

# TNG 貿易投資株式会社(HNX TNG)

推奨: 買い

目標価格: 28,700

Upside: +27%

## 繊維・アパレル業 | BSC Research

### 評価

BSC は以下の要素を基づく、TNG 株の 2025 年理論価格を 2025 年 3 月 11 日の終値比+27%増の 28,700VND/株と評価し、TNG の投資評価を「買い」としております。

- (1) BSC は目標 PE を 9xと維持しております。
- (2) CMT 受注の輸出額が前予想比-16%減となったことで、BSC は目標価格を前予想比-6%に下方修正しております。

### 投資観点

1. 業績は前年比+23%増となる。
  - (1) 前レポートに比べて、TNG の受注は 2025 年第 3 四半期まで十分になっている。
  - (2) 売上総利益率は(1)単価が横に推移する、(2)生産能力性が維持されるという要素のおかげで、前年に比べて僅かに改善すると期待されております。
2. TNG の株価は最高値から 18%を下落し、購入のために魅了的な価格を戻している。2025 年 Pefw は 7.3xである。

### 業績予測

2025 年には、BSC は TNG の売上高を前年比+16%増の 8 兆 9,750 億ドン、少数株主等控除利益を同+23%増の 3,880 億ドン、EPSfw を 3,192VND/株、Pefw を 7.3xと予測しております。

リスク:TNG の受注と単価は BSC の予想より低い。トランプ大統領はベトナムの衣料品産業に関税を課す。

予想を上方修正するために観察する要素:TNG の受注と単価は BSC の予想より高い。

| 業績         | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 売上高        | 6,772 | 7,096 | 7,736 | 8,975 |
| 売上総利益      | 999   | 982   | 1,178 | 1,371 |
| 親会社株主税引後利益 | 293   | 226   | 316   | 388   |
| EPS        | 2,787 | 2,127 | 2,588 | 3,192 |

### BSC の研究・分析センター

Trần Lâm Tùng

(分析者)

Tungtl@bsc.com.vn

### 企業情報

|                      |        |
|----------------------|--------|
| 現値(VND/株):           | 22,600 |
| 流行中株数(100 万株):       | 122    |
| 時価総額(10 億 VND):      | 2,770  |
| 30 日間平均売買代金(100 万株): | 2,3    |
| 外国人投資家保有:            | 16%    |

口座開設



## I. 2024 年第 4 四半期業績のアップデート

## 2024 年第 4 四半期業績

| TNG_10 億 VND | Q4.2023 | Q4.2024 | % YoY  | 2023    | 2024    | % YoY |
|--------------|---------|---------|--------|---------|---------|-------|
| 売上高          | 1,654   | 1,852   | 12%    | 7,092   | 7,736   | 9%    |
| 売上原価         | (1,400) | (1,576) | 13%    | (6,114) | (6,559) | 7%    |
| 売上総利益        | 254     | 276     | 9%     | 978     | 1,178   | 20%   |
| 金融活動事業による収入  | 18      | 35      | 94%    | 97      | 128     | 31%   |
| 財務費用         | (89)    | (89)    | 0%     | (323)   | (373)   | 15%   |
| そのうち:借入コスト   | (65)    | (55)    | -15%   | (234)   | (216)   | -8%   |
| 連結会社からの損益    | -       | -       |        | -       | -       |       |
| 販売費用         | (23)    | (22)    | -8%    | (102)   | (108)   | 6%    |
| 管理費用         | (81)    | (104)   | 28%    | (349)   | (421)   | 21%   |
| 経営活動による損益    | 78      | 96      | 23%    | 302     | 404     | 34%   |
| 他の収益         | 0       | (5)     | -1150% | 2       | (15)    | -733% |
| 税引前利益        | 71      | 90      | 28%    | 281     | 389     | 38%   |
| 法人税額         | (14)    | -       | -100%  | (54)    | (57)    | 7%    |
| 税引後利益        | 57      | 75      | 32%    | 227     | 316     | 39%   |
| 少数株主持分       | -       | -       |        | 1       | -       | -100% |
| 少数株主等控除利益    | 57      | 75      | 32%    | 227     | 315     | 39%   |
| 指数           |         |         |        |         |         |       |
| 売上総利益率       | 15.3%   | 14.9%   | 0%     | 13.8%   | 15.2%   | 1%    |
| 純利益率         | 3.4%    | 4.0%    | 1%     | 3.2%    | 4.1%    | 1%    |
| 販管費用/売上高     | 6.3%    | 6.8%    | 0%     | 6.4%    | 6.8%    | 0%    |

ソース: TNG, BSC

売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年同期比+11.5%増の 1 兆 8,510 億ドン、同+32%増の 746 億ドンだった。

- 2024 年第 2 四半期以降主要輸出市場での在庫が減少しており、需要が徐々に回復している背景には、Decathlon、Columbia Sportswear、Asmara などの古い顧客グループからの受注の回復のおかげで、売上高は前年同期比 11.5%増となった。また、TNG はブランドの ESG 基準を満たす数少ない繊維・アパレル企業の 1 つであり、より多くの注文を引き付けることができる。
- 少数株主等控除利益の増加は(1)金融活動事業による収入が 2024 年第 4 四半期の為替レートの上昇により前年同期比+94%増の 350 億ドンである、(2)借入コストが同-15%減の 550 億ドンである、(3)売上総利益率が前年同期比 0.4%減の 14.9%であるということから由来した。

2024 年には、売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年比+9%増の 7 兆 7,360 億ドン、同+39%増の 3,150 億ドンだった。

TNG の 2024 年売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、BSC の予想の 98% と 97%を達成した。

## II. 2025 年業績のアップデート

2025 年には、BSC は以下の仮定を基づく、TNG の売上高を前年比+16%増の 8 兆 9,750 億ドン、同+23%増の 3,880 億ドン、EPSfw を 3,192VND/株、Pefw を 7.3xと予測しております。

1. CMT 受注からの収入は前年比+1%増で前予想値比-16%減の 1 兆 150 億ドンである。
2. FOB 受注輸出額は前年比+18%増で前予想比-2%減の 3,370 億ドンである。
3. 売上総利益率は前予想比-0.4%減の 15.2%である。
4. 管販費用/売上高は前予想比-0.2%減の 1.2%である。

### 2025 年業績予測

|                 | 単位           | 2024 年<br>(実施) | 2025 年の<br>前予想 | 2025 年の新予<br>想 | 変更率%  | %yoy |
|-----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|-------|------|
| 輸出額             | 100 万<br>USD | 285            | 345            | 337            | -2%   | 18%  |
| 財務              |              |                |                |                |       |      |
| 売上高             | 10 億 VND     | 7,736          | 9,365          | 8,975          | -4%   | 16%  |
| 衣料品輸出           |              | 6,683          | 8,107          | 7,910          | -2%   | 18%  |
| 衣服加工            |              | 1,015          | 1,218          | 1,025          | -16%  | 1%   |
| ファッション商品の販<br>売 |              | 18             | 20             | 20             | 0%    | 10%  |
| 不動産、その他         |              | 20             | 20             | 20             | 0%    | 0%   |
| 売上総利益           |              | 1,178          | 1,462          | 1,371          | -6%   | 16%  |
| 売上総利益率          |              | 15.2%          | 15.6%          | 15.3%          | -0.3% | 0%   |
| 販売費用            |              | (108)          | (134)          | (108)          |       |      |
| 販売費用率           |              | 1.4%           | 1.4%           | 1.2%           |       |      |
| 管理費用            |              | (421)          | (515)          | (488)          |       |      |
| 管理費用率           |              | 5.4%           | 5.5%           | 5.4%           |       |      |
| 金融活動事業による収<br>入 |              | 102            | 103            | 103            | 0%    |      |
| 財務費用            |              | (373)          | (441)          | (429)          | -3%   | 15%  |
| 借入費用            |              | (216)          | (259)          | (254)          | -2%   | 18%  |
| 税引前利益           |              | 389            | 511            | 478            | -6%   | 23%  |
| 税引後利益           |              | 316            | 412            | 388            | -6%   | 23%  |
| 少数株主等控除利益       |              | 316            | 412            | 388            | -6%   | 23%  |
| EPS             |              | 2,588          | 3,390          | 3,192          | -6%   | 23%  |

ソース: TNG, BSC research

#### IV. 推奨と評価

BSC は以下の要素を基づく、TNG 株の 2025 年理論価格を 2025 年 3 月 11 日の終値比+27%増の 28,700VND/株と評価し、TNG の投資評価を「買い」としております。

1. BSC は目標 PE を 9xと維持しております。
2. TNG の株価は最高値から 18%を下落し、購入のために魅力的な価格を戻している。2025 年 Pefw は 7.3xである。
3. CMT 受注の輸出額が前予想比-16%減となったことで、BSC は目標価格を前予想比-6%に下方修正しております。

#### 評価

| 方法             | 価値     |
|----------------|--------|
| PE 方法 – 合理的な価格 |        |
| EPS FW 2025    | 3,192  |
| 目標 P/E         | 9      |
| 目標価格(VND/株)    | 28,700 |

ソース: BSC Research

## 付録

| 業績(10 億 VND) | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高          | 5,444   | 6,772   | 7,096   | 7,736   | 8,975   |
| 売上原価         | (4,717) | (5,773) | (6,114) | (6,559) | (7,604) |
| 売上総利益        | 727     | 999     | 982     | 1,178   | 1,371   |
| 金融活動収益       | 60      | 121     | 97      | 128     | 149     |
| 財務費用         | (170)   | (302)   | (325)   | (373)   | (429)   |
| そのうち:借入コスト   | (125)   | (160)   | (251)   | (216)   | (254)   |
| 連結会社からの損益    | —       | —       | —       | —       | —       |
| 販売費用         | (86)    | (78)    | (102)   | (108)   | (108)   |
| 企業管理費用       | (242)   | (368)   | (352)   | (421)   | (488)   |
| 経営活動からの損益    | 288     | 373     | 300     | 404     | 495     |
| 他の収益         | (7)     | (14)    | (21)    | (16)    | (16)    |
| 税引前利益        | 281     | 359     | 279     | 389     | 478     |
| 法人税額         | (49)    | (66)    | (54)    | (73)    | (90)    |
| 税引後利益        | 232     | 293     | 226     | 316     | 388     |
| 少数株主持分       | —       | —       | —       | —       | —       |
| 少数株主利益等控除利益  | 232     | 293     | 226     | 316     | 388     |
| EPS          | 2,506   | 2,787   | 2,127   | 2,588   | 3,192   |

| バランスシート(10 億ドン) | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 現金及び現金相当        | 14      | 512     | 299     | 645     | 524     |
| 短期投資            | —       | —       | —       | 60      | 62      |
| 短期未収金           | 719     | 559     | 790     | 740     | 859     |
| 棚卸資産            | 1,159   | 1,280   | 888     | 1,060   | 1,082   |
| 他の短期的な資産        | 134     | 256     | 147     | 115     | 133     |
| 短期的な資産          | 2,026   | 2,608   | 2,125   | 2,620   | 2,660   |
| 長期未収金           | 21      | 11      | 11      | 11      | 12      |
| 固定資産            | 2,527   | 3,010   | 3,583   | 3,836   | 4,416   |
| 原価償却            | (1,025) | (1,197) | (1,390) | (1,558) | (1,950) |
| 投資資産            | 33      | 33      | 330     | 310     | 300     |
| 減価償却            | (0)     | (1)     | (5)     | (10)    | (10)    |
| 建設中長期資産         | 671     | 684     | 433     | 459     | 684     |
| 長期投資            | —       | —       | —       | 140     | 140     |
| 他の長期資産          | 115     | 145     | 165     | 205     | 238     |
| 長期資産            | 2,342   | 2,684   | 3,127   | 3,192   | 3,831   |
| 総資産             | 4,367   | 5,292   | 5,251   | 5,812   | 6,490   |
| 買掛金             | 825     | 963     | 737     | 1,139   | 1,310   |
| 短期借入            | 1,622   | 1,961   | 1,819   | 1,607   | 2,307   |
| 短期負債総額          | 2,447   | 2,925   | 2,556   | 2,746   | 3,617   |
| 長期借入            | 457     | 715     | 822     | 1,093   | 665     |
| その他の長期借入        | 1       | 2       | 12      | 80      | 80      |
| 長期借入総額          | 458     | 717     | 834     | 1,173   | 745     |
| 買掛金             | 2,905   | 3,641   | 3,390   | 3,919   | 4,363   |
| 出資金             | 927     | 1,051   | 1,135   | 1,226   | 1,226   |
| 株式会社化による資本剰余金   | 41      | 41      | 41      | 41      | 41      |
| 他の株主資本          | 262     | 285     | 373     | 403     | 403     |
| 未処分利益           | 232     | 251     | 178     | 223     | 458     |
| 少数株主持分          | —       | 23      | 133     | —       | —       |
| 株主資本            | 1,462   | 1,651   | 1,861   | 1,893   | 2,128   |
| 総資本             | 4,367   | 5,292   | 5,251   | 5,812   | 6,490   |

| キャッシュフロー会計(10 億 VND) | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税引後利益                | 281   | 359   | n/a   | n/a   | 478   |
| 原価償却及び割当て            | 164   | 195   | n/a   | n/a   | 392   |
| 流動資本変更               | (361) | (74)  | n/a   | n/a   | (21)  |
| 他の調整                 | (48)  | (98)  | (323) | 389   | (90)  |
| 営業活動からキャッシュフロー       | 36    | 382   | (201) | 1,021 | 759   |
| 固定資産購入額              | (579) | (470) | (229) | (252) | (996) |
| 他の投資                 | 2     | 3     | 174   | (212) | (2)   |
| 投資活動からキャッシュフロー       | (577) | (467) | (55)  | —     | (998) |
| 配当金                  | (30)  | (116) | (87)  | —     | (154) |
| 借入から金額               | 452   | 628   | 21    | (300) | 272   |
| 他の未収金                | —     | 73    | 108   | (587) | —     |
| 金融活動からキャッシュフロー       | 422   | 585   | 42    | —     | 118   |
| 初期キャッシュフロー           | 133   | 14    | 512   | 298   | 645   |
| 中期キャッシュフロー           | (119) | 499   | (214) | 346   | (121) |
| 最終期キャッシュフロー          | 14    | 512   | 299   | 645   | 524   |

| 指標(%)         | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 支払能力          | 0.8    | 0.9    | 0.8    | 1.0    | 0.7    |
| 流動比率          | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.5    | 0.4    |
| 当座比率          |        |        |        |        |        |
| 資本構成          |        |        |        |        |        |
| 負債比率/総資産      | 67%    | 69%    | 65%    | 67%    | 67%    |
| 負債比率/株主資本     | 199%   | 221%   | 182%   | 207%   | 205%   |
| 稼働能力          |        |        |        |        |        |
| 棚卸資産回転期間      | 90     | 81     | 53     | 59     | 52     |
| 売掛金回収期間       | 48     | 30     | 41     | 35     | 35     |
| 利益性           |        |        |        |        |        |
| 売上総利益率        | 13%    | 14.8%  | 13.8%  | 15.2%  | 15.3%  |
| 税引後利益率        | 4%     | 4%     | 3%     | 4%     | 4%     |
| ROE           | 16%    | 18%    | 12%    | 17%    | 18%    |
| ROA           | 5%     | 6%     | 4%     | 5%     | 6%     |
| 成長率           |        |        |        |        |        |
| 売上高           | 22%    | 24%    | 5%     | 9%     | 16%    |
| EBIT          | 41%    | 28%    | 2%     | 14%    | 21%    |
| 税引前利益         | 51%    | 28%    | -22%   | 39%    | 23%    |
| EPS           | 21%    | 11%    | -24%   | 22%    | 23%    |
| 成長率           |        |        |        |        |        |
| 流行中株数(100 万株) | 93     | 105    | 106    | 122    | 122    |
| 簿価(VND/株)     | 15,774 | 15,704 | 17,538 | 15,519 | 17,488 |

## 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

F8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

### BSC ホーチミン 支店

F4, F9 President Place

93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh

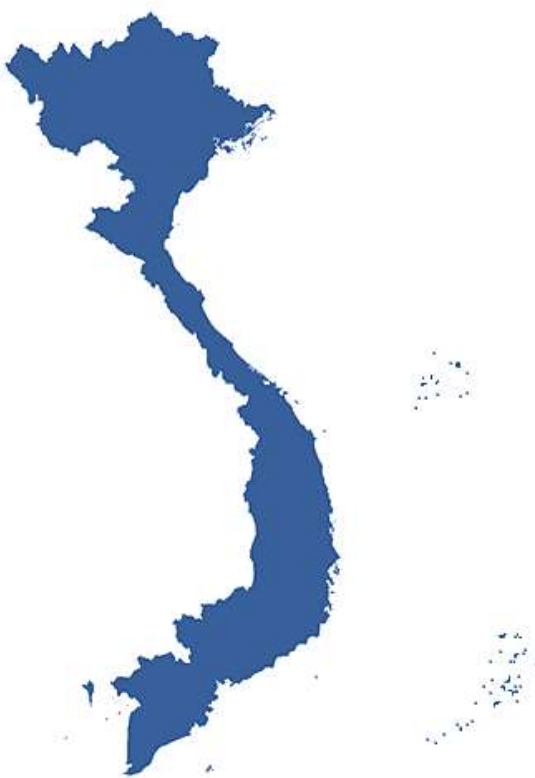
Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**



## 推奨システム

| 推奨   | 説明                               |
|------|----------------------------------|
| 強い購入 | 1 年間利益率は 30% 以上になると期待されております。    |
| 購入   | 1 年間利益率は 15～30% 以上になると期待されております。 |
| ホールド | 1 年間利益率は 10～15% 以上になると期待されております。 |
| 売却   | 1 年間利益率は 10 未満と期待されております。        |

## 連絡先 – 研究・分析センター

**Trần Thăng Long**

分析・研究部の部長

[Longtt@bsc.com.vn](mailto:Longtt@bsc.com.vn)

**Bùi Nguyên Khoa**

分析・研究部の副部長

マクロ – 市場

[Khoabn@bsc.com.vn](mailto:Khoabn@bsc.com.vn)

**Phan Quốc Bửu**

分析・研究部の副部長

業界・企業

[Buupq@bsc.com.vn](mailto:Buupq@bsc.com.vn)

### 銀行・金融業

**Dương Quang Minh**

リーダー、分析者

[Minhdq@bsc.com.vn](mailto:Minhdq@bsc.com.vn)

**Đoàn Minh Trí**

分析者

[Tridm@bsc.com.vn](mailto:Tridm@bsc.com.vn)

### 不動産業、建設用材料業

**Phạm Quang Minh**

リーダー、分析者

[Minhpg@bsc.com.vn](mailto:Minhpg@bsc.com.vn)

**Lâm Việt**

分析者

[Vietl@bsc.com.vn](mailto:Vietl@bsc.com.vn)

**Nguyễn Công Hoàng Duy**

分析者

[Duyrch@bsc.com.vn](mailto:Duyrch@bsc.com.vn)

### 石油・ガス業、肥料業、化学業

**Nguyễn Thị Cẩm Tú**

リーダー、分析者

[Tuntc@bsc.com.vn](mailto:Tuntc@bsc.com.vn)

**Lưu Thùy Linh**

分析者

[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

**Nguyễn Dân Trường**

分析者

[Truongnd@bsc.com.vn](mailto:Truongnd@bsc.com.vn)

### 小売り業、輸出業、Logistics 業

**Phạm Thị Minh Châu**

リーダー、分析者

[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)

**Trần Lâm Tùng**

分析者

[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

**Trần Nguyễn Tường Huy**

分析者

[Huytnt@bsc.com.vn](mailto:Huytnt@bsc.com.vn)