

企業アップデート

TDT – TDT発展投資株式会社

2018年10月30日

BSC

推奨 観察

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

目標価格	N/A
終値	12,000
Upside	N/A

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

目標価格	N/A
損切り値	N/A

市場データ

発行済株式数(100万株)	8,015
時価総額(10億ドン)	100.2
過去52週間の最高値	15,500
過去10日の売買高(1,000株)	99,350
外国人投資家の保有率	0.00%

大口株主

Chu Thuyên	15.78%
Nguyễn Việt Thắng	10.23%
Nguyễn Huy Hoàng	4.12%

株価の推移(1年間)



企業概要

繊維製品企業であるTDTは20つの縫製ラインがあり、労働者1,200人と相当する。企業の売上高は主にPan Pacific、Asmaraなど大顧客の輸出繊維製品の加工事業から来た。2016年、TDTは加工契約をCMTからFOBに転換した。

好調な業績

価格算定

BSCは2018年の好調な業績と生産能力の向上のおかげで将来の成長見通しに基づき、TDTの投資評価を「観察」と推奨している。現在、TDTのP/E trailingは5xだった。業界の平均水レベルに比べて、これはかなり合理だった。繊維業の平均P/Eは7.26xだった。

業績予測

BSCの予測によると、Pacific、Asmaraなど伝統的な顧客と共に顧客からの受注展望のおかげで、TDTの2018年売上高は前年比38.5%増の3,000億VNDであると見込みだ。2018年税引後利益は前年比81%増の225億VNDと見込みだ。EPSは2,807VND/株であり、予想P/Eは4.3xである。

投資リスク

(1)労働力のリスク: 同社の新しい拡張プロジェクト向け多数の地元労働者を募集する必要だから、労働者の供給が不足になって、労働者を引き付けることの競争性が高まるだろう。現在、人件費はTDTの生産コストの45%~50%を占めている。だから、毎年の給料の上昇は企業のコストに圧力をかけるだろう。
(2)受注のリスク: TDTの売上高の50%は大顧客トップ3から由来している。これは企業の経営活動にリスクをもたらすだろう。ところが、依存度を最小限に抑えるように、TDTは新顧客を探し、顧客を多様化している。

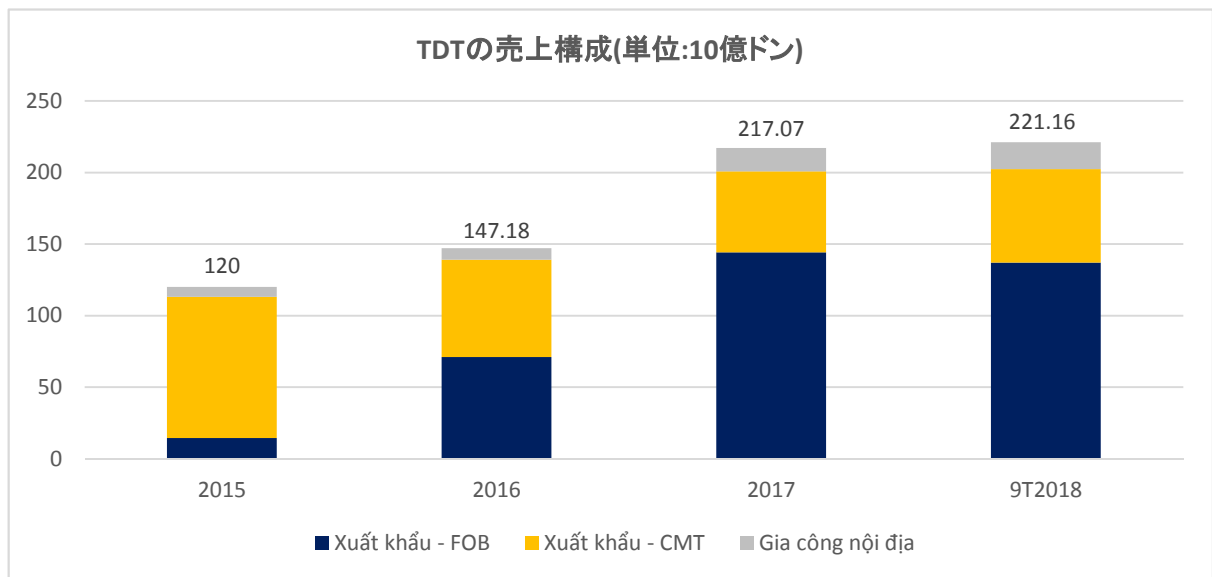
企業アップデート

(1)2018年9ヶ月の業績: 売上高は前年同期比50%増の2,210億ドンとなり、税引後利益は前年同期比2.3倍増の170億ドンとなり、純利益率は7.7%に達した。
(2)なぜ2019年の受注展望が明るいだろうと言えば、長年の顧客からの貢献(AsmaraがTDTの受注成長目標を10~20%に達成)と共に新顧客の拡大から由来した。
(3)生産能力の引き上げ計画:
・2018年~2019年: Diem Thuy繊維工場拡張案件は規模が縫製ラインの12つであり、生産能力が60%増となり、2018年12月に完成し、2019年明けから稼働する。
・2019年~2020年: (ア) Dai Tu繊維工場建設案件は規模が縫製ラインの24つであり(2,000人の労働者); (イ) Thinh Ducファッション開発センター案件である。

企業概要

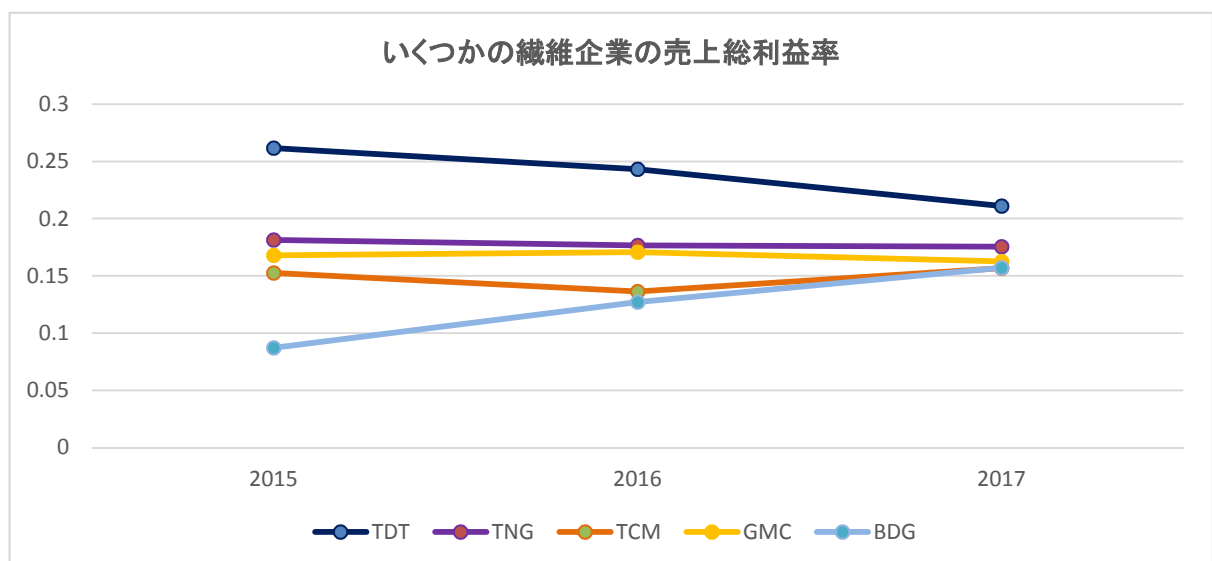
TDTはタイグエン省での繊維企業であり、規模が縫製ラインの2つであり、労働者が1,200人いる。2017年の売上高は2,160億ドン以上だった。平均成長率は33%/年だった。

企業の売上高の90%はPan Pacific、Asmara、Winner Creationsなど大顧客の輸出受注から由来した。2016年、TDTは加工契約を純粋なCMT形式からFOB形式に転換した。それから、FOB契約が連続で増加してきた。



ソース: TDT

売上総利益率は20%以上に維持されている、同業他社より高かった。TDTが2016年からFOB契約の割合を引き上げたばかりだから、効果がまだ大きくて、2015~2017年の利益率が下落した。しかし、将来に、利益率が改善されるだろう。



ソース: FiinPro, BSC Research

2018年9ヶ月の業績は大きく成長した。

売上高は前年同期比50%増の2,210億ドンとなった。中に、輸出製品加工事業が総売上高に91.6%を寄与した（FOB契約：62%；CMT契約：29.6%）。国内製品加工事業の売上高は2017年より14.5%増の187億ドンとなった。2018年9ヶ月の売上総利益は前年同期比2.3倍増の170億ドンとなった。

成長展望

繊維業は2019～2020年に高い成長率を維持すると期待されている。サポートな要素では、（1）人件費の競争優位と政府の優待がある；（2）ベトナムが多くの自由貿易協定を締結して、繊維業が最も恩恵を受けること；（3）中米貿易戦争のため、注文と投資がベトナムに集中しているから、繊維企業が好影響を受けることである。

TDTの生産能力が段々改善されているから、TDTの受注量が増加した。具体的は以下の通り。

(1)伝統的な受注量は連続で増加して、2015年～2017年の期間における平均に30%増／年となった。2016年から、CMT形式からFOB形式にシフトして。FOB契約の割合は2015年の12%から2017年の66.5%に上昇した。TDTの大顧客であるAsmaraはTDTの受注量の年間10%～20%へ上昇を目標にしている。

(2)TDTは積極的に新顧客を探している。2018年には、TDTはEvolution、Premierなど新顧客を見つけた。これらの顧客の受注量が年間受注量の15%を占めた。2019年には、新顧客の受注量は総収入の25%を占めると予測されている。

(3) 今後の受注を満たすために生産能力を引き上げる。

•Diem Thuy繊維工場拡張案件は：縫製ラインの12つであり、投資総額が250億ドンとなり、2018年12月に完成してから2019年明けから稼働し、生産能力を60%引き上げると見込まれた。

•

Dai

Tu繊維工場建設案件は縫製ラインの24つを含み（2,000人の労働者）、投資額が500億ドンとなり、2019年～2020年に実行される。

•

Thinh

Ducファッション開発センター案件は投資額が300億ドンとなり、2019年～2020年に実行される。

利益率を改善する可能性。TDTの売上総利益率が20%以上維持されて、同業他社（10%～18%）よりかなり高くて、より向上可能性がある。現在、FOB事業の売上総利益率はCMT事業より5%～8%低かった。TDTの生産能力はまだ受注需要に満たせないの、いくつかのFOB受注はアウトソースされているから、利益率が減少した。そのため、BSCは、工場の拡張は受注成長を満たせて、利益率を改善すると期待しております。

TDT – TDT発展投資株式会社

財務分析

2018年10月30日

BSC

	2016	2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
売上高	147	217	37	70	113
売上総利益	36	46	9	13	23
財務収入	1	1	0	0	1
財務費用	(8)	(8)	(1)	(1)	(2)
借入利息	(6)	(7)	(1)	(1)	(1)
販売費用	(3)	(5)	(1)	(1)	(3)
管理費用	(18)	(20)	(6)	(6)	(7)
営業利益／損失	7	13	1	5	12
他の収入	0	0	0	0	0
税引前利益	7	14	1	5	13
税引後利益	6	12	1	5	11
親会社株主利益	-	-	-	-	-
少数株主持分	6	12	1	5	11
EPS					
短期資産	88	132	130	173	150
現金及び現金相当	12	15	17	17	31
短期未収金	22	39	20	33	31
在庫	52	74	92	119	86
他の短期資産	1	4	2	4	2
長期資産	85	78	77	77	73
長期未収金	-	-	-	2	-
固定資産	66	59	63	64	61
進行中である長期資	14	15	10	8	9
他の長期資産	5	4	4	3	3
総資産	173	209	207	250	223
買掛金	119	115	112	150	121
短期負債	79	102	97	139	112
短期借入	65	82	84	116	94
長期負債	40	13	15	11	10
長期借入	40	13	15	11	10
株主資本	54	94	95	100	102
出資資本	44	80	80	80	80
未処分利益	10	14	15	20	22
総資本	173	209	207	250	223
売上高の成長率(%)	23%	48%	13%	17%	109%
売上総利益率	24.3%	21.1%	24.0%	18.9%	20.0%
借入費用／売上高	4.2%	3.1%	2.9%	1.8%	1.3%
販売費用／売上高	2.3%	2.5%	3.3%	1.9%	2.4%
管理費用／売上高	12.3%	9.4%	16.6%	8.3%	6.0%
純利益率	4.3%	5.7%	2.1%	6.8%	10.1%

—2018年9ヶ月に、輸出受注と国内受注はそれぞれ前年同期比48%増、同比78%増となったことで、売上高が前年同期比50%増の2,210億VNDとなった。
—2018年9ヶ月に、年間生産能力の上昇はFOB受注のアウトソースの割合及び人件費の上昇からの欠損を補えないため、売上総利益率は22.2%から20.2%に下がった。
—長期負債が2017年初より190億VNDを減少したことで、貸付コストは前年同期比26%減となった。

—売掛金に関する政策のおかげで、TDTの売掛金回転期間は平均に30～40日だった。
—TDTがFOBに転換してから、在庫が顕著に増加した。2018年9ヶ月の在庫日は2017年の135日から126日に低下した。

—債比率は下落傾向があり、55%～60%に安定に留まっている。短期借入は年初より10%増となって、売上成長のための流動資本の需要に満たせた。長期借入は年初より23%減となった。BSCの評価によると、今後、TDTが多くの拡張案件を実施するため、長期借入が上昇するだろう。

—売上総利益率は同業他社(10%～18%)よりかなり高かった。
—2018年9ヶ月に、管理費用比率は2017年の9.4%から8.5%に下落した。

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 Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

