

## 投資ハイライト

私たちはFCFF方法に基づく25,642VND/株の12ヶ月の希望価格でVITの株式の購入をお勧めしています。P/E Forwardは4.92xであるので、VITは業界の平均PEに比べてかなり魅力的である。

2016年の業績は前期に比べて上回る。2016年の売上高は前年比41%増の9,610億ドンで、税引後利益は同比86.3%増の695億ドンに達すと予測しております。2016年のEPSは4,632VND/株である。成長の見通し:

- タイル業は回復のおかげで、困難な期間を超えた。タイルの需要は不動産案件(30%)及び住宅(70%)から来ている。
- VITの花崗岩タイル品質は多く改善されています。同社の製品は多くの重要なプロジェクトで販売されています。
- 設計上の年間最大生産能力は40%増の650m<sup>2</sup>に達した。同社は2工場で設計上の最大生産能力を超えて稼働しているため、これは成長の主要な原動力です。タイビンに設置されている第2期工場の拡張は2016年に設計上の最大生産能力の85%を稼働する。2016年に卸売りタイル価格は1メートルあたり15万5,000VNDである。
- 売上総利益率は約2~3%成長すると予測された。2016年にCNGの価格は約2480VND/m<sup>3</sup>であると予測される。

VITのリスク:(1)業界の競争は販売価格に圧力をかけます。(2)不動産信用を取り締まっていることは、間接的にタイル消費需要に影響を与えることができます。

	2011	2012	2013	2014	2015
売上高(10億ドン)	581.9	502.4	546.0	677.9	681.8
前年比増減率		(0.14)	0.09	0.24	0.01
総資産(10億ドン)	571.3	564.5	595.3	513.8	681.1
株主資本(10億ドン)	123.1	113.3	125.2	152.7	193.8
資本金(10億ドン)	99	99	99	99	150
平均流通株数(100万)	9.9	9.9	9.9	9.9	15
税引後利益(10億ドン)	2.3	-9.9	12.0	27.7	37.3
前年比増減率		-525%		131.7%	34.5%
EPS	235	-999	1209	2801	2487
簿価(VND/株)	12,433	11,448	12,650	15,420	12,920
売上総利益率	18.4%	17.6%	15.3%	12.6%	15.1%
ROS	0.4%	-2.0%	2.2%	4.1%	5.5%
ROE	1.9%	-8.7%	9.6%	18.2%	19.2%
ROA	0.4%	-1.8%	2.0%	5.4%	5.5%



取引チャート



## 投資アドバイス

投資アドバイス	買い
目標株価	25,642
市場株価 (2016年3月9日)	22,800
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)	15
時価総額(10億ドン)	342
簿価金額(10億ドン)	193.8
外国人保有率(%)	0.53
市場株価 (2016年3月9日)	22,800
10日間の平均売買高	52,773
52週間の安値	11,294
52週間の高値	22,800
直近7日間の増減率	+4.6%
直近1ヶ月の増減率	+23.2%

## アナリスト

Le Thi Trang  
 Email: tranglt@bsc.com.vn

## 企業プロフィール

## 基本情報

英語名: VIGLACERA TIEN SON JOINT STOCK COMPANY

会社名: ティエンソン・ビグラセラタイル株式会社

略称:

住所: Khu công nghiệp Tiên Sơn, Huyện Tiên Du, Tỉnh Bắc Ninh

Tel: 0241 3839 390

Fax: 0241 3838 917

Website: <http://www.viglacertienson.com>

資本金: 150,000,000,000 VND

業種: タイル・建設資材の生産・販売

主な事業: タイル・建設資材の生産・販売

## 沿革

## 期間 イベント

11/2007 ティエンソン・ビグラセラタイル株式会社

11/2009 ホーチミン市場に上場、資本金は450億ドン。

03/2010 タイビン工場の建設

10/2010 資本金を990億ドンに引き上げた。

8/2015 資本金を1,500億ドンに引き上げた

12/2015 タイビン工場の第2期を稼働してみた。

## 株主構成 (2016年3月9日時点)

順番	株主名	保有株数	保有率(%)
1	国内	14,920,240	99.36%
2	海外	79,760	0.64%
	合計	15,000,000	100%

(ソース: VIT, BSC)

## 大口株主(2016年3月9日時点)

順番	株主名	保有株数	保有率(%)
1	ビグラセラ貿易株式会社	5,049,000	33.66%
2	Nguyen Thi Minh	920,033	6.13%
3	Đình Quang Huy	468,698	3.12%
	合計	6,437,731	42.91%

順番	連結会社	保有率

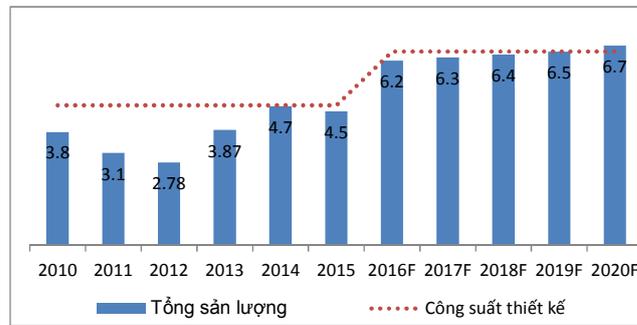


- 主な製品は花崗岩タイル (600\*600 及び 800\*800) である。生産量は年を経て増加して、設計上の最大生産能力の4%を上回って、2015年に470万m<sup>2</sup>に達した。
- タイビン工場の第2期は2016年に正式稼働し、VITの年間生産能力を650m<sup>2</sup>に増加する。
- 2016年第2四半期以来、VITのすべての工場で利用される燃料はCNGである。以前、タイビン工場は2015年8月からCNGを利用している。

1	Biglaser Trading Co., Ltd.	2.17%
2	Biglaser Tiles Co., Ltd.	40%

コア事業

VIT はビグラセラタイル総会社の 3 社のうち 1 社である。な製品は花崗岩タイル(600\*600 及び 800\*800)である。生産量は年を経て増加して、設計上の最大生産能力の 4%を上回って、2015 年に 470 万 m<sup>2</sup>に達した。

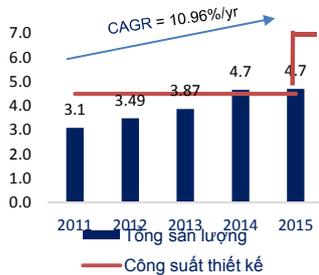


第 1 期に設計上の最大生産能力を上回った。VIT は 2 工場で 3 生産ラインを有している。生産量は年を経て増加して、設計上の最大生産能力の 4%を上回って、2015 年に 470 万 m<sup>2</sup>に達した。

**2015 年末時点で年間生産能力は 44%増加した。**

	ティエンソン・ビグラセラ工場	タイビン・ビグラセラ工場
<b>設計上の最大生産能力</b>	300 万 m <sup>2</sup> /年、2002 から稼働した	ライン 1: 150m <sup>2</sup> /年、2010 年 10 月から稼働した。 ライン 2: 200m <sup>2</sup> /年、2015 年 2 月から稼働した。
<b>稼働率</b>	稼働率は 2011 年の 70%から 2014 年～2015 年の期間に 104%に増加した。	
<b>製品</b>	伝統的な花崗岩タイル、生産費用が高い。 床花崗岩タイル。	ライン 1: 床花崗岩タイル ライン 2: 床花崗岩タイルや壁花崗岩タイル
<b>燃料</b>	ガス化石炭 第2四半期に CNG を利用する予定。	CNG
<b>タイプ 1 製品の比率</b>	90～92%に達した。	

Sản lượng sản xuất 2011-2015

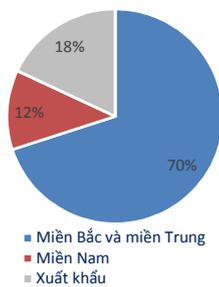


(1) VIT の花崗岩タイル生産量と消費量は業界に他の企業の物に比べてより高い。花崗岩タイルでは、他の企業の年間生産能力は 150 万～400 万 m<sup>2</sup>である。VIT の設計上の最大生産能力は 2016 年以來 650 万m<sup>2</sup> に引き上げた。

(2) VIT の販売価格は国内花崗岩生産企業と中国花崗岩生産企業と同じです。国内花崗岩生産企業と中国花崗岩生産企業の販売価格は約 20 万～25 万/m<sup>2</sup> です。

Formatted: Font: (Default) Arial, 6 pt, Font color: Dark Blue

収入構成



## VIT と同業界の企業

社名	VIT	CVT	TTC	TCR	CYC	Prime Group
設計上の最大生産能力 (100m <sup>2</sup> /年)	6.5	15	5.5	14	6	75
稼働率(2015年)	104%	73%	97%	117%	27%	n/a
製品	床花崗岩タイ ルや壁花崗岩 タイル	床花崗岩タイ ルやセラミッ ク	床花崗岩タイ ルやセラミッ ク	セラミックや セラミック半 タイル	床花崗岩タイ ルやセラミック	セラミックやセラ ミック半タイル
小売販売価格	220-260	100-200	90-135	140-300	110-200	150-250
主な市場	北部と中部	全国	南部	全国と輸出	南部	全国と輸出

VIT は連結会社を通じる製品を販売している。

基本的な指標	VIT	TTC	CVT	TCR	CYC
運用能力(日)					
在庫日数	71	81	117.4	87.15	232
売掛金回収日数	34.9	11.4	10.51	30.08	36.4
仕入債務回転日数	47.8	25.2	63.6	54.8	80.3

## 強み点:

- (1) 収入は安定している。売掛金回転率もより早くなっている。
- (2) 半版費用はコミュニケーション費用、従業員、店舗の減少のおかげでより低かった。

そのため、VIT の売上総利益率は低水準に留まっているが、税引後利益は他の企業より高かった。

弱み点: 卸売り価格は小売価格より低かった。VIT は顧客を発展するために直接参加しない。

指標	VIT	TTC	CVT	TCR
設計上の最大生産能力	6.5	5.5	15	15
2015年の売上高	681.8	338.3	607.4	2063.5
販売費用 / 売上高	0.8%	4%	3%	9%
売上総利益率	15.1%	14.3%	16.9%	20.1%
税引後利益率	5.5%	5.6%	8.5%	2.1%
P/E	8.12	4.36	6.72	6.99
P/B	1.56	0.96	1.46	0.47

## VIT の見通し

2016年の業績は全期間に比べて上回ると予測された。2016年の売上高は前年比 41%増の 9,610 億ドンで、税引後利益は同比

Formatted Table

86.3%増の 695 億ドンに達すと予測しております。また、2016 年の EPS は 4,632VND/株である。成長の見通し:

**VIT の花崗岩タイル消費需要が回復している。**

- タイル業は回復のおかげで、困難な期間を超えた。タイルの需要は不動産案件(30%)及び住宅(70%)から来ている。
- VIT の花崗岩タイル品質は多く改善されています。同社の製品は多くの重要なプロジェクトで販売されています。

**生産能力は大幅増加した。**

- 設計上の年間最大生産能力は 40%増の 650m<sup>2</sup>に達した。同社は 2 工場で設計上の最大生産能力を超えて稼働しているため、これは成長の主要な原動力です。タイビンに設置されている第 2 期工場の拡張は 2016 年に設計上の最大生産能力の 85%を稼働する。
- 2016 年に卸売リタイル価格は 1 メートルあたり 15 万 5,000VND である。

**売上総利益率が改善された。**

- 売上総利益率は約 2~3%成長すると予測された。2016 年に CNG の価格は約 2480VND/m<sup>3</sup>であると予測される。

**投資リスク:**

- 1)業界の競争は販売価格に圧力をかけます。
- 2)不動産信用を取り締まっていることは、間接的にタイル消費需要に影響を与えることができます。

Formatted: Indent: Left: 3.06 cm

Formatted: Indent: Left: 3.06 cm



財務指標	2011	2012	2013	2014	2015
<b>1. 支払可能</b>					
流動比率	0.61	0.73	0.65	0.68	0.64
当座比率	0.21	0.32	0.33	0.29	0.17
現金比率	0.02	0.01	0.09	0.07	0.02
<b>2. 資本構成</b>					
短期資産／総資産	38.9%	40.7%	42.0%	37.5%	30.2%
負債比率／総資産	78.5%	79.9%	79.0%	70.3%	71.5%
流動負債／総資産	63.7%	55.4%	64.2%	55.1%	46.9%
負債／総資産	57.9%	56.5%	56.2%	53.2%	57.6%
長期負債／総資産	14.7%	24.5%	14.8%	15.2%	24.5%
<b>3. 運用能力</b>					
在庫日数	119.50	97.52	70.85	79.68	79.68
売掛金回収日数	51.90	56.71	34.90	23.84	23.84
仕入債務回転日数	85.22	82.79	48.56	38.12	38.12
<b>4. 収益性</b>					
ROS	0.4%	-2.0%	2.2%	4.1%	5.5%
ROE	1.9%	-8.7%	9.6%	18.2%	19.2%
ROA	0.4%	-1.8%	2.0%	5.4%	5.5%
税引後利益／売上高	9.4%	10.2%	10.6%	10.3%	11.4%

### 業績:

2011 年以來、不動産市場の回復、生産量及び消費量の増加のおかげで、売上高の平均成長率は年間 4.04%で、税引前利益の成長率は年間 41%に達した。

2015 年には、売上高は前年比 0.58%増の 6,818 億 1,000 万 VND で、税引後利益は同比 34.51%増の 373 億ドンに達した。2015 年の EPS は 2,487VND/株だった。原因は以下の通り。

- (1) 稼働率は設計上の最大生産能力を上回ったので、生産量の成長可能がない。新工場は 2015 年末から稼働してみた。
- (2) 燃料用石炭価格は前年比減少し、原料費用が減少したので、売上総利益率は 2014 年の 12.62%から 2015 年の 15.71%増加した。

### 資本構成:

負債は多くて、総資産の 53~58%を占め、そのうち長期負債は総資産の 25%を占めている。

資産構成: 長期資産/総資産は段々増加し、総資産の 70%を占めた。短期資産/総資産は減少し、総資産の 30%を占めた。

### 利益性:

2011 年~2014 年の期間における売上総利益率は減少している。原因は以下の通り。

- (1) 2012 年から在庫製品を安値で売却した。
- (2) 原材料の費用は増加した。
- (3) 2014 年以來、工場の生産能力工場向けの増設設備の早原価償却を適用しているので、原価償却は

売上総利益率	18.4%	17.6%	15.3%	12.6%	15.1%
5.デュボンモデル					
総資産／株主資本	4.64	4.98	4.75	3.37	3.51
売上高／総資産	1.02	0.89	0.92	1.32	1.00
売上高営業利益率	0.09	0.10	0.11	0.10	0.11
税引前利益率／EBIT マージン	0.06	(0.19)	0.22	0.51	0.62
純利益率／税引前利益	0.76	1.00	0.95	0.78	0.78
ROE	1.9%	-8.7%	9.6%	18.2%	19.2%
販売費用／売上高	5.4%	4.2%	1.6%	0.9%	0.8%
管理費用／売上高	1.8%	2.4%	2.9%	1.7%	1.8%

60 億ドン増加した。2015 年に売上総利益率は投入 CNG ガス価格の下落による増加した。

ROS, ROE, ROA は年を経て改善された。

支払可能: 流動負債／総資産は高いことから、支払可能は低かった。すべての指標は 1 より低かって、減少傾向がある。

運用能力: 在庫日数は減少している傾向があるが、高レベルで留まっている。仕入債務回転日数は減少している傾向があり、平均レベルで留まっている。

## 予測と評価

### 2016 年の業績予測

仮定:

- 生産量と消費量は 620 万 m<sup>2</sup> である。古ラインの生産能力は 100%となっている。心ラインの生産能力は設計上の最大生産能力の 80%に当たり稼働している。
- 販売価格は 15 万 5,000VND/m<sup>2</sup> である。
- 販売費用と管理費用はそれぞれ売上高の 0.8%、1.8%を占めている。
- 法人税は 20%である。

2016 年の業績予測: 売上高は 9,610 億ドンで、税引前利益は 868 億 5,000 万ドンで、税引後利益は約 695 億ドンに達すと予測された。2016 年の EPS は 4,632VND/株である。

評価:

FCFF 方法は安定した生産活動がある生産企業に適切である。また、TTC は近い将来に生産を拡大すると、資本構成が変更するため、FCFF 方法は FCFE、DDM などの方法より適切だ。

それにより、企業の価値は加重平均資本コスト(WACC)でフリーキャッシュフローを割り引いて算定されている。

加重平均資本コスト (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	8.5%
beta	0.52
ke	10.20%
kd	9.50%
E/(D+E)	43%
D/(D+E)	57%
Tax rate	20%
WACC	8.7%
g	1%

株価 = (会社価値 - 負債の部合計 + 当座資産) / 年間発行株式数

→ 結果: VIT の 1 株当たり合理的な株価は 25,642 ドン。

私たちは FCF 方法に基づく 25,642 VND / 株の 12 ヶ月の希望価格で VIT の株式の購入をお勧めしています。P/E Forward は 4.92x で、PB は 1.53x である。

#### 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) を基づいている。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)

株価評価システム	内容
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