

企業更新レポート

CTI [イディコ・クオントゥアン開発投資株式会社]

BSC

2018年10月30日

推奨	ホールド
Phạm Thị Hồng Mỹ (PTCB) mypth@bsc.com.vn 目的価格	N/A
終値	25.20
Upside	
Lê Quốc Trung (PTKT) trunglq@bsc.com.vn 目的値段	28.0
損切り値	24.5

市場データ

発行済株式数(100万株)	63.00
時価総額(10億ドン)	1,588
過去52週間の最高値	39
過去10日の売買高(株)	1,078
外国人投資家所	23.33%

大きな株主

Victory Holding Investment	10.2%
PYN Fund Elite	6.9%
Kingsmead Vietnam	6.2%
Nguyễn Xuân Hòa	5.1%
TCT IDICO	1.2%

採石場からの潜在

算定

2018年10月18日の終値は25,200 VND/株であり、P/E trailing は11.8に相当、P/Bは01.32だった。

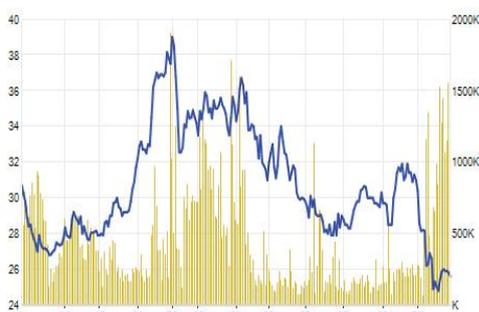
業績のアップデート(詳細2ページ参照)

2018年第3四半期の売上高は前年同期比14.6%増の3,500億ドンに達し、税引後利益は前年同期比63.4%増の550億ドンとなった。売上高と税引後利益の急増はThien Tan10採石場が2018年8月に採掘開始、売上総利益率が高く45%相当することのおかげだ。

(1) BOT案件での通行料金徴収事業: BOTを通す車両流通量が平均的に10-15%を上昇する。しかし、徴収値下げ(第一国路は29%を減費)のせいで、2018年初6カ月の売上高は11.5%減少した。CTIは国道1線道でもっと3年間、国道91線道でもっと8年間の通行料金を徴収すると提案している。3つの料金徴収所の他、2019年と2020年にCTIは建設資材輸送専用道路及びホーチミン市-ロンタイン-ジャウジャイ高速道路の交差点319接続のBOT通行料金を徴収する。

(2) 建設資材: 石及び石から由来製品:

- 石及び石から由来製品: 2018年初6カ月の売上高は前年同期比12%増の500億ドンとなった。なぜかと



会社概要

CTI はインフラの投資・建設および設置事業、コンクリート、建設資材の製造・販売事業を持っている。さらに、CTI は石油事業に携わり、エンジン付き車両の登録サービスを提供している。

別のレポート

言えば、石と天然砂の需要が高いおかげだ。企業からの予測によると、地域にあるプロジェクトに関わることのおかげで、この事業から取得した売上は 2019 年に 3,000 億ドンに達すだろう。

- 下水労: 2018 年初 6 ヶ月 の売上は前年同期比 25%減の 330 億ドンとなり、売上の 8%だけ占めるが、売上総利益率が高く、37%である。2019 年の売上成長の勢いはドンナイ省の 7 兆ドルの排水プロジェクトから由来する。

(3) **アスファルトコンクリートと建設事業:** 建設案件の施工計画延長の為、2018 年上半期の売上は前年同期比 25%減の 330 億に達した。CTI は Trang Bom – Cay Gao 道路のアップグレードプロジェクトへの投資提案を提出している。投資総額は 7,000 億ドンで、その中、BT 事業は 1,000 億ドンを占める。本提案の承認を受ければ、同社は建設事業に対する 1000 億相当の 1 回限りの支払い又は土地利用権を得る。

(4) 不動産事業:

- Tam Hòa 社会住宅 (投資総額 3,250 億ドン) が一部の項目を完了し、積立金を受け、2019 に売上を計上始めた。

- 工業団: CTI は工業団への投資を完了、2019 に稼働する予定で、毎年の売上高の 1000 億ドンを計上した。

触媒事業

(1) 2018 年第 4 四半期に 2017 年の残りの 8%の現金配当を支払う。

(2) ドンナイ地域での砂と石の需要は非常に高く、近年供給不足が続いている。

(3) CTI は主な石・排水労の仕入先の一つだ。CTI もドンナイ給排水案件の一部項目 (7 兆ドン)、ロン・ティン空港の大案件、ジャウジャィー ファンティエットの高速道路、ダラット国路 20 号線の請負業者だった。

[\(link\)](#)

投資リスク

- (1) BOT の各案件:通行料金徴収停止, 免減, 建設停滞
- (2) 新しいプロジェクトの効果リスク

営業活動の状況

2018 年第 3 四半期までの売上は前年同期比 11,7%減の 7,660 億ドンとなり、税引後利益は前年同期比 3,9%増の 1,114 億ドンに達した。売上の減少の理由は次の通り:

- (1) 第 1 四半期及び第 2 四半期における建設案件の計画延長;
- (2) 国道 1 km1841+912 での通行料金徴収の値下げ

税引後利益は前年同期比 3,9%増の 1,140 億ドンに達した。成長は 2018 年 8 月から(10 か月間)Thien Tan 採石場採掘から由来して、売上総利益率が高く約 45%である。

(1) BOT 道路通行料金徴収事業:BOT 道路通行料金徴収所 3 ヶ所は 2018 年上半期に前年同期比 11,5%減の 2,235 億ドンの安定したキャッシュフローをもたらし、2016 年から 2018 年の期間にかけての売上の 40%~53%という大きな割合を占め続けている。更に、CTI はもう 2 つの BOT 案件を展開している、2019 年と 2020 年に徴収を開始する予定。同社の概算によると、この事業の総売上は 2019 年に 5000 億ドンに達すると予測された。

2018 年上半期には、売上減少の理由は料金の減免である。国道第 1 号の平均徴収料が 29%を値下がり、2018 年 06 月 15 日以降、国道第 91 号を通すバス、住宅車両、非商業手段など一部の車両が徴収料の免除対象となる。しかし、BOT からのキャッシュフローはまだ安定している理由は次の通り:(1) これらの 2 つの BOT での車両通行量は 2018 年上半期におよそ 10%-15% に増加し、引き続き増加する傾向がある;(2) CTI は通行料金徴収期間について、国道第 1 でもう 3 年間で延長、国道第 91 でもう 8 年間で延長するという提案を政府に提供している。

(2) 建設資材事業:内部需要に応える主な目標の他、CTI は Dong Nai 省のインフラプロジェクトを通して外部への建設資材の納入率を向上させる。Long Thanh 空港プロジェクトの準備も整っている。

- 2018 年上半期には、石及び石からの製品の売上は前年同期比 12%増の 500 億ドンに達し、理由は 次の通りだ(1) Tan Cang 8 でもう新しい石破砕機の 2 台を動かし、効率が 40%増の 1 時間当たり 875t である;(2) Thien Tan10 の第 3 採石場が Doi Chua 3 に移動され、各手続きを完了、8 月に稼働予定、内外の供給能力を高めた。CTI は Tan Cang 8, Thien Tan 10 (Doi Chua 3)及び Xuan Hoa という残りの鉱業時間が 15 年を超える 3 つの採石場を持っている(2033-

2035年までのライアーズ)。現在、これらの3つの採石場の総蔵量は5,800万立方メートルであり、CTIがDoi Chua2の採石場に投資すると、740万立方メートルに増加すると予測された。同社の概算によると、2019年以降この事業の売上が急増すると予測された。人工砂からの1,500億ドン及び各種類の石からの1,500億ドンの売上である。大きな成長潜在は次から由来する。(1)砂と石の不足状況;(2)Dong Nai省の各インフラプロジェクト。

-排水労:CTIはCan Tho省、Tân Cang 8でのアスファルトコンクリートステーション及びコンクリート工場を開発、推進している。また建設案件の進捗延長のせいで、2018年上半期の売上は前年同期比25%減の330億となった。Dong Nai省が7,000億ドンの排水プロジェクトを実施する場合は、多量の排水が必要となる。排水労の価値はプロジェクト投資額の60%を占め、4兆2,000億ドンに相当からだ。それで、CTIは来年生産能力をフル稼働になったら、350億ドルの売上を得ることができる。

(3) 2018年第1四半期及び第2四半期の各建設案件の進捗延長の為、2018年上半期にアスファルトコンクリート、サービス及び建設事業が前年同期比64%減の820億ドンに達し、総売上に占める割合は2017年上半期の40.6%から2018年上半期の19.7%に減少した。現在、CTIはPhuoc Binh - Long Thanh工業団地;Phuoc Tan - Bien Hoa再定住地域及びTri An湖岸プロジェクトという主要建設契約を実施している。更に、CTIは、Trang Bom - Cay Gao道路のBOTプロジェクトをBOTとBTの組み合わせに調整する計画を提出している。それで、CTIは、BTプロジェクトからの建設事業に対する1000億相当の1回限りの支払い又は土地利用権を得られる。

(4) 不動産事業:今までこの事業の売上をまだ計上しない。しかし、Tam Hoa社会住宅プロジェクトからの積立金を受け取り、2019年の第2四半期に売上の1,600億ドンを計上する予定である。

更に、CTIがTan An工業団地区及びDuc Gang工業団地区への投資を完全したところで、来年以降、年間1,000億ドルの売上を計上する予定である。

CTIの見通し

つまり、2019年にCTIは更に新しい売上の3,100億ドンを取得する。これは下記の事業由来する。(1)建設資材輸送の専用道路からの通行料金徴収、およそ500億ドン;(2)2つの工場団地からの売上の1,000億ドン;(3)Tam Hoa社会住宅プロジェクトからの売上1,600億ドンの計上;(4)石と石からの製品事業からの3,000億ドン。上記の売上の他、Dong Nai省が7,000億ドンの排水労プロジェクトを実施する場合、3,500億ドンを取得できる。

Dong Nai 省とその周辺圏のインフラ建設事業に提供する採石場、砂場及び排水管が改善されることで、CTI の今後の成長見通しは「有望」と評価された。これらのプロジェクトの主な資材供給者の傍ら、CTI は、建設契約の一部の項目も参加している。これはこの事業の売上に貢献している。

BOT 名前	投資額 (10 億ドン)	所有 持分%	徴収開始 時間	徴収期間
徴収中				
国道 1 km1841+912	1,500	83%	201 4	13 年間
国道 91 号線	2,000	60%	201 6	23 年間
地方道路 16 号線	85	100%	200 6	14 年間
展開中				
建設資材専用道路	200	30%	201 9	10-12 年間
ホーチミン市 - ロンタイ - ジャウジャイ 高速道路の 交差点 319 接続	1,000	66%	202 0	
展開予定				
BOT 地方道路 768 号線 のアップグレード	858	60%		

(BSC)

不動産案件	タイプ	投資金 (10 億ドン)	規模	進捗
Đảo Ó-Đồng Trường	リゾート	300	28 ha	必須項目を完成する
タムホア - ビアンホア	社会住宅	325	456 軒	2018 年 10 月に杭・土台の 各項目を完成した

タン・アン工業団地	工業団地	125	48.82 ha	投資済み, 2019 年に展開 予定
-----------	------	-----	----------	-----------------------

鑄鉄製造団地	鑄鉄製造団地	13 ha	投資済み, 2019 年に展開 予定
--------	--------	-------	-----------------------

(BSC により)

	2017 年第 2 四半期	2017 年第 3 四半期	2017 年第 4 四半期	2018 年第 1 四半期	2018 年第 2 四半期
売上高	310	305	236	188	230
売上総利益	123	123	138	104	114
財務活動による 売上高	2	2	4	1	(1)
財務費用	(55)	(53)	(56)	(50)	(53)
貸付利息	(53)	(54)	(56)	(50)	(53)
販売費用	(5)	(9)	(3)	(2)	(3)
一般管理費	(10)	(22)	(23)	(19)	(18)
営業利益/損 失	54	40	60	34	39
別の収入(ネット)	(3)	(0)	(1)	(0)	(3)
税引き前利益	51	40	59	34	36
税引き後利益	42	34	49	29	30
少数株持ち主 親会社株主利 益	2	1	1	2	2
EPS	40	33	48	27	28

2018 年 6 ヶ月の売上高は前年同
期比 26%減の 4,160 億ドンとなっ
た。理由は次の通りだ。(1)第 1 四
半期及び第 2 四半期の大量の建
設案件の施工延長(2) 国道
1km1841+912 の徴収料の減少

短期資産	661	737	699	665	547
現金及び現金 相当	423	446	356	302	233
短期未収金	147	209	166	136	145
在庫	67	58	142	202	147
他の短期資産	24	25	35	25	22
長期資産	3,674	3,827	3,630	3,602	3,705
長期未収金	14	6	6	7	10

長期資産は CTI の資産の大部分
(87%)を占める。その中、無形固

固定資産	2,516	2,517	2,674	2,641	2,632
進行中である長期資産	976	1,127	775	779	896
他の長期資産	161	156	153	153	146
総資産	4,335	4,565	4,329	4,267	4,252
売掛金	2,954	3,200	2,916	2,834	2,798
短期負債	570	630	631	576	556
短期借入	238	264	289	298	252
長期負債	2,383	2,570	2,284	2,258	2,242
長期借入	2,352	2,533	2,257	2,225	2,207
株主資本	1,382	1,365	1,413	1,434	1,454
拠出資本	610	633	633	630	630
未分配利益	146	97	144	169	180
総資本	4,335	4,565	4,329	4,267	4,252
売上高の成長率(%)	3%	20%	0%	-24%	-26%
売上総利益率	40%	40%	58%	55%	50%
借入費用/売上高	17%	18%	24%	27%	23%
販売費/売上高	2%	3%	1%	1%	1%
一般管理費/売上高	3.3%	7.1%	9.7%	9.9%	7.7%
純利益率	13.7%	11.0%	20.6%	15.3%	13.1%

定資産に集中することは、手数料を徴収する権利であり、全長期財産の68%を占めている。

BOT用借入金額は借入総額の83%を占める。

なぜ売上総利益率が高いかと言えば、通行料金徴収による売上は総売上高の50%を占めるからだ。借入金利費用をまだ反映されていないから、この料金徴収事業の売上総利益率がいつも高く59%から81%までだ。

BOT案件用借入源により、借入金利費用が高い割合をいつも占めている。

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
1. 支払能力					
短期流動比率	1.16	1.17	1.11	1.16	0.98
当座比率	1.00	1.04	0.83	0.76	0.68
2. 資本構成					
短期財産/総財産	0.15	0.16	0.16	0.16	0.13
長期財産/総財産	0.85	0.84	0.84	0.84	0.87
負債比率/総財産	0.68	0.70	0.67	0.66	0.66
負債比率/所有者持分	2.14	2.34	2.06	1.98	1.92
短期負債/総財産	0.13	0.14	0.15	0.13	0.13

長期債務/総財産	0.55	0.56	0.53	0.53	0.53
----------	------	------	------	------	------

3. 営業能力

棚卸資産回転率	10.4	10	6	4	5
売掛金回転率	20.9	26	19	21	17
買掛金回転率	4.9	5	6	8	7
在庫日	35.2	37	63	89	78
売掛日	17.5	14	20	17	21
買掛日	75.2	67	62	47	53
現金回転率	(22.5)	(17)	21	59	46

4. 収益性

税引き後利益/売上高 (%)	13.7%	11.0%	20.6%	15.3%	13.1%
税引き後利益/売上高/所有者持分 (%)	13.8%	12.8%	13.7%	13.3%	10.0%
税引き利益/総資産	3.4%	3.4%	3.8%	3.6%	3.2%
資産運用による利益/売上高	17.5%	13.2%	25.4%	18.3%	16.8%

建設事業が寄与した分が減少した為、税引後利益/売上高は前年同期比 0.6% 減の 13.1%となった。

5. DuPont モデル (5 要因)

総財産/株主資本	4.05	3.76	3.55	3.56	3.03
収入/総資産	0.26	0.26	0.27	0.24	0.22
EBIT/DT	0.35	0.34	0.36	0.38	0.40
EBT/EBIT	0.44	0.45	0.47	0.46	0.44
利鞘/税引前利益	0.85	0.85	0.84	0.83	0.84

6. 評価

PE	9.7	14.2	13.8	12.0	14.2
PB	1.5	2.1	1.6	1.6	1.6
EPS	2,831	2,684	2,330	2,461	2,154
BVPS	18,861	17,918	18,663	19,088	19,382

7. 成長率(前年同期比 (%))

総資産	16%	20%	12%	9%	-2%
負債	128%	58%	58%	66%	5%
売上高	3%	20%	0%	-24%	-26%
売上総利益率	18%	22%	19%	-7%	-7%
税引き後利益	45%	17%	48%	-15%	-29%
EPS					

技術ハイライト

- 現在傾向: 同じレベルにある
- MACD 指標: 中心線以下分岐..
- RSI 指標: 売られ過ぎゾーンにある
- MA 線: MA 20 線は MA 50 及び MA200 を割り込んだ

判断: CTI 株は底値の 24.5 から反発してから累積時期に入っている。直近の営業日で、売買高が段々増加している。MACD 指標と RSI 指標は売られ過ぎゾーンにあり、株価の下落初めが見れば、CTI が株価の 24.5~26 までの累積時期に入っていると示した。

推奨: 流動性が引き上がれば、中長期の投資家は 24.5-25 の価格で買え、28 の抵抗価格で利益を得ることができる。CTI 株が価格支持という 24.5 以下になると、投資家はすぐに売るべきだ。短期で、CTI 株は引き続き同じレベルにある。

技術的なチャート



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。