

推奨 ホールド

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)  
hanhntk@bsc.com.vn

目標価格	26,600
終値	25,500
Upside	4.3%

Lê Quốc Trung (PTKT)  
trunglq@bsc.com.vn

目標価格	27,500
損切り値	20,000

市場データ

発行済株式数 (100万株)	54,130
時価総額 (10億ドン)	1,386
過去52週間の最高値(VND)	31,100
過去10日の売買高 (株)	866,641
外国人投資家の保有率	48.99%

大口株主

Eland Asia Holdings	43.32%
VCBF	2.58%
Lê Quốc Hưng	1.85%
Eland Việt Nam	1.15%

株価の推移(1年間)



企業概要

TCMは紡績・ファブリック・縫製品の一貫生産・供給体制を所有している数少ない繊維企業の一つである。TCMの受注は主に輸出向けだ。中に、韓国、中国、日本など北東アジアは売上高の75%を寄与している。

リスクからの機会

価格算定

BSCはP/E算定方法により、TCM株の理論株価を26,600ドン/株と評価し、投資評価を「ホールド」としております。目的なPEは7xであり、上場縫製企業の平均水準と等しい。

BSCはTCMの紡績から完成品の一貫生産・供給体制を高く評価した。ベトナムが参加している自由貿易協定が進んでいることと共に関米中貿易戦争の緊張により繊維・アパレル工場をベトナムにシフトしている背景には、これはより多くの繊維受注を誘致するために利点である。しかし、最近、パートナーであるSear企業の破産申請はTCMの収益・利益の成長率を減少させる可能性があるだろう。

業績予測

BSCは、2018年にはTCMの売上高を前年比9.8%増の3兆5,250億ドン、税引後利益を同比22.5%増の2,350億ドン、2018年EPSを3,800VND/株、PE予想を6.7xと予想しております。これは、土地譲渡と資産売却によりの利益500億ドンを計上することと共にSear社からの未収金のための300億ドン(130万米ドル相当)を繰入れする仮定により計算された。

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15.4%増の2兆8,268億ドンだった。ファブリック事業の収益割合の増加のおかげで、売上総利益率が15.9%から17.6%に上がった。紡績事業の利益率が改善された(前年同期比の利益率がマイナスだった)。税引後利益が前年同期比25%増の2,135億ドンとなった。

(2)Sear社からの影響：BSCの評価によると、TCMの売上高の7%を寄与したSearが破産を申請したことは2018年売上高に影響しないだろう。しかし、Searが規模を狭めるとか作業を停止するとかは2019年にTCMの成長に影響するだろう。他方、Searの子会社からの未収金955億米ドルのための貸倒引当金を繰入れすることはTCMの2018年や2019年利益に影響するだろう。

(3)生産能力の増加。TCMは2018年末に、ファブリックの生産能力を960万m<sup>2</sup>から1,130万m<sup>2</sup>に引き上げる予定がある。他方、買収したTrang Bang繊維企業の生産能力を2019年年初に500万品/年に引き上げる。

(4)TCMタワー案件：2019年下半期に展開される、2020年から販売を始める。

投資リスク:

- ・ Searからリスク：Searの破産申請のため、TCMの受注数が影響され、TCMが未収金のための貸倒引当金を繰入れた。また、米国での引取先の支払方法は主に電信送金(TT)のため、決済リスクを注意すべきだ。

- ・ 為替レートリスク：TCMの予測によると、2017年12月31日の外貨建て資産・負債残高により、対米ドル為替レートが5%増となたら、TCMの利益は324億ドンが減った。

# 企業アップデート

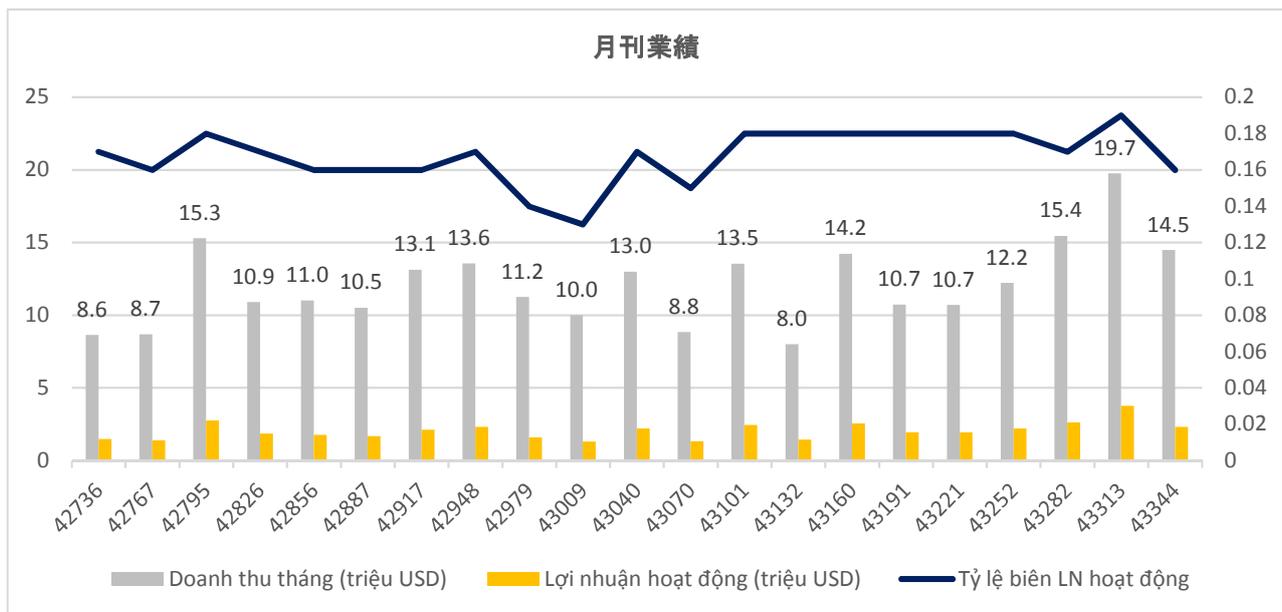
## TCM - タインコン縫製株式会社

2018年11月13日

# BSC

### 2018年9ヶ月の業績

売上高は前年同期比15.4%増の2兆8,268億ドンとなった。中に、繊維品事業、ファブリック事業、紡績事業の売上高はそれぞれ総売上の72%（前年同期比26%増）、12%（同比47%増）、13%（同比36%減、企業が生産能力を削減したため）を占めた。戦略的株主であるElandは受注数の35%~40%を占めた。注意点では、8月売上高の急増はいくつかの9月受注を早く完成して納品したからだ。



ソース: TCM, BSC Research

2018年9ヶ月の売上総利益は17.6%だった（前年同期は15.9%だった）。理由では、（1）利益率が高い（20%以上）ファブリック事業の割合は9%から12%に上がった。（2）2017年に、稼働率が低い工場を止めて、コストを削減して、紡績事業の利益を改善した。TCMの売上総利益率は同業他社の平均水準より高かった。208年9ヶ月の税引後利益は前年同期比25.1%増の2,130億ドンとなった。

銘柄	2018年9ヶ月の売上高	% YoY	2017年9ヶ月売上総利益率	2018年9ヶ月売上総利益率	2018年9ヶ月の税引後利益	% YoY	Current P/E
M10	2,176	-3%	15%	16%	43	7.0%	11.1
GMC	1,504	24%	16%	17%	105	64.6%	9.9
HTG	3,365	15%	8%	9%	81	90.6%	5.4
PPH	2,644	24%	11%	9%	184	3.7%	7
TCM	2,827	15%	16%	18%	213	25.1%	6.7
TNG	2,727	48%	17%	18%	130	49.0%	5.4
TVT	1,826	-9%	11%	12%	85	23.5%	6.1
VGT	14,441	11%	9%	10%	671	31.0%	15.8
VGG	7,424	17%	12%	11%	350	15.3%	8.3

P/E 中位 7

ソース: FiinPro, BSC Research

#### Sear社の影響：

SearはTCMの大きな取引先であり、TCMの売上高の7%を占めている。Searは破産を申請した。開廷は2018年11月15日に予定された。事業再編成計画によると、Searは2018年末に687店のうちの142店を閉店し、第2次にさらに145店を閉店する。2019年1月に、入札方式に400店を売却する。Searは年末の事業活動を確保するように、6億米ドルの財政支援を求めている。

•Searの出来事は、TCMの2018年収益に顕著に影響しないが、来年により大きく影響するだろう。現在、Searはまだ経営しており、元本保証のかわりに4億5,000万ドルを受け取るように投資家と交渉している。また、債権者（銀行）は、事業再編成のため、Searに1億5,000万米ドルを貸付することを受諾した。そのため、TCMは引き続き2018-2019年冬春までSearの受注を実行する。2019年に、Searが事業再編成計画に沿って規模を狭まる、または、Searが作業を停止せざるを得ない場合は、TCMの売上高が影響されるだろう。影響を減らすように、現在、TCMは米国市場及び他の市場における新パートナーを探している。

•未収金については、2018年9月30日に、Searにおける未収金は955億ドンだった。支配方法が主に電信送金（TT）のため、銀行の支払保証がない。この金額の中に、破産申請日から20日以内に納品されて運送されている貨物の価値は400億ドンであり、回収率が75～100%である。残りの450億ドンは、回収率が30～50%のため、TCMに貸倒引当金を繰入れされるだろう。しかし、繰入れする時期と金額はSearの経営可能性と負債回収期間に依存される。回収率が50%以下である450億ドンが貸倒引当金を繰入れされる場合では、2018年税引後利益が前年同期比16%増の2,223億ドンであり、EPSが3,580ドン／株であり、P/E予想が7.05 x である。米国での取引先の支配方法が主に電信送金のため、潜在的な支払いリスクがある。

#### 業績予測

2019年には、BSCは米国での受注量がSear社の問題により影響されなくて、2018年の受注量と同様維持され、北東アジアでの受注量（前年同期比6.8%増）が主な成長原動力になると仮定すると、TCMの売上高を前年比6.5%増の3兆7,530億ドン、税引後利益を2,190億ドン、EPSを3,444VND／株、P/E予想を7.4 x と予想しております。TCMが2018年に300億ドンを繰入して、2019年に引き続き15億ドンを繰入する場合は、2019年税引後利益が2,070億ドンで、EPSが3,250VND／株であり、予想PEが7.8 x と見込みだ。

TCM - タインコン縫製株式会社  
財務分析  
2018年11月13日

BSC

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
売上高	902	760	848	800	1,178
売上総利益	136	114	147	145	206
財務収入	4	6	5	7	9
財務費用	(18)	24,800	(19)	(25)	(35)
借入利息	(13)	(12)	(12)	(12)	(13)
販売費用	(29)	(34)	(29)	(35)	(40)
管理費用	(36)	(40)	(36)	(37)	(40)
営業利益／損失	58	27	68	55	101
他の収入	2	5	(6)	33	21
税引前利益	61	32	62	89	121
税引後利益	52	22	49	68	97
少数株主持分	0	0	0	1	0
親会社株主利益	52	22	49	67	96
<b>EPS</b>					
短期資産	1,683	1,607	1,536	1,835	1,988
現金及び現金相当	265	282	359	383	412
短期未収金	638	475	361	318	580
在庫	722	806	734	1,098	955
他の短期資産	57	44	82	35	42
長期資産	1,460	1,429	1,384	1,231	1,207
長期未収金	0	0	0	0	0
固定資産	1,173	1,185	1,137	1,069	1,046
進行中である長期資産	24	12	16	22	29
他の長期資産	121	126	124	120	112
総資産	3,143	3,035	2,920	3,066	3,196
買掛金	2,093	1,964	1,825	1,934	1,966
短期負債	1,737	1,626	1,488	1,626	1,649
短期借入	1,035	969	931	988	973
長期負債	357	337	337	308	317
長期借入	313	294	294	265	272
株主資本	1,050	1,072	1,095	1,133	1,229
出資資本	517	517	517	542	542
未処分利益	277	299	322	264	360
総資本	3,143	3,035	2,920	3,066	3,196
売上高の成長率(%)	14%	0%	9%	4%	31%
売上総利益率	15.0%	15.0%	17.3%	18.1%	17.5%
借入費用／売上高	1.4%	1.6%	1.4%	1.5%	1.1%
販売費用／売上高	3.2%	4.4%	3.5%	4.4%	3.4%
管理費用／売上高	4.0%	5.2%	4.3%	4.6%	3.4%
純利益率	5.8%	2.9%	5.8%	8.5%	8.2%

2018年9ヶ月に、繊維品事業の売上高は前年同期比26%増となり、全部の72%を占めた。ファブリック事業の売上高は同比47%増となり、全部の12%を占めた。紡績事業の売上高は同比36%減となり、全部の13%を占めた。そのため、2018年9ヶ月の売上高は前年同比15.4%増となった。今期がピークシーズンなので、2018年第3四半期の売上高が前年同期比52%増となった。対米ドル為替レートが大幅に上げたため、9ヶ月のTCMの為替差損が前年同期比2.7倍増となった。

9ヶ月に、TCMの他の収益が477億ドンだった。中に、第3紡績工場の売却よりの収益306億ドン及びTrang Bang工業団地での土地2ヘクタールの譲渡によりの収益180億を含んだ。

9月30日時点の未収金構造では、Eland、Sear、Eddie Bauerがそれぞれ全部の22%、19%、33%を占めた。Eddie Bauerの確約によると、2018年末、Eddie Bauerは自分の未収金を半分に下げて、TCMの

THANH CONG証券株式会社における保有株式の売出で、長期投資は年初より863億ドンを減少した。

短期借入はかなり安定だった。長期ファイナンスリースは年初より7%減となった。

TCMは株式配当のために新株を発行した（配当率5%）。そのため、拠出資本及び流通株数が相対的に増加した。

売上総利益率が改善されて17.6%となった。理由では、（1）利益率が高い（20%以上）ファブリック事業の割合は9%から12%に上がった。（2）販売価格が原材料コットン価格の上げと共に引き上げと2017年に工場2ヶ所の閉鎖後コストの削減に、紡績事業の利益が黒字となった。

いくつかの基本的な財務指標

Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018 Q3 2018

1. 支払能力

流動比率	0.97	0.99	1.03	1.13	1.21
当座比率	0.52	0.47	0.48	0.43	0.60

現金及び現金相当が年初より61%増となり、未収金が同22%増となったので、短期的支払能力が改善された。

2. 資本構成

24800

短期資産/総資産	0.54	0.53	0.53	0.60	0.62
長期資産/総資産	0.46	0.47	0.47	0.40	0.38
負債比率/総資産	0.67	0.65	0.63	0.63	0.62
負債比率/株主資本	1.99	1.83	1.67	1.71	1.60
短期負債/総資産	0.55	0.54	0.51	0.53	0.52
長期負債/総資産	0.11	0.11	0.12	0.10	0.10

資産割合は短期資産にシフトする傾向がある。負債比率は段々下落傾向がある。主には、流動資本の需要を満たすための短期的な借入だった。

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	3.7	3.8	3.5	3.0	3.4
売掛金回転率	6.9	7.0	7.6	7.7	7.7
買掛金回転率	12.5	12.9	13.0	11.1	12.1
在庫日	97.8	96.5	103.0	120.0	108.0
売掛日	52.6	52.5	47.9	47.5	47.3
買掛日	29.3	28.3	28.1	32.8	30.2
現金回転率	121.2	120.6	122.7	134.7	125.1

完成品在庫の影響に在庫日がより長くなったが、売掛日が短縮されたので、現金回転率があまり変動しなかった。

4. 利益性

税引後利益/売上高(%)	5.8%	2.9%	5.8%	8.5%	8.2%
税引後利益/株主資本(%)	20.2%	19.4%	18.8%	18.1%	20.7%
税引後利益/総資産	6.6%	6.5%	6.4%	6.2%	7.6%
資産運用による収益/売上	6.4%	3.6%	8.0%	6.9%	8.5%

2018年9ヶ月には、各事業の利益率の増加及び他の収益477億ドンのおかげで、利益率が改善された。

5. DuPontモデル

総資産/株主資本	2.94	2.95	2.83	2.94	2.78
収入/総資産	1.08	1.08	1.09	1.07	1.15
EBIT/収入	0.09	0.09	0.09	0.09	0.10
EBT/EBIT	0.83	0.83	0.83	0.83	0.86
利鞘/税引前利益	0.84	0.82	0.81	0.79	0.78

6. 評価

PE	7.4	5.3	5.3	5.6	-
PB	1.4	1.0	0.9	0.9	-
EPS	3,774	3,713	3,560	3,499	-
簿価	20,176	20,595	21,044	20,743	-

現在、業界の平均レベル7xより、TCMIは割安になっている。

7. 成長率(前年同期比)

総資産	23%	8%	1%	-2%	2%
負債	17.9%	17.0%	13.7%	16.4%	17.1%
売上高	14.1%	-0.4%	9.4%	3.7%	30.7%
売上総利益率	16.0%	-2.4%	12.4%	17.8%	52.2%
税引後利益	30.9%	-12.1%	2.6%	-4.1%	85.3%
EPS					

テクニクなハイライト:

- ・ 現在傾向：短期下落。
- ・ MACD 指標：センター線の下に収束し、MACD線がMA シグナル線を上回る。
- ・ RSI 指標：中立、下向き。
- ・ MA線：：MA20 は MA50 を下回っている。

評価：の後、TCM株は全市場の下落から影響されたことにより底値22から回復しているが、売買高は前期比低い水準で維持した。これはTCM株式の回復がかなり弱まっていることを示した。他方、RSIの下向きと共にMA20がMA50

を下回っていることもTCMの下落段階を示した。MACD指数がかなりポジティブな兆しが見えたが、売買高の弱さのせいで、TCM株の上昇が長く続きにくい。

推奨：投資家は株価22の辺りに購入し、27.5で利益確定売り、20で損切り売るべきだ。TCMが株価の22に戻った後、売買高は上昇日に増加したら、TCMが株価の30までに上昇する可能性が高いだろう。

テクニクチャート



## 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。

### **BSC 本社**

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

### **BSC 支店**

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>

