

業界: 繊維・アパレル業 | RETAIL RESEARCH

推奨

買い

TNG 貿易投資株式会社(HNX: TNG)

不動産事業から特別な収益に期待

現値:	33,000
前理論価格	-
新理論価格:	41,700
配当率:	
上昇率	26%

レポート作成日:	23/02/2022
流行中株数(100 万)	92.6
時価総額(10 億ドン)	2,855
過去 10 日間平均売買高	1,075,930
外国人投資家保有率	9.47%

株主構成	
Nguyễn Văn Thời	19.44%
ASAM	7.65%
Nguyễn Đức Mạnh	7.60%
Trần Cảnh Thông	7.09%

分析者:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA
Tuntc@bsc.com.vn

評価

BSC は FCFF と PE 方法に基づく、TNG の 2022 年理論価格を 2022 年 2 月 18 日の終値比 26%増の 4 万 1,700VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2022 年には、TNG の収入を前年比+27%増の 6 兆 9,480 億ドン、税引後利益を同+72%増の 4,020 億ドン、EPS を 4,200VND/株と予測しております。

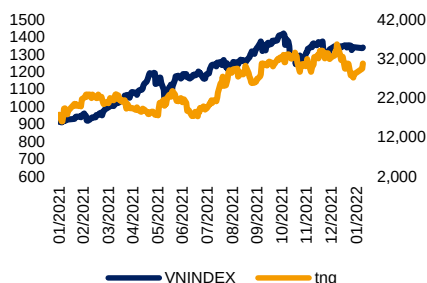
テクニク分析:

Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

推奨価格: 34,500 VND

損切り価格: 30,000 VND

株価の推移



2022 年業績見通し

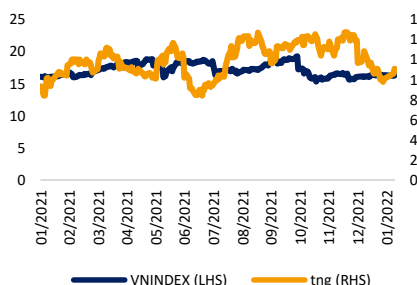
TNG は繊維・アパレル業の前向きな見通し及び繊維ラインの生産能力拡大から恩恵を受けると期待しております。

Son Cam 工業団地案件から特別な利益を計上すると期待します。

リスク

高い負債比率に関するリスク(TNG の負債/株主資本の比率が 1.4 であるが、業界の中位が 0.6 である)だ。

PE の推移



企業アップデート

2021 年業績は大幅に上昇した。2021 年の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 21%増の 5 兆 4,440 億ドン、同 53%増の 2,330 億ドンだった。収入の増加は主な伝統的な繊維・アパレル事業から由来した。

売上総利益率は 14.2%で、前年同期の 15%から減速した。BSC は糸、生などの投入原材料費用の増加は売上総利益率を減少させた。

しかし、管販費用率の削減は純利益率を向上させた。

	2021	2022	Peer	VN-Index
PE (x)	6.3	11.7	15.5	17.9
PB (x)	1.1	2.1	2.1	2.4
PS (x)	0.3	0.5	0.6	2.0
ROE (%)	14%	18%	13%	13%

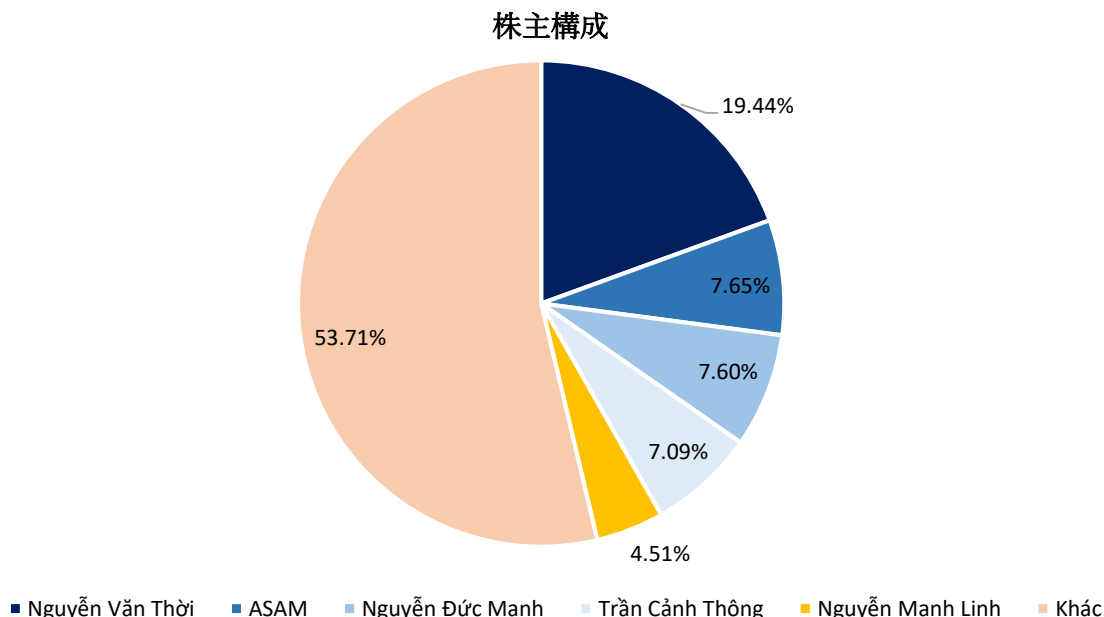
	2018	2019	2020	2021
売上高	3,613	4,612	4,480	5,444
売上総利益率	641	787	676	774
税引後利益	180	230	154	233
EPS	3,653	3,717	1,765	2,384

ROA (%) 5% 6% 4% 2%

EPS 成長率 30% 2% -45% 35%
純負債/株主資本 159% 134% 151% 198%

企業概要

株主構成



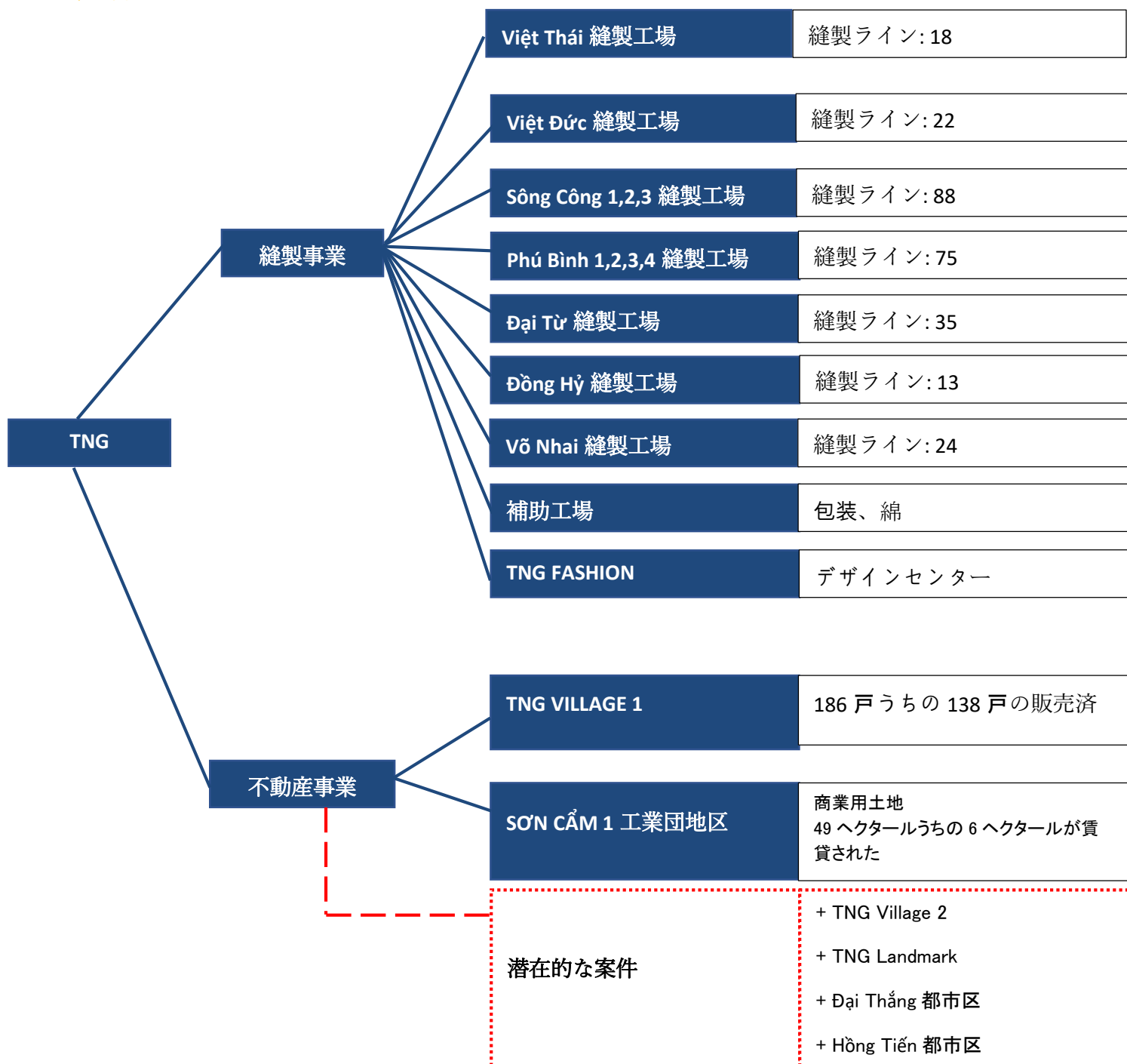
ソース: Fiinpro

BSC は TNG の株主構成が集中的であると評価しております。

経営活動

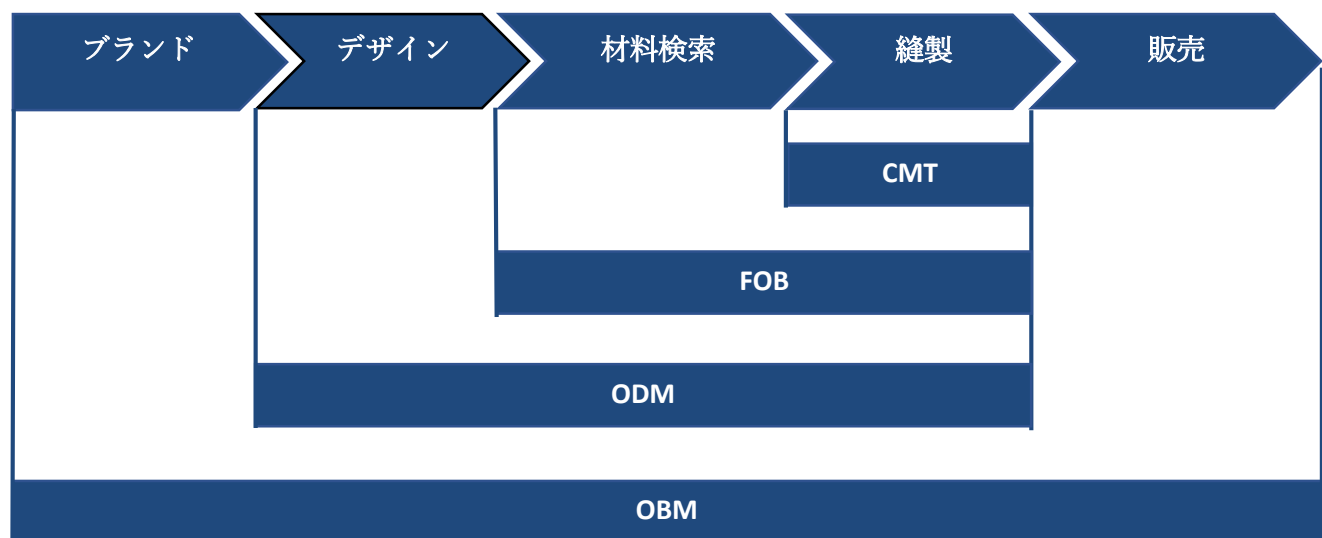
TNG のコア事業は輸出用繊維製品生産及び TNG ファッションブランド販売・生産である。伝統的な事業に加えて、TNG は Thai Nguyen 省での潜在的な案件を伴う不動産業への長期的な開発戦略を有している。

また、2022 年初には、TNG は Tre テクノロジーソリューション支店を確立した。主な製品は繊維・アパレル企業向け管理ソフトである。



(i) 輸出用縫製製品事業

TNG は CMT(縫製加工)と FOB という主な方法に基づく、縫製製品輸出受注を実施している。



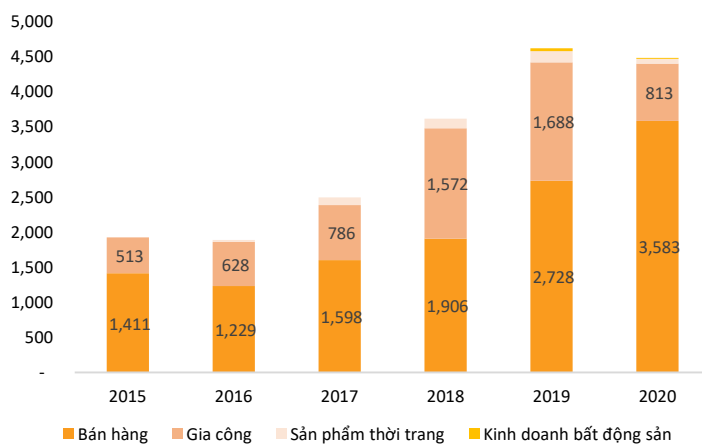
CMT: CUT – MAKE – TRIM

繊維・アパレル業には、CMT 受注は(1)Cut: 顧客のデザインの事前に印刷されたファブリックロールからファブリックを切り取ります; (2)Make: お縫製・ステック・生地のパッチを完成品にする; (3)Trim: 衣料品からの糸のトリミングとクリーニングを含む。

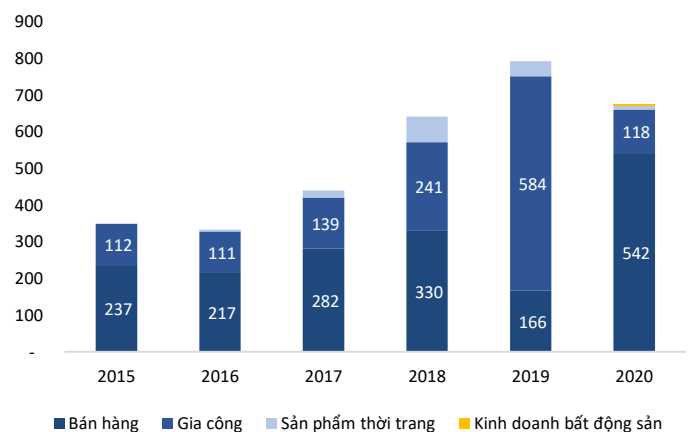
FOB: FREE ON BOARD:

CMT 受注に比べて、FOB 受注の場合、繊維・アパレル企業が製品を完成するために原材料の購入を担当します。このことのおかげで、繊維・アパレル企業は投入原料のイニシアチブを取ることができるが、企業が財務リスクと高い資本原を負担します。そのために、FOB 受注は CMT 受注より高い利益率がある。

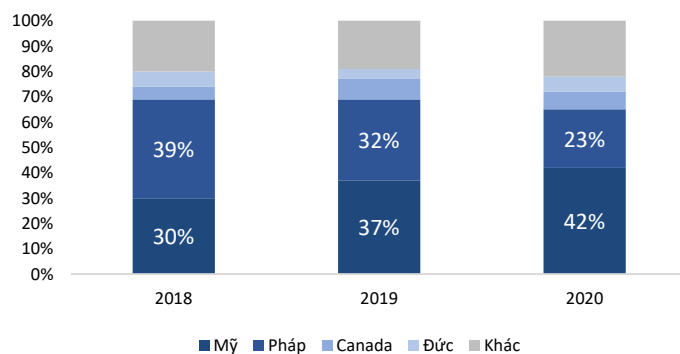
TNGの収入構成



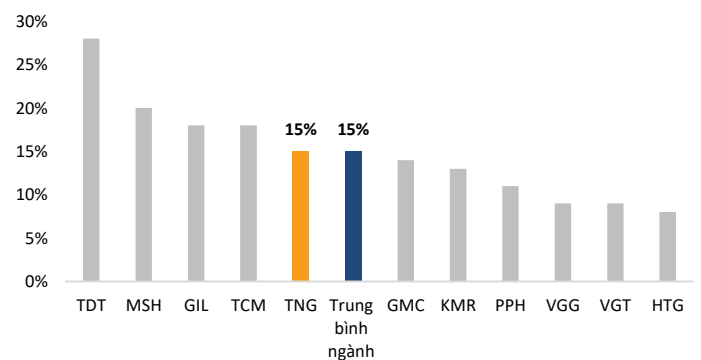
TNGの売上総利益構成



TNGの輸出市場の割合



繊維・アパレル企業の2020年売上総利益率



ソース: TNG

(iii) 不動産事業

不動産案件の開発は TNG が長期的な戦略的運営を計画している新事業活動である。

TNG の不動産案件

順番	案件	タイプ	地位	情報	投資金(10億ドン)	進捗
1	TNG Village 1	アパート	Thái Nguyên センター	面積: 2,841 m2 戸数: 186 戸	160	販売済戸数: 138 戸, 賃貸中戸数: 48 戸
2	Sơn Cẩm 1	工業団地	Xã Sơn Cẩm, Thái Nguyên	商業用土地面積: 49 ha 販売価格: 110USD (VAT を含まない)	1,128	クリアランス完了、販売中
3	TNG Village 2	アパート	Thái Nguyên センター	面積: 8,114 m2 戸数: 605 căn	865	計画部門に申請書を提出する
4	TNG Landmark	アパート	Thái Nguyên センター	面積: 11,000 m2	1,300	入札中
5	Đại Thắng 都市区	都市区	Phổ Yên, Thái Nguyên	面積: 11.5 ha 土地スロット数: 280 スロット 労働者の住宅ニーズに応える	360	入札中
6	Tiến 都市区	都市区	Phổ Yên, Thái Nguyên	面積: 27 ha 土地スロット数: 920 lô 労働者の住宅ニーズに応える	885	入札中

投資観点

TNG は繊維・アパレル業の前向きな見通し及び縫製ラインの生産能力の拡大から恩恵を受けると期待しています。

BSC は(1)生産活動が中断されない、(2)繊維・アパレル受注の価値が引き続き成長する、(3)ベトナムが競合国よりも有利があるという要素のおかげで、繊維・アパレル業の 2022 年前向きな見通しを評価しております。

2021 年第3四半期には、エピソードを防ぐための政府の社会的離隔措置(特に南部の州)は顧客の繊維・アパレル受注に大きな影響を与えた。しかし、BSC はベトナム政府がワクチン接種を超高速で実施したことと共に死亡率の急激な低下を見ると、2022 年に社会的離隔措置を適用する可能性が低いことで、工場の生産活動は確保されると評価しております。

現在まで、ほとんどの繊維・アパレル企業は 2022 年第 2 四半期まで、更に 2022 年第 3 四半期に受注を受け付けています。BSC は(1)エピソード後の買いものに需要が成長し続ける時に、ファッションブランドが販売見通しについて楽観的な見方を維持している、(2)ベトナムに受注をシフトする傾向が続いているのは 2022 年に受注価値の成長を確保すると考えております。

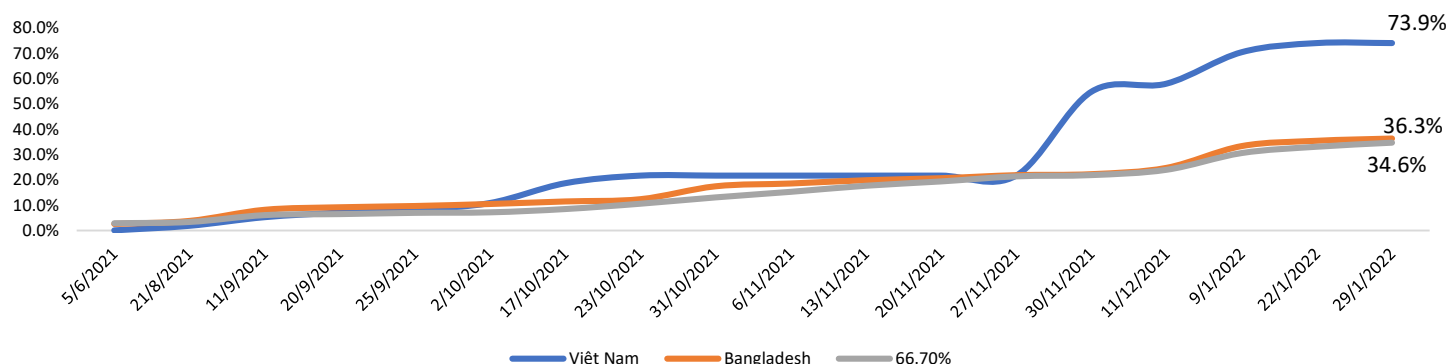
企業	現在の時点で受注価値
ベトナム繊維・衣料総公社(VGT)	2022 年第 2 四半期まで
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG)	2022 年第 3 四半期まで
CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (TCM)	2022 年 8 月～9 月まで
Tổng CTCP May 10 (M10)	2022 年第 2 四半期まで

ソース: BSC

BSC は、中国から人件費の低い国に受注をシフトするという長期的な傾向に加えて、高いワクチン接種率と政治的安定性のおかげで、ベトナムが 2022 年にバングラデシュなどのライバル国に比べて恩恵を受けると予測しております。

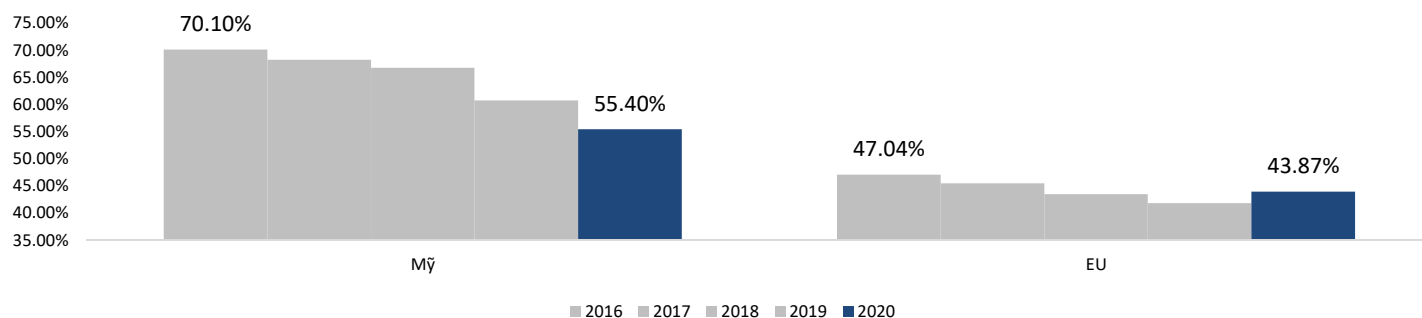
現在、バングラデシュとミャンマーの 2 回ワクチン接種率はそれぞれ、35.7%と 34.6%であり、ベトナムの 73.9%より低かった。また、バングラデシュとミャンマーでの感染者率が高い水準を引き続き記録していることで、政府が社会的離隔措置を適用する可能性がある。これは繊維・アパレル業の生産活動に影響するだろう。

2回ワクチン接種率

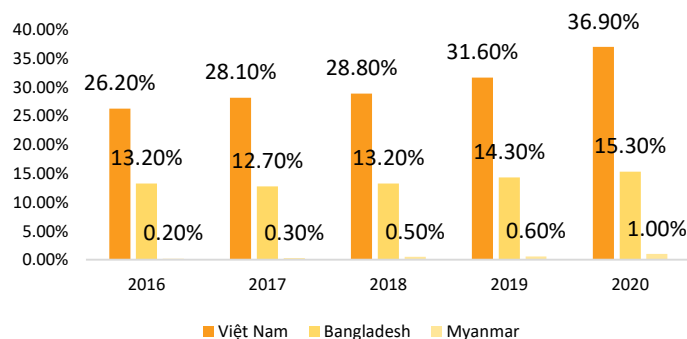


ソース: Our World in Data

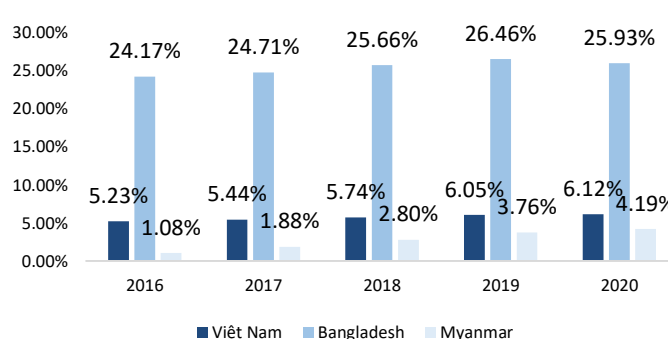
米国とEUにおける中国の繊維・アパレル業の市場シェアは低下し続けています。



米市場での繊維・アパレル業の市場シェア



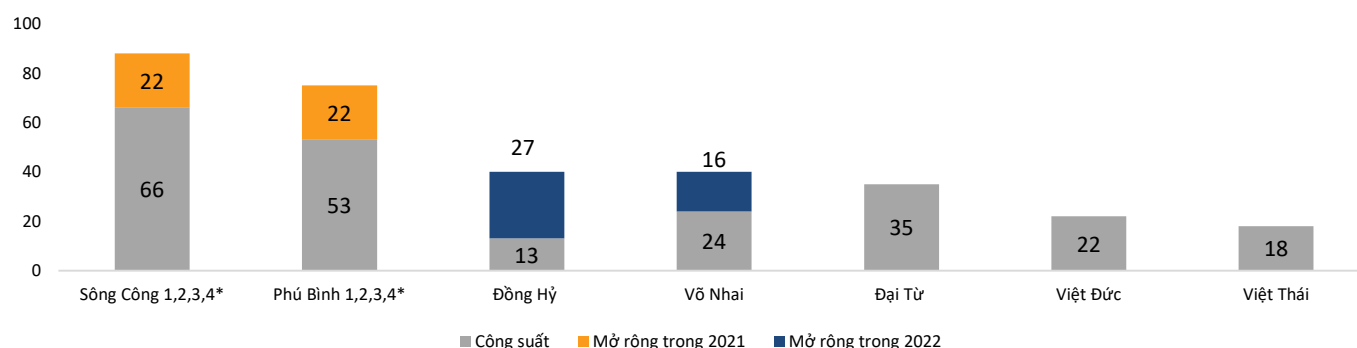
ヨーロッパでの繊維・アパレル業の市場シェア



ソース: Trademap

繊維・アパレル業が多くの前向きな要素がある背景には、ベトナムでの大手な繊維・アパレル企業の1つである TNG が恩恵を受けると期待されています。TNG の代表者によると、ほとんどの顧客は TNG の受注を増やす必要があるために、TNG が需要を満たすためにラインを拡大している。特に、TNG は前向きな受注需要の背景には、現受注の価格が 5~10%に上昇したと述べた。

TNGの工場別ライン生産能力



*: 2021 年末から拡大ライン

ソース: TNG

(2) Son Cam 工業団地区からの特別な利益に期待

BSC は TNG が 2022 年に Son Cam 工業団地区からの特別な利益を計上すると期待しております。BSC は 2022 年には、TNG の収入を 5,170 億ドン、利益を 970 億ドンと予測しております。

現在、TNG は土のクリアランスを完了し、その後、水道工場の建設を着工する。TNG の代表者によると、TNG は土地の 6 ヘクタールを賃貸するためにプラスチック企業と覚書 (MOU) に署名した。

Son Cam 工業団地区の概要

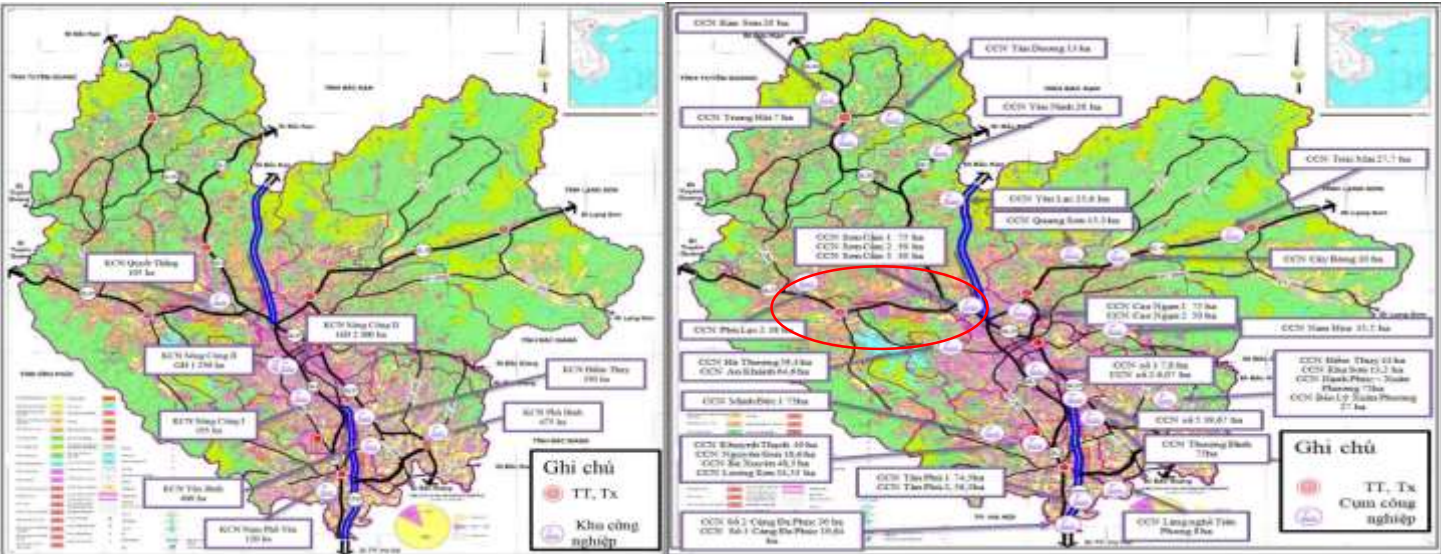
情報	
地位	Thái Nguyên 市の北、1B 国道の向かい
Hà Nội 都市から	92 km
Nội Bài 国際空港からの距離	58 km
Thái Nguyên 市からの距離	9 km
賃貸価格予定	110 USD (VAT を含まない)
面積の合計	70 ヘクタール
商業用土地面積	49 ヘクタール

Thái Nguyên での工業団地区に関する情報

2020 年には、Thái Nguyên 県には、現在 7 つの工業団地区と 35 つの工業帯があり、面積が 3,965 ヘクタールであり、工業用面積が 2,916 ヘクタールである。

現在、Thái Nguyên で工業団地区の入居率は 79.2%であり、そのうち、Yên Bình 工業団地区、Sông Công II 工業団地区と Diềm Thụy – A 区工業団地区の入居率は約 92~100%である。

工業帯の入居率は 44%である。特に、繊維・アパレル業の労働者の割合は総労働者の 69%を占めている。



ソース:Thái Nguyên 県人民委員会

Thái Nguyên での工業団地区に関する情報

順番	工業団地区	地位	規模(ヘクタール)
1	Sông Công I 工業団地区	Sông Công, Thái Nguyên	195
2	Sông Công II 工業団地区	Sông Công, Thái Nguyên	550
3	Yên Bình 工業団地区	Phổ Yên, Thái Nguyên	400
4	Nam Phổ Yên 工業団地区	Phổ Yên, Thái Nguyên	120
5	Quyết Thắng 工業団地区	Thái Nguyên	105
6	Diềm Thụy 工業団地区	Phổ Yên, Thái Nguyên	350
7	Phú Bình 工業団地区	Phú Bình, Thái Nguyên	675

ソース: Thái Nguyên 県人民委員会

2021 年業績のアップデート

10 億ドン	2021	2020	% YoY	評価
売上高	5,443	4,480	21.4%	TNG は伝統的な繊維・アパレル受注の増加及び不動産事業の収入を計上したことで、2021 年の好調な収入を達した。とりわけ、繊維・アパレル事業と不動産事業の収入はそれぞれ、前年比 18%増となり、同 12 倍増となった。 顧客の割合は Decathlon が 29%を占め、TCP が 10%を占めている。 売上総利益率は 14%で、前年同期の 15%から減速した。BSC は売上総利益率の減少が投入費用が 2021 年に増加したことから由来したと評価しております。 しかし、販管費用の削減は TNG の利益率を改善させた。
売上総利益	774	675	15%	
売上総利益率	14.2%	15.0%		
販売費用	(87)	(146)	-41%	
管理費用	(289)	(218)	33%	
販管費用/売上高	6.9%	8.1%		
EBIT	451	327	38%	
金融活動による収入	60	34	76%	
財務費用	(170)	(144)	18%	
税引前利益	281	185	53%	
税引後利益	233	153	53%	
税引後利益	4.3%	3.4%		
EPS	2,384	1,765		

リスク

高い負債比率に関するリスク(TNG の負債／株主資本の比率が 1.4 であるが、業界の中位が 0.6 である)だ。

予測と評価

BSC は FCFF と PE 方法に基づく、TNG の 2022 年理論価格を 2022 年 2 月 18 日の終値比 26%増の 4 万 1,700VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

繊維・アパレル事業

- BSC は 2022 年には、繊維・アパレル受注の価値を前年比 19%増の 6 兆 4,010 億ドンと予測しております。
- 売上総利益率は 16%で、前年の 14%から上昇します。

不動産事業

- Son Cam 工業団地区での収入と利益はそれぞれ、5,170 億ドン、970 億ドンを達します。

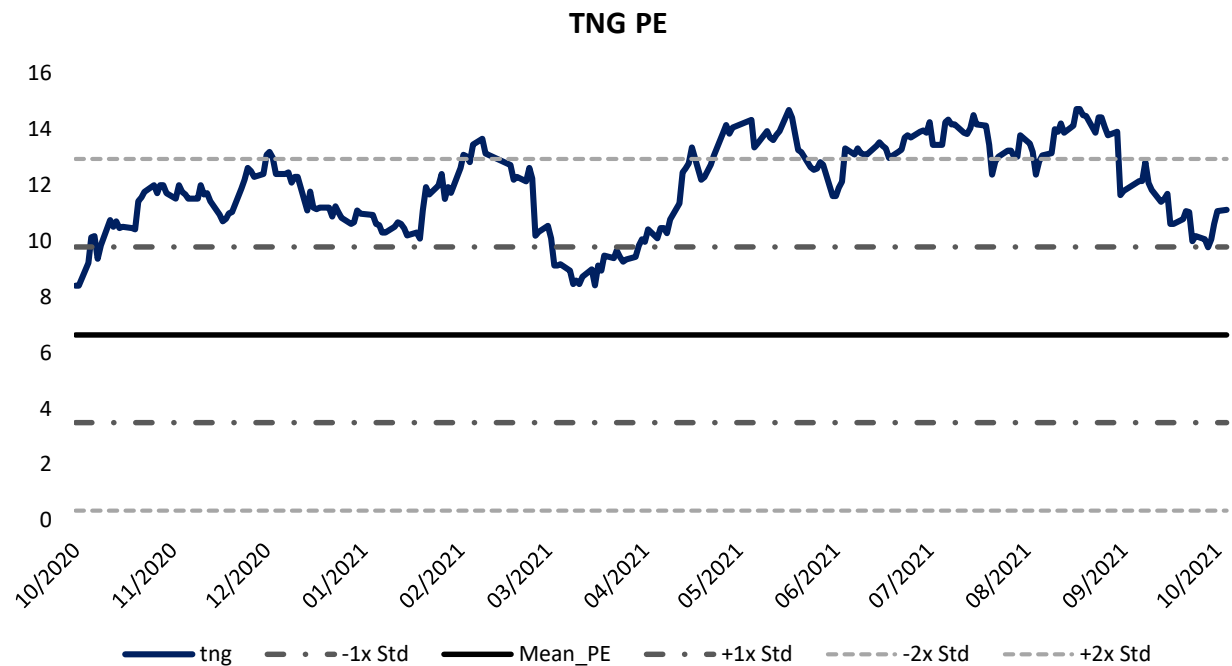
不動産事業の業績を含む TNG の業績予測

単位:10 億ドン	2020	2021	2022F	2023F
売上高	4,612	5,443	6,948	7,160
繊維・アパレル事業の収入	4570		6,401	6,877
不動産事業の収入	42		517	258
販売原価	(3,825)	(4,669)	(5,813)	(5,969)
売上総利益	787	774	1,135	1,191
売上総利益率	17.1%	14.2%	16.3%	17.3%
販売費用	(130)	(86)	(128)	(138)
販売費用率	2.8%	1.6%	1.8%	1.9%
管理費用	(249)	(289)	(366)	(393)
管理費用率	5.4%	5.3%	5.3%	5.5%
税引前利益	288	281	503	505
税引後利益	230	233	402	404
EPS	1,765	2,384	4,200	4,300
繊維・アパレル事業の EPS			3,280	3,820
不動産事業の EPS			920	480

ソース: BSC Research

繊維・アパレル事業

PE 方法: BSC が利用している TNG の目標 PE は 13.xである。



上場繊維・アパレル企業

銘柄	時価総額(1 兆 VND)	ROE	P/B	P/E
VGT	12.3	3.9%	1.9	43.1
TCM	4.60	10.1%	2.7	28.2
MSH	3.85	28.2%	2.5	9.6
STK	3.66	24.8%	3.1	13.4
PPH	2.28	17.1%	1.4	8.7
VGG	2.01	5.3%	1.1	20.2
HTG	0.76	12.6%	1.6	12.5
TNG	2.78	15.5%	1.9	12.0
中位			1.9	15.5

	2021	2022F*	2023F*
EPS	2,384	3,280	3,820
P/E		13	13
目標価格		42,600	49,700

*: 繊維・アパレル事業の EPS

FCFE 方法:

平均資本費用	
Rf	6.0%
Beta	1.7
Ke	18%
Kd	9%
E/A	40%
税	20%
WACC	13%
g	4%

	2022F	2023F	2024F
企業のフリーキャッシュフロー	142	393	4,226
現価値	5,298		
企業の総価値	5,474		
負債	2,078		
株主資本	3,395		
流行中株数	92,698,779		
株価(VND)	36,600		

不動産事業の評価

現在、BSC が Son Cam 工業団地区を含む不動産事業を評価するという仮定を基づく。

	2022F	2023F	2025F
賃貸面積(ヘクタール)	20	10	10
賃貸価格(USD)	110	110	110
純キャッシュフロー	85	58	
割引金利	6%		
案件の価値	187		
流行中株数	92,698,779		
NAV	2,000		

	価格	割合	平均価格
FCFF	36,600	50%	18,400
P/E	42,600	50%	21,300
不動産			2,000
目標価格			41,700
現値			33,000
Upside			26%

BSC は FCFF と PE 方法に基づく、TNG の 2022 年理論価格を 2022 年 2 月 18 日の終値比 26% 増の 4 万 1,700VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

