013 年

に約 80 戸、2014 年に 50 戸、2015 年上半期に 100 戸を売却できた。2015 年 10 月末における発売で価格の 5%~10%を値上げるための技術インフラの構築に投資するために、小売活動は 2015 年 6 月から停止されている。同社は 2015 年第 4 四半期に追加の 2 ヘクタール(約 60 戸)を発売する予定。

ナムアンカイン案件についての評価及び将来の見通し。

強み

- 同案件は良好なロケーションに位置している。ナムアンカイン都市区はハノイの西側にあり、インフラ整備が比較的完全された。ナムアンカイン都市区の周りにはバオソンパラダイス、ドンモゴルフ場、スオイハイなどの遊園地、バクアンカイン都市区、ゲレシムコ都市区、バオソンパラダイス別荘区がある。
- 別荘地の販売価格は同地域の都市区に比べ安いである。理由の一つは、SJS が早く土地収用作業の実施、課税の支払いを完了したためだった。ナムアンカイン都市区での別荘地の販売価格は現在、1,700 万~2,200 万ドン/m² であり、ゲレシムコ都市区での販売価格は 3,500 万~4,000 万ドン/m²、バクアンカイン都市区での価格は 4,000 万~4,500 万ドン/m² である。

弱み

- 1 戸当たり平均価格は周辺の都市区より低くない。1 平方メートル当たり平均価格は低い、ナムアンカイン都市区内の別荘の面積が非常に大きい。具体的には、1 戸の平均面積が 300m²、同地域内の別荘が約 200m² である。そのため、ナムアンカイン都市区内の別荘を購入するために、購入者は約 60 億ドンを支払わなければならない、同地域内の別荘に相当する。このことは同案件の安い土地価格という強みを低減させ、購入者数がほとんど増加しない。
- インフラ整備は未完成。2015 年 9 月末には、同案件のインフラ整備がまだ完了してなく、購入者がまだ入居しなかった。一方、ゲレシムコ都市区やバオソンパラダイス別荘区内の別荘の建設は完成し、入居した人がいる別荘が 15%~20%だった。
- 同案件の建設進捗状況は非常に遅い。購入者がすぐに入居できるためのインフラ整備の完成目標は 2015 年に達成しない可能性がある。
- ナムアンカイン都市区への移行は不便。
- 都市区の周辺に所有証明書がある土地との競争力が高い。周辺の土地の価格は 700 万~1,000 万ドン/m²、2014 年の価格(1,000 万~1,300 万ドン/m²)に比べわずかに減少した。この地区は技術インフラが完成され、ナムアンカインとの競争力のある土地供給源である。

見通し: 全体的には、ナムアンカイン案件は良い位置、競争力のある価格があるため、潜在的な案件である。収益をもたらす主な活動は二次投資家への土地譲渡であるまま。小売活動は多く変化せず、販売価格を 5%~10%引上げる計画が難しい。

②バンラー・バンケー住宅地区

同案件は 2016 年から展開される予定。同社は 2013 年に建設計画を高級区分から一般区分に調整した。

同案件の面積は 12 ヘクタールであり、詳細な計画を設定しており、経営土地が 5~6 ヘクタールであると予想されている。同社は以前に 3,680 億ドンの土地税金の支払を完了し、土地収用を実施している。同案件の製品は主に土地、別荘、テラスハウス、マ

ンションである。同社は 2015 年にマンションの建設を開始する予定。2016 年年初に発売するため、同社は銀行から約 300 億ドンの借入手続きを行っている。

バンラー・バンケー住宅地区についての評価

強み

- **同案件は良好なロケーションに位置している。**同案件はハドン区を中心に位置し、2020 年までの都市計画にある。また、バンフー都市区の隣にあり、メトロショッピングセンターとハドン区の行政中心地に隣接している。
- **販売価格は同地域における他の都市区の販売価格よりも低い見通し。**バンフー都市区平均販売価格は 4,000 万ドン~6,000 万ドン/m² である。バンラー・バンケー住宅地区は数年前に納税を完了し、低所得の買い手に合うため、価格が低いと推定されている。
- **周辺地域のインフラを活用できる。**同案件は小さな面積(12 ヘクタール)があり、完全な技術インフラストラクチャと公共施設があるバンフー都市区の隣に位置している。同案件はハドン区におけるエンターテインメントモール、病院、学校、などの近くにある。そのため、買い手はこれらの施設を利用できる。周辺地区には居留民が大勢住んでおり、面積が大きすぎないため、買い手がすぐに入居できる。



弱み

- **案件の進捗が遅い。**2015 年 9 月末の調査によると、同案件がまだ地盤処理中である。同社は施工活動を強化しない場合、インフラの完成、マンションの建設、2016 年の初めに発売できる可能性が低い。

見通し:バンラー・バンケー住宅地区は便利なロケーションに位置しており、売却価格も周辺の都市区より低くなると予測されているため、見通しがポジティブである。しかし、施工進捗は遅いため、2016 年の初めに発売できる可能性が低く、2016 年の売上高に影響を与える。



ソース: SJS

③ティエンスアン都市区

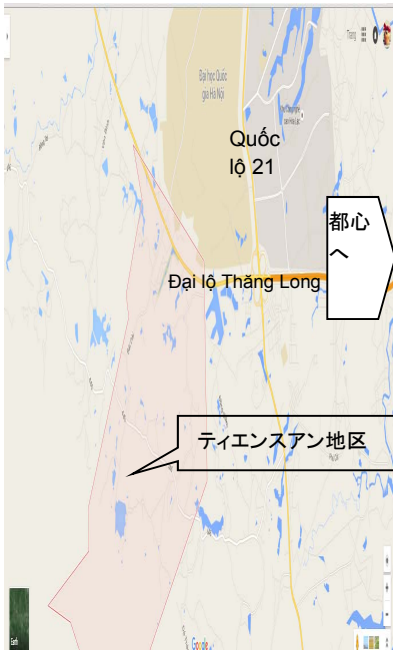
ティエンスアン都市区は同社の長期的な案件である。都心からの距離は約 35 キロ。

同都市区は面積が 1,400 ヘクタール、総投資額が 20 兆ドン、ティエンスアン村・タックタット郡・ハノイ市に位置している。同案件は遊園地、別荘区、複合都市区、高級マンションを含む。

同案件は 2007 年~2016 年の期間に施工される予定だが、同社は主要な案件に焦点を当てるために、同案件を一時的に停止している。同社は補償金及び土地使用料の支払いを完了し、詳細な計画を行っている。また、同案件を他の案件と一緒に実行するために、同社は外国のパートナーを検索している。

同案件についての評価

- **強み:**同案件はホアラックハイテクパークのマスター計画だけではなく、同地域のキーの計画にあり、自然の風景が非常に美しい。土地利用費及び補償金の支払いが事前に完了したのは同社が資本コストを削減する。
- **弱み:**必要な資金が 20 兆ドン、非常に大きい金額である。同社に収益を与える前に、案件展開期間がかなり長い。



④ホアハイ都市区

全国での不動産投資拡大の計画により、同社は同案件を 2010 年に受譲した。同案件は面積が 12 ヘクタール、ホテルやアパートや高級別荘を含めている。案件を開発した後、不動産市場が凍結したのはダナン市における土地価格を低下させた。その以降、同社は同案件を譲渡する予定だったが、適切なパートナーを見つけなかった。同社は 2012 年に同案件に対して 1,000 億ドンを貸倒引当金に繰入れ、2014 年に 700 億ドン以上を貸倒引当金に繰入れた。

同社の取締役は 2015 年に不動産市場が回復していると評価したため、譲渡しなく、2016 年に発売を行うと決定した。販売形式は土地小売及び二次投資家への土地利用権の譲渡である。同社は現在、詳細計画を設定している。

案件評価: 全国不動産市場と共にダナン市での不動産市場が回復すれば、同案件が収益をもたらせる。販売活動は良くなれば、以前の引当金が戻し入れされる。平均販売価格は約 900 万ドン~1,000 万ドン/m² であるが、現在の原価が約 780 万/m² となっている。

⑤ソンダ・ゴックブンエコツーリズム及びソンダホテル

同社は子会社であるハロンスディコを解散したときに、これらの 2 つの案件を取り下げられた。



ソンダ・ゴックブンエコツーリズム案件: 規模は 39 ヘクタール、クアンニン省ゴックブン村に位置している。同案件はミニホテル、リゾート、遊園地を含めている。現時点では、いくつかのリゾートの稼働を開始し、完全に完了されている。

ソンダホテル案件: 同案件はハロン市バイチャイ区イエングア丘に位置しており、面積が 2 ヘクタールである。同社の計画によると、同案件はハロン湾に面した 5 つ星ホテルと別荘区を含めているという。同案件は現在、周囲の別荘区を完了した。同社はホテルを建設するためにパートナーを検索している。

案件評価: これらの案件は北部の有名な観光地の一つであるハロン湾における良いロケーションに位置している。子会社より良い経験があるため、同社は直接にこれらの 2 つの案件を管理すれば、利益をもたらすと期待されている。

⑥ SMP スディコ住宅地区

SJS は南部市場へ経営活動を拡大するため、SPM 株式会社と協力し、2010 年から同案件へ 1,680 億ドンを投資して実施した。同案件はホーチミン市第 9 区ロンチュオンに位置しており、面積が 18.8 ヘクタールである。しかし、施工進捗は要求に満たせなかったため、SJS は 2015 年に譲渡または資金回収を計画しており、交渉が 2016 年の初めに完了される予定。

案件評価: 資金回収または他の投資家へ譲渡の能力性がポジティブである。南部における多くの不動産投資家が土地基金を拡大する需要があり、同案件が強く開発している地区である都市の東側に位置しているため、譲渡が成功する可能性が高い。



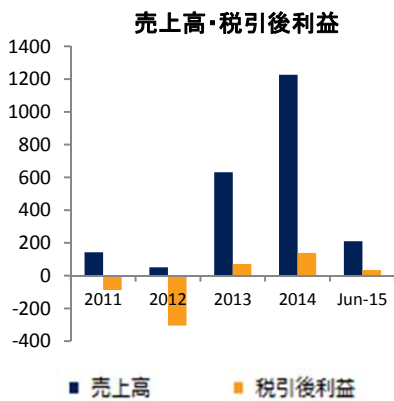
ソンダ・ゴックブンエコツーリズム

ソース: SJS



ソンダホテル(ハロン)

事業の再編成



ソース: SJS の財務諸表、BSC

困難な時期(2011年～2012年)

経営活動の業績。同社の 2011 年～2012 年までの業績は良くなかった。2011 年の売上高は 1,430 億ドンだけに達し、2012 年に 510 億ドンに減少した。2011 年と 2012 年の税引前利益はそれぞれ 930 億ドンと 3,030 億ドンの赤字となった。

原因は次の通り。

- 不動産市場は低迷したため、SJS のように中高級区分で稼働している企業の販売活動も低迷していた。
- 棚卸資産に対する引当金は大きい。2012 年の棚卸資産に対する引当金は 1,470 億ドンであり、その内、ホアハイ案件に対する引当金が 1,030 億ドン、レンガ工場案件が 440 億ドンとなった。
- 負債が大きく、多額の返済期限の到来する長期負債は元金や借入コストからの圧力を増加させた。2011 年の負債総額は 3 兆 3,290 億ドン、2012 年が総資産の 65%～70%を占めるの 3 兆 9,540 億ドンだった。その内、2011 年の短期負債は 1 兆 2,300 億ドン、2012 年が 5,080 億ドンであり、主に返済期限の到来する長期負債だった。
- 金融投資活動は効果的ではなかった。2011 年の長期金融投資総額は 6,030 億ドンだったが、2012 年に 5,600 億ドンに減少し、主な要因がこの活動の業績が赤字となったためだ。同社は 2011 年にこの投資に対して 260 億ドンを貸倒引当金に繰入れ、2012 年に 270 億ドンを貸倒引当金に繰入れた。

スティコ全体の再編成活動

- 運営方向を変える。前のように複数の案件への投資を広げる代わりに、ナムアンカイン及びナムアンカイン拡大案件などの利益を与える重要な案件で技術インフラへの建設投資に集中し、販売活動を強化する。
- 負債再編を実施する。負債返済圧力を減らすために、同社が各銀行と交渉し、返済期限の到来する負債及び債券を延長するためだ。同社は借入コストを 16%から約 11%に低減することも交渉した。
- 効果のない金融投資から資金を回収する。同社は 2013 年にカムラン・カタス

案件への 250 億ドンの投資資金を回収した。2014 年には、ベトナムアクチブ投資ファンドへの投資資金(147 億ドン)及びサオベト証券株式会社への資金(207 億ドン)を回収した。2015 年には、第 19 ソンダ会社への資金回収を行った。

- **スディコ全体の再編成。**各案件の管理に集中し、子会社や関連会社の活動方向を変更するためには、同社が 2013 年以降、スディコ建設資材投資開発株式会社、ハロンスディコ、中部スディコなどの子会社を解散したり、新たにクアンニンスディコ株式会社を設立したり、アンカインスディコ及び南部スディコを有限会社に改組した。

結果

不動産市場の回復と共にスディコ全体の再編成のおかげで、同社の 2013 年～2015 年上半期の業績が改善された。

- **売上高は主にナムアンカイン案件からの売上高が増加した。**2013 年の売上高は 6,310 億ドン、2014 年に 1 兆 2,260 億ドンに達し、主に卸売事業から来た。2015 年年初 9 ヶ月の売上高は 4,710 億ドンに達し、2014 年同期の 5.6 倍となった。
- **税引前利益も増加した。**2013 年の税引前利益は 750 億ドン、2014 年は前年比 156%増の 1,920 億ドン、2015 年年初 9 ヶ月は前年同期比 200%増の 495 億ドンに達した。

いくつかの注意点:

- **利益の一部は臨時活動からの利益だ。**2014 年の税引前利益は 1,920 億ドンであり、その内、ホアハイ案件の契約違反罰金が 50 億ドンだった。同社は 2015 年にハロンセメント案件への投資資金に対する引当金の 670 億ドンを税引前利益を戻し入れする予定だ。
- **棚卸資産に対する引当金は高いまま。**同社は 2014 年にダナン市におけるホアハイ案件に対して約 700 億ドンを追加繰入れた。
- **非中核事業への投資資金の回収は強化されていない。**金融投資ポートフォリオには約 19 社が残っており、簿価金額が約 4,100 億ドンである。原因は同社がまだ希望価格で販売できなく、同社の主要株主が政府株主であり、36.3%を占めている。

不動産業の見通し

不動産市場は安定的回復している。

- **成功した取引の比率は増加し、徐々に中高級のセグメントに移動しており、在庫が急激に低下した。**2015 年上半期には成功した取引が 1 万 4,000 回、その内、ハノイでの取引が前年同期の 2.5 倍、ホーチミン市での 2.8 倍になった。2015 年 5 月末時点での在庫は 2013 年に比べ 47.5%減少した。
- **各セグメントにおける販売価格は安定しており、便利な位置がある案件の価格は約 5%増加した。**
- **購入の需要は主に住居需要や投資需要である。**投機活動も出現したが、小さな比率を占めた。
- **不動産貸付は主に住居を目的として住宅を購入したい個人向け、安定的成長して**

いる。2015 年上半期の不動産貸付は 2014 年同期比 11%増であり、住居を目的として住宅を購入したい人をサポートする。住宅購入の貸付年利は初期段階で 7%~8%であり、後期段階で 10%~12%である。

- **法律のサポート。**2013 年土地法、2014 年住宅法及び 2014 年不動産経営法はより厳密な規制がある。注目すべきのは、住宅の保証、外国人がベトナムで住宅を所有すること、案件の一部を譲渡することなどに関する規定は不動産市場がより賑やかで健康になさせる。
- **不動産バブルの兆しはまだ出現していない。**在庫の急増、販売速度の急落、販売価格や金利の急増などの不動産バブルの兆しは現時点に出現していない。

ハノイ市における別荘やテラスハウス市場は 2015 年年初から回復の兆しが出現した。

- **別荘やテラスハウスの供給量は多い。**2015 年第 3 四半期時点での供給量は案件 114 件からの約 3 万 400 戸、前期比 1%増であり、前年同期比 3%増だった。2015 年第 4 四半期以降、都内の 17 区には別荘やテラスハウス建設案件 80 件がある。
- **インフラが完成した案件の価格は約 1%のわずかに上昇した。**カウザイ、トゥリエム、ホアイドゥック地区などにおけるインフラが完成されている案件の価格はわずかに上昇した。ザーラム、ロンビエン、タックタット、メーリン地区などにおける平均販売価格は 1%~2%減少した。別荘の平均二次価格は 4,870 万ドン/m²、テラスハウスが 6,100 万/m² である。
- **完全なインフラ及び信頼性のある投資主がある案件における別荘やテラスハウスの需要は増加した。**アクアベイ別荘区、エーコパーク都市区、Gamuda Gardens などの計画に従って完了され、多くの施設を持っている案件では 2014 年~2015 年までの期間に成功した数百の取引があった。これらの案件は、他の案件のように便利な交通場所に位置しないが、インフラが完成され、購入者がすぐに入居できるため、住宅需要を高めた。

ダナン市での土地市場も回復している。

- **ダナン市での不動産市場は開発に必要な重要要因がある。**ダナン市はダナン国際空港、バーナーヒルズ遊園地、ミーケー、ノンヌオックなどの美しい海辺があり、ホイアン城下町、ゲーハインソンなどの中部の文化遺産の近くにある。
- **ダナン市での土地価格は適正であり、中所得の顧客に適切するため、土地価格が増加した。**外国人がベトナムで不動産を所有することの許可に関する 2014 年の住宅法はダナン市での不動産需要を増加させると予想されている。
- **多くの地域の土地価格は 2011 年に比べ 30%~40%増であり、主に良い位置があり、信頼性の高い投資主がいる都市区だった。**都市の使用に入れる予定の主要な案件は土地価格を上昇させ、取引もより活発になさせた。

スディコの見通し

短期見通し

ナムアンカイン都市区は同社の重要な案件であり続け、売上高を計上する時点は 2016 年である。ナムアンカイン都市区における製品の販売量は増加し続けている。同社は 2015 年上半期に別荘 100 戸を販売し、年末の 2 ヶ月に 60 戸を販売し続ける予定だ。売上高は 2016 年に計上される見通し。同社は 2015 年末に二次投資家へ一部の面積の販売を交渉している。その内、計画投資省へ B 区の 3 ヘクタールを譲渡し、他のパートナーへ A 区の一部を譲渡する。これらの契約は 2015 年第 4 四半期や 2016 年の最

初の数ヶ月に利益をもたらす。

他の案件も 2016 年に売上高をもたらす。バンラー・バンケー住宅地区案件及びホアハイ都市区案件は 2016 年に発売する。SMP スディコ住宅地区案件への資金回収はお金をもたらす可能性がある。

棚卸資産に対する引当金を追加繰入れる可能性は低い。ホアハイ都市区案件は最も大きい引当金(1,740 億ドン)がある案件である。同案件は販売可能が高いため、追加繰入れる可能性がかなり低い。販売活動は順調になれば、同社は同案件に対する貸倒引当金を戻入できる。

負債が延長され、貸付金利が低下した。同社は返済期限の到来する負債を 1~2 年間延長することを交渉した。貸付金利も 16%から 11%に減少した。そのため、元金と借入コストの返済圧力は減少した。

長期的な発展ポテンシャル

SJS は大きな土地基金を所有している。同社はハノイ市、ダナン市、クアンニン省などで 1,200 ヘクタールの土地収用済土地を所有している。

同社の各案件は良い場所に位置している。各案件は主要の道路、キーの計画がある地区、またはハロン湾、ダナン市などの美しい自然の風景がある所に位置している。

同社の販売価格は同業の他社に比べ競争力がある。一つの原因は同社が数年前に補償作業、土地収用、土地利用費の支払いを完了した。

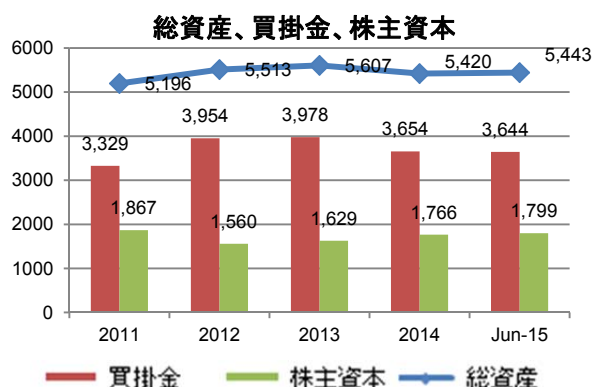
投資リスク

負債のリスク。負債の比率は常に総資産の 3 分の 2 を占めているが、現金及び高い流動性のある流動資産が低い。経営活動は良くなかった場合、同社の負債返済能力が影響を及ぼす。

案件進捗のリスク。都市区案件と工業団地案件は完成されるまでに長い時間がかかる。施工プロセスには、ライセンス取得、資金調達能力に関する問題がスケジュール通りに完成できないリスクを引き起こす。このリスクは直接に同社の売上高、利益及び株価に悪影響を与える。

競争のリスク。ハノイ市及び他の都市での都市区、住宅地区、リゾートなどの供給量は現在、豊富であり、将来的に増加し続けると予想されている。一方、これらの製品の需要が大きくないのは同社が競争圧力を受け、売上高及び利益が影響を受けることにつながる。

投入コストのリスク。同社の投入コストは主に土地収用での補償額や建設資材価格である。土地収用での補償額、またはセメント、鉄鋼、砂などの材料の価格が変動するのは直接に同社の利益に影響を与える。



基本情報	2012	2013	2014	2015年 上半期
売上高(10億ドン)	51	631	1,226	211
前年比増減率	-64%	1,137%	94%	349%
総資産(10億ドン)	5,513	5,607	5,420	5,443
株主資本 (10億ドン)	1,799	2,022	2,135	2,415
資本金(10億ドン)	1,000	1,000	1,000	1,000
平均流行株式数 (百万株)	100	100	100	100
税引後利益 (10億ドン)	-305	71	156	34
前年比増減率			120%	113%
基本EPS (ドン/株)	-3057	708	1579	354
簿価(ドン/株)	15,597	16,288	17,659	17,993

基本指標	2012	2013	2014
資本構成			
借入金/株主資本	1.41	1.29	0.79
総資産/株主資本	3.53	3.44	3.07
資産構成			
流動資産/総資産	56%	59%	59%
支払可能			
流動比率	1.38	1.01	1.11
当座比率	0.22	0.15	0.18
運用能力(日)			
在庫日数	4,360	2,633	1,124
売掛金回収期間	1,894	169	97
収益性(%)			
売上総利益率	-291%	41%	27%
ROS	-601%	11%	11%
ROE	-20%	4%	8%
ROA	-6%	1%	3%
長期資産/総資産	44%	41%	41%

資本は税引前利益が 3,050 億ドンの赤字となったため、16%減少した。2014 年の総資産は借入金 が 8%減少したため、3%減少した。

資産構成: 流動資産は高い保有率を占め、わずかに上昇し、2015 年 6 月時点での総資産の 59%を占めた。その内、棚卸資産は流動資産の約 83%(2 兆 7,000 億ドン)を占めた。

棚卸資産及び未完了生産費用は約 4 兆 3,000 億ドン(総資産の約 80%)の高いレベルに留まっており、引当金が多い。 棚卸資産及び未完了生産費用に最も高い比率を占めている 2 つの案件はナムアンカイン案件(約 2 兆 2,000 億ドン)及びホアハイ案件(約 1 兆 1,000 億ドン)である。引当金繰入活動は主にレンガ工場案件(440 億ドン)及びホアハイ案件(1,740 億ドン)である。在庫日数は非常に大きいであるが、2012 年の 4,360 日から 2014 年に 1,124 日に急落した。

資本構成: 負債比率は高い、主に数回延長された返済期限の到来する長期負債である。 負債合計は常に高いレベルにあり、2014 年からわずかに減少したが、それでも総資産の 67%程を占めた。短期負債比率は常に負債合計の約 80%を占めており、主に返済期限の到来する長期負債である。2015 年 6 月時点では、返済期限の到来する長期負債が 7,630 億ドン、短期債券が 1,040 億ドン、銀行からの借入金が 165 億ドンだった。これらの借入金は数回延長された返済期限が過ぎた借入金である。2015 年 9 月時点では、同社は貸付金利を 16%から 10%~11 に低下させ、返済期限を 2016 年~2017 年に延長することで合意に達した。残りの長期負債比率は低い、負債合計の約 20%を占めた。

支払能力は低い上昇傾向がある。 短期支払比率は高くないが、それでも 1 より大きく、2013 年の 1.01 から 2015 年年初 9 ヶ月に 1.16 に上昇傾向にあった。当座比率及び現在当座比率は 2013 年に低く、それぞれ、0.15 と 0.03 となったが、2015 年 6 月に 0.2 と 0.08 に上昇する傾向があった。

売掛金回収能力がポジティブ。 売掛金回収期間は 2012 年の 1,894 日から 2013 年に 169 日に急落し、2014 年に 97 日に減少した。

収益性の指標が改善された。 ROE 及び ROA は 2014 年にそれぞれ 8%と 3%増加した。ROS は 11%のレベルにある。売上総利益率は 2013 年の 41%から 2014 年に 27%に減少した。

2015 年の業績予測

2015 年の業績予測

我々は SJS の 2015 年の業績が**ポジティブ**であると予測している。

項目	総額
売上高	前年比 22%減の 9,550 億ドンに達する見通し。その内、二次投資家へのナムアンカイン都市区における土地譲渡契約による売上高は 9,180 億ドン、コンサルタントやサービスなど他の事業による売上高は 370 億ドンとなる。ナムアンカイン都市区における卸売活動による 2015 年年初 9 ヶ月売上高は 4,600 億ドンに達する。同社は第 4 四半期に A 区における譲渡活動を継続し、約 4,580 億ドンを計上する見通しだ。
売上総利益率	販売活動の売上総利益率は約 34%に達し、2014 年の 30%に比べわずかに上昇する。2015 年には、卸売活動による売上高だけを計上する。2015 年の売上総利益率は卸売活動による 2015 年年初 9 ヶ月の売上総利益率(34%)に相当すると想定した。2015 年の卸売価格は 1,530 万ドン/m ² 、2014 年の 1,370 万ドン/m ² よりわずかに増加する。コンサルタントやリースや他の活動の売上総利益率は約 20%であり、近年の比率に相当する。
販売費用	46 億ドン。販売費用は主に小売活動から発生する。2015 年上半期には、別荘の 100 戸を発売したため、販売費用が約 36 億ドンとなった。同社は年末の 2 ヶ月に発売する予定であるため、販売費用が約 10 億ドン増加すると予想されている。
一般管理費用	前年比 50%減の 740 億ドン。再編成結果のため、2015 年上半期の一般管理費用が前年比 63%減の 156 億ドンとなった。
税引前利益	前年比 41%増の 2,700 億ドン。同社は 2015 年にコア事業による利益以外、ソندا総公社への譲渡終了後のハロンセメント株式会社に対する引当金戻入益の 671 を計上する予定である。
負債	同社はバンラー・バンケー案件へ投資するため、3,000 億ドンを貸付する予定。

ソース: BSC の予測

株式評価及び投資アドバイス

SJS を評価するために純資産価値 (NAV) の方法が使用された。SJS のような不動産会社に対しては、同社の資産価値は主に不動産案件に集まっている。不動産経営は主にサイクルで稼動し、それぞれの案件に依存しており、安定成長率がない。そのため、NAV の評価方法は FCFF、FCFE、DDM などの方法より適する。

加重平均資本コスト(WACC)	
Rm	11.75%
Rf	6.00%
beta	0.8
ke	10.60%
kd	11.00%
E/A	33.06%
D/A	66.94%
Tax rate	22%
WACC	9.25%

この方法の基本的な原理は次のとおり。

企業価値 = 総資産 (市場価格) - 負債合計 (市場価格)

不動産会社の場合、市場価格で総資産を計算するのは主に各案件の価値を計算することを通じて行われる。

SJS の場合

- ナムアンカイン都市区 (A 区) 案件: 同案件は具体的な事業計画を持っており、販売価格と原価が確定されたため、DCF 法 (ディスカウント・キャッシュフロー) で再評価を行う。

- **ホアハイ都市区案件:**市場価値と簿価の間の差があるため、市場価値で再評価を行う。
- **他の案件:**同社は具体的な経営計画を設定してなく、または市場価値を確定していないため、帳簿価額を使用する。

それにより

→ ナムアンカイン都市区(A区):DCF法を使用し、仮定は次のとおり。

販売比率についての仮定:現在の販売速度及び今後の市場予測に基づくと、安定している。A区は2018年に全て販売されると期待される。

残り:37万m ²	2015	2016	2017	2018
卸売	16%	19%	11%	11%
小売	11%	11%	11%	10%
合計	27	30	22	21

売上高計上についての仮定:

- 卸売:当年に計上される。
- 小売:躯体建設を完成し、買い手に引き渡した後、次の年に計上される。

販売価格についての仮定:卸売価格は1,530万/m²、小売価格が2,000万/m²、最も近い価格に基づく。卸売価格はわずかに上昇し、小売価格が直近3年間で安定している。この販売価格は周辺の都市区における土地価格(平均3,500万~4,000万ドン/m²)に比べ安い。販売価格は2017年からインフレによって3%上昇すると仮定する。

売上総利益率についての仮定:卸売の売上総利益率は35%、小売が40%である。2015年は卸売による売上高しかないため、卸売の売上総利益率は2015年年初9ヶ月の上総利益率から取られた。2013年は小売による売上高しかないため、小売の売上総利益率は2013年の売上総利益率から取られた。

→ **ホアハイ案件:**市場価格で計上される。

面積(m ²)	元簿価(10億ドン)	原価(100万ドン/m ²)	市場価格(100万ドン/m ²)	引当金(10億ドン)	追加引当金/戻入益(10億ドン)	市場価格(10億ドン)
120,000	1,108.5	9.2	9	(174.7)	146.3	1080

→ **計画未設定の案件:**簿価で計上される。

(単位:ドン)

	簿価	再評価価値	差額	評価方法
ナムアンカイン	2,323,569,860,197	2,896,836,383,967	573,263,097,528	DCF
ホアハイ	933,863,760,885	1,080,000,000,000	146,136,239,115	MV
他の在庫	358,113,603,877	358,113,603,877	-	BV
他の資産	1,827,275,405,226	1,827,275,405,226	-	BV
資産の合計	5,442,822,630,185	6,162,221,966,827	719,399,336,643	
負債の合計	3,643,528,923,656	3,643,528,923,656	-	
少数株主持分	12,269,731,079	12,269,731,079	-	
純資産価値	1,787,023,975,450	2,506,423,312,092	719,399,336,643	
発行株式数(株)	99,042,000	99,042,000	-	
1株当たり価値 (1,000ドン)	18,043	25,307	7,264	

我々は NAV の評価方法に基づき、SJS 株を 12 ヶ月目標価格 2 万 5,307 ドンで購入するとお勧めする。SJS 株の P/E は 12.2x であり、NLG(15.9x)、DIG(51.8x)、KDH(12.9)などの相当する総資産規模を持っている不動産会社の平均 P/E に比べ非常に魅力的である。SJS はハノイ市及び北部地方における 1,200 ヘクタールの土地収用済土地を所有している。不動産案件の吸収速度はポジティブであり、売上高が 2016 年に計上される。

付録

バランスシート	2014 (2014年12月31日)	2015F	2016F	2017F	2018F
資産					
流動資産	3,216,846,427,107	3,439,308,988,173	3,109,641,699,352	2,954,942,421,442	2,587,929,291,540
現金及び現金同等物	143,378,027,914	181,007,561,909	124,587,330,554	234,443,362,914	238,961,405,538
短期投資の純価値	52,209,600,000	43,220,000,000	39,458,000,000	211,872,200,000	305,000,000,000
未収金	242,442,214,879	261,254,951,242	286,374,523,985	306,160,483,126	326,101,723,091
棚卸資産	2,694,862,591,388	2,868,961,866,081	2,573,629,557,417	2,116,327,989,849	1,632,334,402,282
長期資産	2,202,980,566,808	2,203,563,331,531	2,491,087,892,657	2,312,161,622,673	2,301,076,529,807
長期未収金	34,971,263,535	34,971,263,535	34,971,263,535	34,971,263,535	34,971,263,535
固定資産	70,033,600,595	63,398,966,057	54,507,669,701	45,616,373,345	36,725,076,989
正味資産価値	3,279,017,794	3,106,437,910	2,933,858,026	2,761,278,142	2,588,698,258
工事中の資産	1,717,308,322,974	1,729,301,673,224	2,029,301,673,224	2,029,301,673,224	2,029,301,673,224
長期投資	366,323,186,122	359,495,433,617	357,295,433,617	187,095,433,617	184,895,433,617
他の長期資産	11,065,175,788	13,289,557,188	12,077,994,554	12,415,600,810	12,594,384,184
資産の合計	5,419,826,993,915	5,642,872,319,704	5,600,729,592,009	5,267,104,044,115	4,889,005,821,347
資本					
買掛金	3,653,905,916,589	3,637,304,544,463	3,298,445,547,846	2,794,240,105,001	2,245,135,834,077
短期債務	2,893,241,922,834	2,837,486,434,193	2,312,518,996,779	1,922,318,587,749	1,487,162,613,334
長期債務	760,663,993,755	799,818,110,270	985,926,551,067	871,921,517,252	757,973,220,743
株主資本	1,765,921,077,326	2,005,567,775,242	2,302,284,044,163	2,472,863,939,114	2,643,869,987,270
資本及び積立金	1,752,006,122,712	1,994,573,190,095	2,289,890,953,883	2,460,978,136,945	2,632,112,161,405
公的資金及びたの積立金	-	-	-	-	-
少数株主持分	13,914,954,614	10,994,585,147	12,393,090,280	11,885,802,169	11,757,825,865
資本の合計	5,419,826,993,915	5,642,872,319,704	5,600,729,592,009	5,267,104,044,115	4,889,005,821,347

業績	2014 (2014年12月31日)	2015F	2016F	2017F	2018F
総売上高	1,226,571,930,946	954,741,829,352	1,875,302,577,016	1,467,101,829,352	1,510,012,629,352
控除項目	(510,167,988)	(300,000,000)	(300,000,000)	(300,000,000)	(300,000,000)
売上高	1,226,061,762,958	954,441,829,352	1,875,002,577,016	1,466,801,829,352	1,509,712,629,352
売上原価	(892,866,767,001)	(626,518,534,024)	(1,184,710,440,12)	(919,379,954,140)	(946,071,974,140)
売上総利益	333,194,995,957	327,923,295,328	690,292,136,894	547,421,875,212	563,640,655,212
金融活動による収益	12,170,477,828	3,330,000,000	8,107,059,999	5,890,263,902	5,860,299,648
財務費用	(32,932,512,346)	(33,676,666,667)	(37,975,555,556)	(32,975,740,741)	(35,818,487,654)
借入コスト	(12,784,123,833)	(5,260,000,000)	(9,030,000,000)	(7,145,000,000)	(8,087,500,000)
関連会社による収益／損失	(21,859,992,487)	(15,465,460,121)	(15,099,343,880)	(17,474,932,163)	(16,013,245,388)
販売費用	(1,121,110,538)	(4,649,184,209)	(4,768,394,060)	(4,768,394,060)	(4,768,394,060)
一般管理費用	(148,700,227,960)	(74,350,113,980)	(85,502,631,077)	(98,328,025,739)	(113,077,229,599)
営業活動による収益／損失	140,751,630,454	203,111,870,352	555,053,272,321	399,765,046,412	399,823,598,159
他の収益	55,626,360,829	67,100,000,000	-	-	-
他の費用	(4,743,823,688)	(407,160,706)	-	-	-
他の収益	50,882,537,141	66,692,839,294	-	-	-
税引前利益／損失	191,634,167,595	269,804,709,646	555,053,272,321	399,765,046,412	399,823,598,159
現在法人税	(53,364,913,925)	-	-	-	-
延長法人税	214,484,255	-	-	-	-
法人税	(53,150,429,670)	(63,530,640,933)	(111,010,654,464)	(79,953,009,282)	(79,964,719,632)
税引後利益／損失	138,483,737,925	206,274,068,714	444,042,617,857	319,812,037,130	319,858,878,527
臨時損益項目	-	-	-	(106,960,700)	(13,115,851,756)
臨時や経常損益項目による税引後利益	-	206,274,068,714	444,042,617,857	319,705,076,430	306,743,026,771
少数株主利益	(17,911,345,214)	(1,275,145,932)	(1,275,145,932)	(1,275,145,932)	(1,275,145,932)
親会社株主利益	156,395,083,139	207,549,214,646	445,317,763,789	321,087,183,062	321,134,024,459
EPS (VND)	1,579	2,096	4,496	3,242	3,242

BSC 証券のアドバイス及び株価評価システム

アドバイスシステム: 弊社のアドバイスシステムは現在の株価と12ヶ月の目標株価の間の差(各期の配当を含み、特別な場合)に基づいている。本アドバイスシステムは2014年1月1日から適用された。

株価評価方法: 株価評価方法を選択するのは業界、企業及び株式に依存する。各レポートは下記の1つの方法、或いはたくさん方法を基づける。

- ① 相関法(P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA)
- ② 割引法(DCF, DVMA, DDM)
- ③ 純資産価値法(NAV, RNAV)

強い買い	目標株価は市場株価より20%から高い場合。
買い	目標株価は市場株価より5%~20%高い場合。
持ち	目標株価は市場株価より5%未満高いか低いかの場合。
売り	目標株価は市場株価より最低5%低い場合。
評価しない	BSC証券は企業の戦略的な取引或いはM&A契約のコンサルタント役割を担う場合、BSC証券の政策を基づいて投資アドバイス及び目標価格が取り消しされる。その他、株価の評価を実施するためのデータは足りない場合、BSC証券は評価しない。

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。

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)・分析部

投資コンサルタント

Le Hai Duong

(部長)

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

分析部長

Tran Thang Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

コンタクト

ハノイ本社

10F, BIDV Tower
35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi
Tel: (84 4) 2220 6647
Fax: (84 4) 2220 0669
Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,
Dist.1, HCMC
Tel: (84 8) 3812 8885
Fax: (84 8) 3812 8510
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

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。