建設業 ICB2353
2015 年 1 月 30 日

企業レポート・HT1 [ベトナムハティエンセメント工業株式会社]

XI MĂNG VICEM HÀ TIÊN

株価チャート

投資アドバイス

投資アドバイス	買い
希望株価	24.939
市場株価(30/01/2015)	18.600
3ヶ月の見通し	増
6ヶ月の見通し	増
12ヶ月の見通し	増

取引情報

流行株式数(100 万株)	317,95
時価総額(10 億ドン)	5.914
帳簿価額(10 億ドン)	11.693
外国人保有率(%)	6,64%
現値(VND/株)	18.600
10 日間の平均売買高(株)	769.815
52 週間の安値	6.500
52 週間の高値	21.600
直近 7 日間の増減率	-5,10%
直近 1 ヶ月の増減率	8,14%

アナリスト
Luong Thu Huong
Email: huonglt@bsc.com.vn

投資アドバイス

私たちは FCFF と EV/EBITDA の評価方法に基いて HT1 の株を中長期に買い、12 ヶ月の希望株価は現在(2015 年 1 月 30 日)の 34.08%より高い 1 株あたり 24,939VND であるとお勧めます。HT1 の PE forward は 9,54x、VN 指数の PE より低い。

BSC の以前のレポートでセメント株式の楽観とポジティブに評価のように、私たちは 2015 年に HT1 に対しこの評価を維持しております。 BCC, BTS 、NT2 のように、HT1 の財務状況は 2014 年以来、EUR の変動と Euribor 金利からの恩恵を受けたことにより、はっきり改善されている。私たちは、 HT1 は中長期に投資するために適用する株式であると評価しております。具体的は以下の通り。

(1) 国内

セメント消費量は全国第 1 位となり、セメント販売価格は業界に一番高い。セメント協会のレポートによると、HT1 の国内セメント消費量は 2014 年に 464 万tで、第 1 位となった。また、HT1 の小売価格はセメント業界に最高です。

(2) 消費

市場規模の成長見通しがある。現在、HT1 は設計上の最大生産能力を稼動していない。現在の HT1 の消費市場はダナンからカマウまで広がっている。私たちは、政府の決定第 1874/QĐ-TTg のおかげで、HT1 の消費市場は引き続き広がると評価しております。更に、 HT1 の現在生産能力は設計上の最大生産能力に達していないので、HT1 の成長潜在はプラスになっている。

(3) 大き

な外貨債務を持っているから、ユーロの変動から利益を引き続き受けている。HT1 は 2015 年に為替差益 2,480 億 VND を計上すると推定しております。

2015 年業績の見通し:私たちは、2015 年に HT1 の売上高は前年比 8.96%増の 7 兆 3,630 億ドンで、税引後利益は 6,196 億 8,000 万ドンに達する。売上総利益率は 21.59%で、2015 年 EPS は 1,949VND／株であると推定しております。

財務指標	2010	2011	2012	2013	2014
売上高(10 億ドン)	**4,251.19**	**5,280.65**	**5,823.91**	**6,368.75**	**6,758.09**
前年比増減率		24.22%	10.29%	9.36%	6.11%

Tel:+ 84 4 39352722 (108)

総資産(10 億ドン)	**11,812.99**	**12,921.91**	**13,314.48**	**13,120.01**	**12,661.98**
株主資本(10 億ドン)	1,827.43	1,778.29	1,885.73	3,196.94	3,717.70
資本金(10 億ドン)	1,980.00	1,980.00	1,980.00	3,180.00	3,180.00
売上総利益(10 億ドン)	721.29	1,468.99	1,349.80	1,429.62	1,333.70
税引後利益(10 億ドン)	60.41	(8.94)	9.23	2.53	308.64
売上総利益率	16.97%	27.82%	23.18%	22.45%	19.73%
純利益率	1.42%	-0.17%	0.16%	0.04%	4.57%
ROE	3.31%	-0.50%	0.49%	0.08%	8.30%
ROA	0.51%	-0.07%	0.07%	0.02%	2.44%

(ソース:財務諸表)

経営活動

HT1 は現在、ベトナムセメント総公社（VICEM）のメンバーに最大の消費市場及び生産能力を持っている企業である。 HT1 はビン·フォックとキエンルオンで 2 クリンカー生産工場がある。 また、HT1 は Cam Ranh から Long An までにセメント粉砕工場を保有している。

(ソース: BSC)

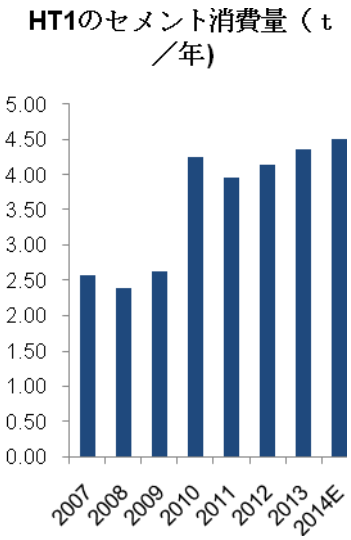
HT1 は、セメント業界で最大のセメント企業であり、効果的なコア事業を取得。HT2 を吸収合併した後、HT1 は 2010 年年初にホーチミン証券取引所に上場している。

HT1 の生産能力はクリンカーの 400 万tで、セメントの 730 万tに達した。HT1 は現在、ベトナムセメント総公社（VICEM）のメンバーに最大の消費市場及び生産能力を持っている企業である。

セメント消費・ダナンからカマウまでに消費市場シェア第 1 位。ダナンからカマウまでにセメント消費総量は 2014 年に 1,600 万tで、そのうち、HT1 のセメント消費量は 464 万tで、シェア 28.9%を占めて、第 1 位となっている。HT1 は VICEM 傘下のセメント企業の中でオンライン販売システムを有している 最初の企業と雄一企業である。

市場潜在・政府の計画のおかげでに良好な成長。2014 年 10 月 13 日から有効となっている政府の決定第 1874/QĐ-TTg によると、2020 までに中部経済発計画に中部の主要な経済領域は、トゥアティエン - フエ、ダナン、クアンナム、クアンガイとビンディンという 5 省・県を含くむ。そのうち、インフラストラクチャの発展に焦点を当てていると共に、都市インフラ発展や交通インフレ開発投資を併せてている。

生産能力ー 設計上の最大生産能力を稼動していない。 HT1 はビン·フォックとキエンルオンで 2 クリンカー生産工場がある。最大の年間生産能力はクリンカーの 420 万tで、セメントの 800 万tとなっている。クリンカー生産量（382 万t）は 2013 年に最大となった。2014 年にクリンカー生産量はビン·フォックでの工場のラインが問題を発生したので、350 万tに達した。HT1 の成長潜在は次の年間で、消



費市場が広がっていると、非常に大きくなるだろう。

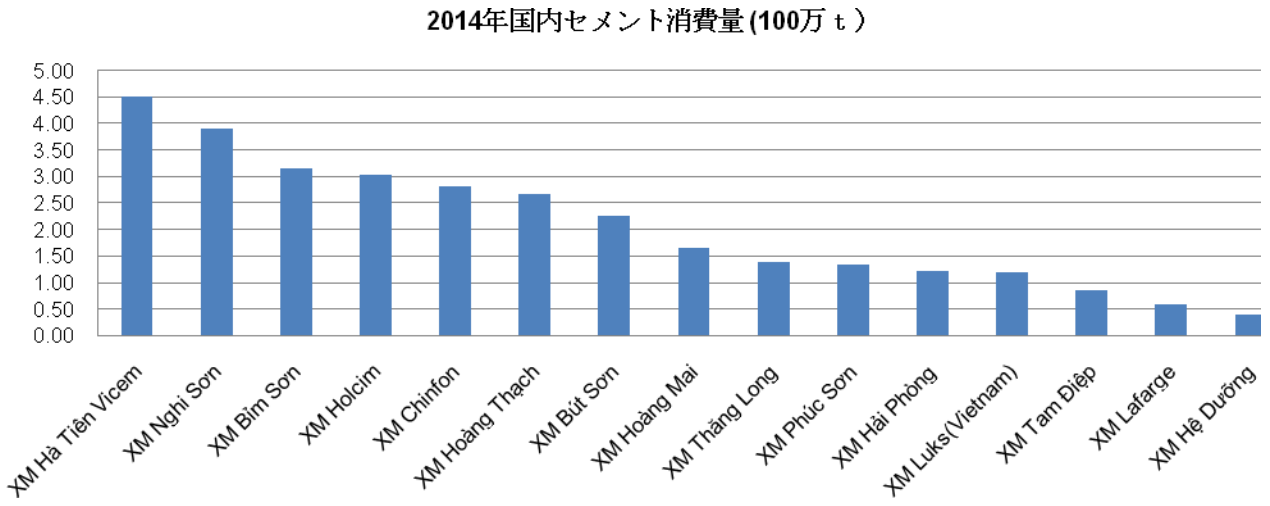
生産網－南部で戦略的な地域。 HT1 はビン･フォックとキエンルオンで 2 クリンカー生産工場を有している。また、HT1 は Phu Huu セメント粉砕工場（ホーチミン市 9 区）、Thu Duc セメント粉砕工場(ホーチミン市 Thu Duc 区)、Long An セメント粉砕工場(ホーチミン市 Long An 区）Cam Ranh セメント粉砕工場(Khanh Hoa 県)を含む南部の戦略的な位置に 4 つのセメント粉砕工場を有している。

セメントを保全し輸送することは困難であるため、私たちは、Cam Ranh から Long An までにセメント粉砕工場を保有していることから、HT1 は間単に市場にアクセスし、発展すると評価しております。

石灰石鉱山と粘土システム－HT1 の競争上の優位性。南部で石灰石鉱山はキエンザンとビンフォックとタイニンに集中している、そのうち、キエンザン県キエンルオンは 南部で最大の石灰岩と粘土の埋蔵を持っている省である。キエンザン県の石灰岩の埋蔵は 4 億 4,000 万tで、開拓可能量は 3 億 4,200 万tで、そのうち、工業開拓量は 2 億 3,500 万tに達す。

現在、HT1 の大きな競争の利点は同社がキエンルオンで石灰石鉱山を保有していることだ。また、HT1 はビンフォックで石灰石鉱山を保有している。この石灰石鉱山の乖離はビンフォックで工場から 10 キロメットルだ。

競争消費－主な競争企業は中南部市場でホルシムである。中南部市場で、HT1 の主な競争企業は中南部市場でホルシムである。ホルシムの消費量は 2014 年に 304 万tで、ダナンからカマウまで市場シェアの 19%を占めている。現在、ホルシムはキエンザン・ホンチョンで生産工場の 1 か所しかございません。同工場のセメント生産揚力は 2013 年に 200 万tに達した。 更に、ホルシムはブンタウでの 1 ヶ所及びホーチミン市での 2 ヶ所を有している。しかし、ホルシムの生産能力と販売ネットワークは HT1 より大きくない。

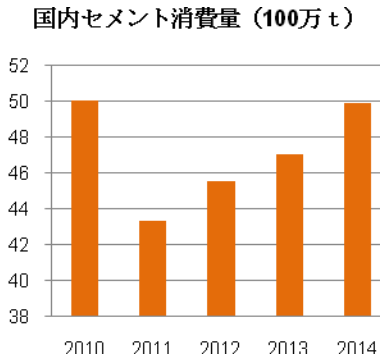


(ソース: ベトナムセメント協会)

今後の開発計画：今後数年間で、HT1 は生産能力を拡大するため、キエンルオンで第 1 クリンカー生産ラインの生産能力を 1 日 3,000tから 4,000tに向上する。この向上の期間は年間メンテナンスに行う。

セメント業界の見通し

セメント業界は 2011 年～2013 年における供給過剰状況に直面した後、2014 年にセメント消費の状況は活発になっている。2014 年のセメント輸出量は前年比 43%増となった。当社は、セメント業界が回復と成長の新たな時代に入っていると考えている。私たちの評価は、以下の点に基づいている。

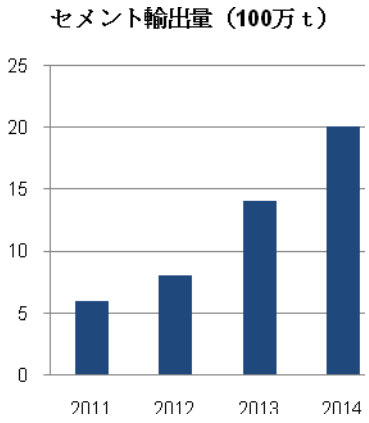


2015 年にセメント業界の見通し

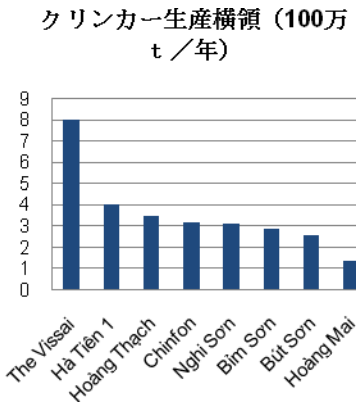
2014 年にセメント消費の状況は好調となった。国内のセメント消費量は千年比 6.02%増の 4,983tで、セメント輸出量は同比 42.86%増の 2,000 万tに達した。当社は、セメント業界が回復と成長の新たな時代に入っていると考えている。私たちの評価は、以下の点に基づいている。

- **セメント消費量が**ポジティブとなっている。建設省の予測によると、2015 年にセメント消費量は前年比 4.41%～7.35%増の 7,100 万t～7,300 万tに達す。当社は、国内セメント消費量が建設省の予測を上回る可能性があると考えております。
- 主な輸出市場の潜在。モルガン・スタンレーの予測によると、バングラデシュ、インドネシア、フィリピンはアジアにおけるセメント消費の伸びのリーダー市場である。2015 年～2018 年の期間におけるセメント消費の成長率は 7～8%となる。
- 新セメント工場建設の制限のおかげで、供給・需要はバランスを取る。2014 年 10 月の時点まで、総生産能力の 7,700 万tで全国セメント生産ラインの 77 つがある。全国セメント工

(ソース: BSC)



(ソース: BSC)



(ソース: BSC)

場の生産能力は 2015 年に 8,100 万tに達すと見込まれた。

- **原油価格は 2015 年に引き続き減少。**原油価格は 2015 年に引き続き減少すると予想される。モルガン･スタンレーの予測によると原油価格は 2015 年第 2 四半期に 1 バレル 43 ドルに引き下げるという。それは企業が生産燃料費と交通費を節約することができます。
- **金利は低水準で維持し、ユーロは引き続き下落。**我々は、ベトナムの金利は 2015 年に低水準で維持し続けると信じている。そのため、企業は金融コストを削減することができる。また、ECB の政策から影響により、EURIBOR 金利も下落する。対 EUR 為替レートは 2015 年第 4 四半期に 1 ユーロ 25,448VND に引き下げると予測された。これは HT1, BCC, BTS などのユーロ建て債務残高がある企業をサポートしています。

	2015	2016	2017	2018	2019
EURUSD	1.07	0.99	1.09	1.08	1.07

(ソース: Bloomberg, BSC)

セメント業の HT1 の位置

HT1 のクリンカ生産能力は Vissai を次で第 2 位になっている。HT1 のクリンカ生産能力は現在、年間 400 万tで、 Vissai のは 800 万tである。また、政府の許可と、Vissai は 2 つ段階を分けて、セメント工場の制裁能力を現在の年間 91 万tから 600 万t増加する。しかし、 Vissai の主な市場は輸出市場であることから、国内市場に大きく影響しないだろう。

HT1 の国内セメント消費量は第1となっている。国内セメントの消費量は 464 万t、トップとなっている。次はギソン社の消費量は 390 万tで、第 2 位となっている。

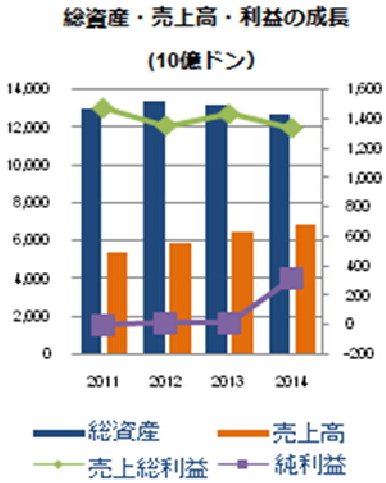
HT1 の経営生産の効率は Vicem の上昇しているセメント企業の中に最高となっている。販売費用・管理費用／売上高の割合はそれぞれ 4.75%、2.43%で、 BCC, BTS 、HOM の割合に比べて最低である。また、HT1 の売上総利利益率は上記の企業と同じである。これは他の企業より良い HT1 の事業管理に有効性を示した。

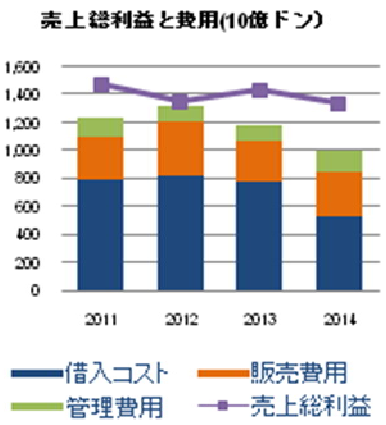
銘柄	資本金 (10 億ドン)	総資産 (10 億ドン)	クリンカ生産能力(t)	売上高 (10 億ドン)	% の売上高					ROA	ROE
					売上総利益	借入金利	販売費用	管理費用	純利益		
HT1	3,180	12,662	4,000,000	6,758	19.74%	7.73%	4.75%	2.43%	4.57%	2.44%	8.30%
BTS	1,091	4,467	2,600,000	2,930	20.47%	7.95%	6.98%	3.96%	4.16%	2.73%	11.14 %
HOM	720	1,858	1,280,000	1,746	16.25%	2.78%	5.62%	5.31%	2.41%	2.27%	4.75%

SCJ	195	562	315,000	342	15.04%	4.00%	1.06%	2.77%	6.81%	4.15%	7.94%

(ソース: BSC)

企業財務





(ソース: BSC)

セメント生産企業の財務特性とセメント業の生産・消費の状況に基づいて、私たちは、HT1 の財務は支払い能力、資本、運用能力、利益性についてよく改善されている。また、HT1 の財務状況は EUR の下落と Euribor 金利からの恩恵を受けることのおかげで、強くなると評価しております。

支払い能力の改善：HT1 の支払い能力はよく改善されている。流動比率は 2011 年の 0.4 から 2014 年の 0.45 に、当座比率は 2011 年の 0.12 から 2014 年の 0.2 に上げた。

資本構成は、安全なレベルを低下。 Vicem と借入額 1 兆 2,000 億ドンは第三者割当への 1 億 2,000 万株の発行を通じ、株主資本に転換した後、借入／株主資本の比率は 2011 年の 6.27 から 2013 年の 3.1 に低下した。借入／株主資本の比率は 2014 年 12 月 31 日の時点で 2.41 に低下した。これは資本構成が安全性とバランスになったことを示した。

運用能力が良いレベルに留まる。運用能力は小幅に改善されている。棚卸資産回転日数は 2012 年の 90.46 日から 2014 年の 65.44 日に急減した。売掛資産回転日数は 2012 年の 19 日から 2014 年の 23.81 日に小幅に上げた。また、買い掛資産回転日数は 2012 年の 72 日から 2014 年の 69 日に低下した。しかし、包括的な面では、私たちは HT1 の運用能力が徐々に改善されていると信じています。

費用と資産運用：EUR の下落で、 HT1, BCC、BTS などの EUR で

長期債務を持っているセメント企業は大きな恩恵を受けている。

HT1 は 2014 年、為替差損 2,082 億 5,000 万ドンを計上した。また、HT1 も為替差益 2,300 億ドンを計上した。2014 年の税引後利益は 3,086 億 4,000 万ドンに達した。純利益率は 2013 年の 0.04%から 2014 年の 4.57%に上げた。ROE は 2013 年の 0.08%から 2014 年の 8.3%に引き上げた。

業績の予測と株式の評価

業績の予測

私たちは慎重な仮定に基づく、2015 年～2019 年における HT1 の業績を予測しております。

売上高：2015 年の売上高は前年比 8.96%増の 7 兆 3,630 億ドンに達すると予測しております。2015 年のセメント消費量は前年比 7%増の 482 万tで、クリンカ消費量は 89 万 5,861tに達すと見込まれた。

2015 年～2019 年における HT1 のクリンカ生産量は年間 420 万t、セメント消費量は年間 6%増と仮定しております。2019 年にセメントとクリンカ消費量はそれぞれ、610 万t、2 万 8,601tに達すと期待しております。

売上総利益率は直近の 4 年間で非常高いレベルに留まり、それぞれ、2011 年の 27.82%、2012 年の 23.18%、2013 年の 22.45%、2014 年の 19.73%（2014 年第 2 四半期と第 3 四半期に生産ラインの事故で、第 4 四半期に売上総利益率が 24%に達した）。2015 年～2019 年における HT1 の売上総利益率は 21.6%になると慎重に予測しております。

EUR 建て長期債務。私たちは、HT1 が 2015 年に為替差益 2,480 億ドンを計上すると予測しております。しかし、HT1 は 2015 年末に USD 建て債務大額を残るが、中央銀行の対 USD 為替レートを制限する政策で、対 USD 為替レートは 2%を超えない。私たちは USD 建て為替差損が少ないと考えております。

WACC	
Rm	11.75%
Rf	5.78%
beta	1.3
ke	13.54%
kd	7.25%
E/A	33.58%
D/A	66.42%
Tax rate	22%
WACC	**8.30%**
g	2.50%

配当：私たちは、今後数年間でプラスの業績で、2015 年～2019 年における HT1 の配当率は額面比 5%であると期待しております。

HT1 株の評価

1.FCFF 方法:

2 段階を含む FCFF 方法を利用する。

2015 年～2019 年における第 1 期：この時期はクリンカー生産活動が正常に行う。年間生産量は 420 万t。工場の生産能力の向上は年を経てメンテナンスで段々行う。セメントの販売価格も年を経て段々上げる。

2020 年から第 2 期：長期成長率は 2%である。

Bloomberg による予測される為替レート

	2015	2016	2017	2018	2019
EURUSD	1.07	0.99	1.09	1.08	1.07
USDVND	21,704	21,721	21,616	21,915	22,353
EURVND	23,223	21,504	23,561	23,668	23,918

FCFF 方法に基づく、HT1 の合理的な株価は 27,354VND／株である。

2. EV/EBITDA 方法:

当社は、HT1 の 2015 年 EBITDA は 1 兆 9,369 億 4,000 万ドンであると推定しております。 HT1 の合理的な株価は 23,328VND／株である。

3. 2 方法からの合成:

2 評価方法から合成すると、HT1 の合理的な株価は EV EBITDA 方法の 60%と FCFF 方法の 40%である。

そのため、 HT1 の合理的な株価は現在（2015 年 1 月 30 日）の 34.08%増の 24,939VND／株である。

方法	合理的な株価	割合	平均株価
FCFF	27.354	40%	**24.939**
EV EBITDA	23.328	60%	

付録 1：FCFF 方法に基づく HT1 の株価を評価する

感度分析	g	WACC 6.79%	7.29%	7.79%	8.29%	8.79%	9.29%	9.79%
株価	0.0%	23,819	20,558	17,713	15,209	12,987	11,003	9,220
	0.5%	26,705	23,002	19,804	17,014	14,558	12,380	10,433
	1.0%	30,090	25,835	22,204	19,068	16,331	13,922	11,785
	1.5%	34,115	29,158	24,985	21,423	18,347	15,662	13,299
	2.0%	38,979	33,108	28,246	24,153	20,659	17,641	15,008
	2.5%	44,977	37,882	32,123	**27,354**	23,339	19,912	16,951
	3.0%	52,557	43,769	36,809	31,160	26,482	22,543	19,181
	3.5%	62,439	51,208	42,588	35,761	30,218	25,629	21,764
	4.0%	75,862	60,908	49,890	41,433	34,735	29,297	24,794
	4.5%	95,142	74,082	59,411	48,601	40,304	33,732	28,397
	5.0%	125,184	93,006	72,343	57,948	47,341	39,199	32,751

(Nguồn: BSC dự báo)

付録 2

単位:10 億ドン	2014	2015	2016	2017	2018	2019
資産						
A. 流動資産	1,725.94	2,098.19	2,092.29	2,123.60	2,133.75	2,188.01
I. 現金及び現金同等物	219.00	273.17	191.48	139.81	119.61	117.69
II. 短期投資の純価値	36.04	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
III. 短期未収金	496.72	610.63	636.71	665.25	648.43	666.97
IV. 棚卸資産	958.83	1,129.28	1,177.51	1,230.29	1,276.04	1,312.54
V. 他の流動資産	15.35	35.11	36.60	38.25	39.67	40.80
B. 非流動資産	10,936.04	10,404.89	9,923.65	9,547.02	9,390.06	9,303.58
I. 長期未収金	-	-	-	-	-	-
II. 固定資産	10,699.21	10,145.89	9,663.67	9,295.08	9,133.09	9,047.28
III. 投資資産の純価値	-	-	-	-	-	-
IV. 長期投資	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00
V. 他の非流動資産	180.84	203.00	203.98	195.94	200.97	200.30
総資産	**12,661.98**	**12,503.08**	**12,015.95**	**11,670.62**	**11,523.81**	**11,491.59**

資本						
A. 買掛金	8,944.28	8,324.67	7,380.69	6,662.13	5,819.82	5,011.74
I. 短期債務	3,847.14	4,126.34	4,222.02	4,393.51	4,418.77	4,383.47
II. 長期債務	5,097.13	4,198.32	3,158.67	2,268.62	1,401.05	628.27
B. 株主資本	3,717.70	4,178.41	4,635.25	5,008.49	5,703.99	6,479.85
I. 資本と予備積立金	3,717.70	4,178.41	4,635.25	5,008.49	5,703.99	6,479.85
II.	-	-	-	-	-	-
C. 少数株主持分	-	-	-	-	-	-
資本の総額	**12,661.98**	**12,503.08**	**12,015.95**	**11,670.62**	**11,523.81**	**11,491.59**

(ソース: BSC)

付録 3–業績

単位:10 億ドン	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3. 売上高	6,758.09	7,363.47	7,677.91	8,022.08	8,320.41	8,558.41
4. 売上原価	5,424.39	5,773.94	6,019.20	6,287.65	6,520.35	6,705.99
5. 売上総利益	1,333.70	1,589.53	1,658.71	1,734.43	1,800.06	1,852.42
6. 資産運用収益	291.61	266.56	130.20	20.48	18.38	18.38
7. 資産運用コスト	745.70	562.47	498.66	545.83	385.02	320.80
- 借入コスト	522.71	544.15	490.30	429.08	368.12	302.23
8.販売費用	321.10	349.64	364.57	380.91	395.08	406.38
9. 管理費用	164.22	155.03	161.65	168.90	175.18	180.19
10 経営活動からの益／損	394.29	788.95	764.03	659.26	863.16	963.42
11. 他の収入	9.65	16.54	17.25	18.02	18.69	19.22
12. 他の費用	8.25	11.03	11.50	12.01	12.46	12.82
13. 他の収入、純	1.41	5.51	5.75	6.00	6.23	6.41
13b. 連結会社からの益／損						
14. 税引前益／損	395.70	794.46	769.77	665.26	869.38	969.82
18. 税引後益／損	308.64	619.68	615.82	532.21	695.51	775.86
19. 少数株主持分						
20. 親会社株主帰属利益						
21. EPS	971	1,949	1,937	1,674	2,187	2,440
22. 希薄化の後の EPS						

(ソース: BSC)

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 Đuong
（部長）
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Tran Thang Long
（部長）
longtt@bsc.com.vn
Tel: 0439352722 (118)

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。