

2023年8月30日 - HSX: MWG
業界: 小売り業界

推奨

買い

テーゾイジードン投資株式会社(HSX: MWG)
太陽に向かって

現値:	52,900
前理論価格	55,300
前理論価格	63,800
配当率	N/A
上昇率	+21%

レポート作成日:	30/8/2023
流行中株数(100万)	1,463
時価総額(10億ドン)	55,920
過去6ヶ月平均売買高	3,018
外国人投資家保有率	49%

株主構成	
小売り世界投資有限公司	10.5%
DC 海外	7.94%
Arisaig Asean Fund Limited	4.99%
Nguyễn Đức Tài	2.4%

分析者:

Phạm Thị Minh Châu

(小売り業界)

Chauptm@bsc.com.vn

評価

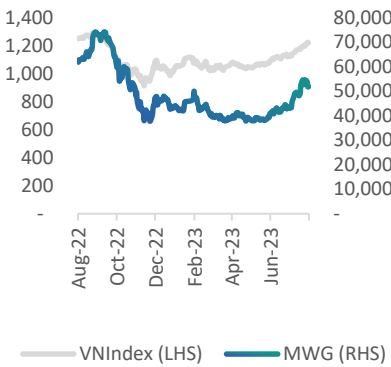
BSC は DCF 方法及び SOTP 方法を基づく、MWG の 2023 年理論価格を 2023 年 8 月 29 日の終値比 21%増の6万 3,800VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

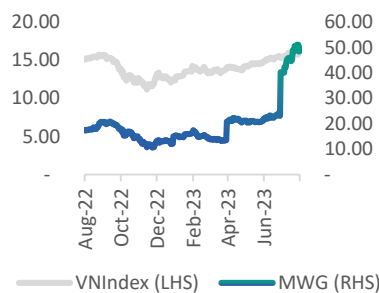
BSC は MWG の売上高及び営業利益率を 2023 年にはそれぞれ、前レポート比 -7%、-1.7ppt、2024 年にそれぞれ、前レポート比-5%、-0.7ppt と下方修正しております。

- 携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh: 競争圧力及びシェア拡大のための割引サービス戦略
- 食料チェーンの Bach Hoa Xanh は業績にはハイライトとなると期待されている。2023 年下半期には、コスト管理及び運用最適化のおかげで、各店舗の収入及び営業利益率を 2023 年にそれぞれ、前レポート比+9%、+0.05ppt、2024 年にそれぞれ、前レポート比+13%、+0.28ppt と上方修正しております。

株価の推移



P/E の推移



BSC は経営分野の中期見通しを上方修正しております。

- 携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh: 2023 年～2026 年期間における収入の CAGR(年平均成長率)を 6%から 9%に上方修正しております。
- 食料チェーンの Bach Hoa Xanh: 2023 年～2026 年期間における収入の CAGR(年平均成長率)を 15%から 18.5%に上方修正しております。2026 年の予想営業利益率は 2.3%で維持し、MWG の税引き後利益の 15%を占める。

CATALYST

- 「Bach hoa XANH」店舗チェーンが第三者割当発行を実施するのは MWG を再評価する。

投資観点

- 携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh は 2023 年上半期には、シェアが+5%から+10%に拡大した。次の 2~3 年に需要が回復したら、収入が成長率を維持し、利益率が上昇すると期待されている。
- 食料チェーンの Bach Hoa Xanh は 2023 年 7 ヶ月の各店舗の月収が前年同期比+10%から+15%増となった。2023 年末及び 2024 年の営業利益率が 0.9%となり、経営効率点に達すると予測されている。2023 年下半期には、食料チェーンの Bach Hoa Xanh は営業活動を徐々に最適化すると計画する。
- キャッシュフローを守るために、他のチェーンの拡大を停止し、営業活動の最適化を注力する。

投資リスク

- 需要は引き続き減少し、利益率は期待より低いリスク
- 食料チェーンの Bach Hoa Xanh の営業効率は期待より低いリスク

	2021*	2022	2023F	2024F	業績	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	16	19	67	18	売上高	122,958	133,405	121,424	139,760
PB (x)	1.8	3.2	3.2	2.8	売上総利益	27,632	30,782	23,067	28,307
ROE (%)	8%	7%	2%	7%	税引後純利益	4,904	4,102	1,154	4,375
ROA (%)	24%	17%	5%	16%	EPS	3,348	2,801	788	2,987

2023 年 7 ヶ月には市場シェア及びキャッシュフローを守る戦略と一致していた。

2023 年上半期の業績

10 億ドン	2023 年 第 2 四 半期	%QoQ	% YoY	業績アップデート:
売上高	29,465	9%	-14%	業績アップデート: 2023 年第 2 四半期の業績と 2023 年第 1 四半期時点での予想の比較 -売上高及び税引前利益はそれぞれ、予想比-3%減、-70%減となった。シェア競争の圧力は予測より強くなったという原因である。 (1) 収入: +携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh の収入:夏の暑い時間が短かったため、予想比-4.3%減となった。 +食料チェーンの Bach Hoa Xanh:収入は顧客の買い物の頻度が前四半期比+20%増となったことで、予想比+1.5%増となった。
原価	(24,024)	10%	-11%	
売上総利益	5,441	4%	-26%	
財務収入	585	63%	97%	
財務費用	(397)	34%	10%	
借入利息	(385)	30%	5%	
販売費用	(5,211)	9%	8%	
一般管理費	(229)	-29%	-54%	
経営活動による利益	189	12%	-90%	
他の収入	9	-30%	-51%	

2023年8月30日 - HSX: MWG

税引き前利益	130	-18%	-92%
法税	(112)	-18%	-80%
税引き後利益	17	-18%	-98%
少数株主持分	0		-99%
少数株主利益等控除利益	17	-18%	-98%
指数	0	0	
売上総利益率	18%	-0.8 bsp	-2.9 bsp
純利益率	0%	-0.0 bsp	-3.2 bsp
販管費用/収入の比率	18%	-0.4 bsp	+3.0 bsp

(2) 営業利益率:

+携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh は 2023 年第 2 四半期から割引サービスを展開したことで、営業利益率が予想比-1.5ppt 減となった。

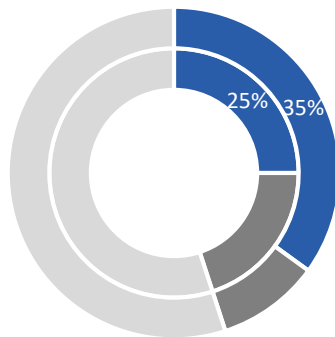
+2023 年上半期には、電気価格が上昇した背景に、Bach Hoa Xanh は不必要な費用の削減を注力し、敷地価格を商談したが、運用コスト及び流通コストを期待の通りに厳しく最適化していなかった。営業利益率は予想比-1.3ppt 減となった。

BSC は(1)マクロ経済が明るくなる、(2)季節性のおかげで、MWG の 2023 年下半期の業績が回復すると期待しております。

ソース: MWG, Fiinpro

MWG は 2023 年上半期には Iphone のシェアが全市場に大きく占めた。2023 年の Iphone のシェアは約 10%増となると期待。

再配置計画



■ Thị phần MWG ■ Hàng xách tay ■ Bán lẻ khác



ソース: MWG 及び BSC research

業績アップデート: 2023 年 7 月別には、売上高は前月比+5%増の 9 兆 9,200 億ドンに達した。

1. 携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh は売上高が前月比+2%増となった。需要が回復していない背景には、この増収は携帯電話事業が 2023 年 3 月に比べて+20%~30%増、電気機器事業が同+25%~30%増となったということから由来した。

=>BSC は MWG が Apple 製品及び低価格製品セグメントのシェアを拡大したことで、携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh の業績見通しを「有望」と引き続き評価しております。

2. 食料チェーンの Bach Hoa Xanh は売上高が前月比+9.2%増、前年同期比+20%増の 2 兆 8,000 億ドンに達した。各店舗の月収は 16 億 6,000 万ドンに達し、予想月収(15 億ドン)を越えた。

2023年8月30日 - HSX: MWG

⇒ BSC は下記の要素を基づく、食料チェーンの Bach Hoa Xanh が 2023 年第 4 四半期には利益を計上すると期待しております。

- Bach Hoa Xanh は新規顧客数を増やし、顧客の買い物の頻度を増やし、受注価値を引き上げることを通して、収入の成長率を 5%~10%/月で維持する。
- MWG は運用コストの最適化するように努力している。

業績予測修正

		携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh			食料チェーンの Bach Hoa Xanh		
		2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
修正前	各店舗の収入	2.68	2.31	2.52	1.18	1.39	1.52
	%YoY	-9%	-14%	9%	-4%	18%	9%
	期待営業利益率 (%)		3.80%	4.30%	-11.0%	-2.2%	0.20%
		8%					
修正後	各店舗の収入	2.68	2.03	2.27	1.18	1.52	1.72
	%YoY	-9%	-24%	11%	-4%	29%	13%
	期待営業利益率 (%)	8%	2.06%	3.64%	-11%	-2.0%	0.9%
修正		シェア拡大のための割引サービス戦略は収入を中期には増やす原動力となっている。			2023 年下半期には、顧客の買い物の頻度を増やし、運用コストを最適化するのは食料チェーンの Bach Hoa Xanh の利益を上げる可能性がある。		

ソース: MWG, BSC 予測

2023 年~2024 年期間における業績予測修正

	2022A	2023F	2024F	
携帯チェーンの The gioi di dong	34,685	29,992	35,890	BSC は MWG の売上高及び営業利益率が 2023 年にはそれぞれ、前レポート比-7%、-1.7ppt、2024 年にそれぞれ、前レポート比-5%、-0.6ppt と下方修正しております。
%YoY	9.8%	-13.5%	19.7%	
家電販売チェーンの Dien May Xanh	68,970	56,812	63,667	
%YoY	10%	-18%	12%	(1) 携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh: 競争圧力及び ICT(情報通信技術)事業及び電気機器(CE)事業のシェア拡大のための割引戦略により、BSC は 2023 年及び 2024 年の営業利益率をそれぞれ 3.8%から 2.1%に下方修正、4.3%から 3.6%に下方修正しております。
食料チェーンの Bach Hoa Xanh	27,081	31,311	36,096	(2) 食料チェーンの Bach Hoa Xanh は業績にハイライトとなる。
%YoY	-4%	16%	15%	+食料チェーンの Bach Hoa Xanh 店舗への顧客の買い物の頻度が増加し、受注価値が回復したことで、BSC は 2023 年及び 2024 年の各店舗の収入を前予想比+9%、+13%に上方修正しております。
売上高	133,405	121,424	139,760	
%YoY	8.5%	-9.0%	15.1%	
売上総利益	30,782	23,067	28,307	
売上総利益率	23.1%	19.0%	20.3%	
販売費	(21,790)	(19,709)	(21,313)	
一般管理費	(2,348)	(2,124)	(2,297)	
販管費用/売上高	18.1%	18.0%	16.9%	
EBIT	6,644	1,234	4,697	

2023年8月30日 - HSX: MWG

EBIT 率	5.0%	1.0%	3.4%
財務収入	1,313	2,032	2,241
財務費用	(1,383)	(1,436)	(1,499)
税引き後利益	6,056	1,700	5,387
少数株主利益等控除利益	4,100	1,153	4,373
税引き後利益率	3.1%	0.9%	3.1%
%YoY	-16%	-72%	279%
EPS	2,801	788	2,987
P/E	18.8	66.8	17.6

+2023 年下半期には、電気価格上昇にもかかわらず、食料チェーンの Bach Hoa Xanh がコストを厳しくコントロール、運用を最適化することのおかげで、2023 年及び 2024 年の営業利益率は前予想比+0.02ppt 増、+0.71%ppt 増となると予測されている。

BSC は 2024 年には、MWG の売上高が前年比+15%増の 138 兆 7,500 億ドン、少数株主利益等控除利益が同+279%増の 4 兆 3,730 億ドン、EPS FW が 2,987VND/株、P/B FW が 18x となると期待しております。

ソース: MWG, Fiinpro, BSC 予測

業績についての観点

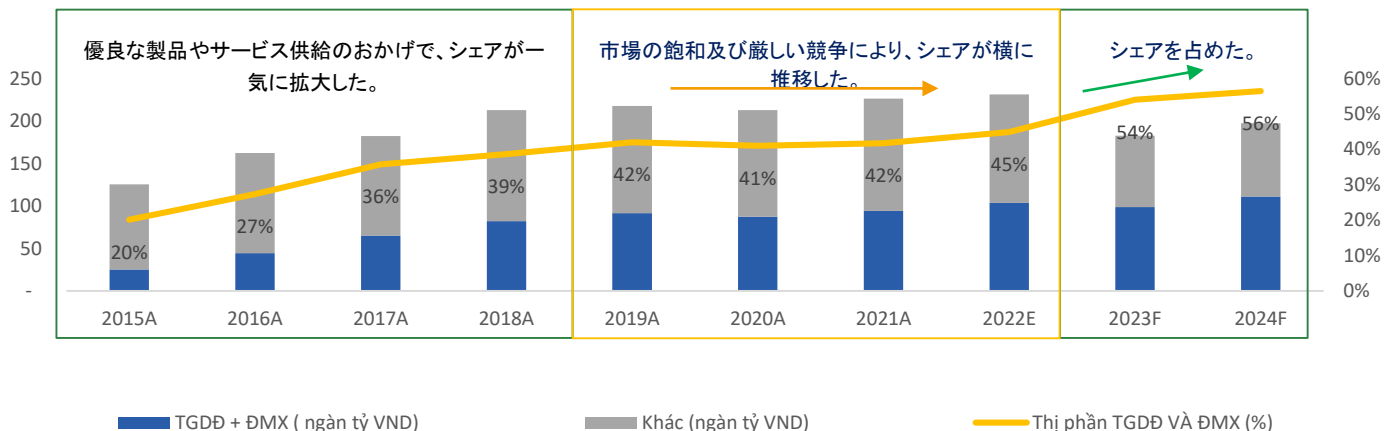
短期観点から、ICT(情報通信技術)事業の需要が回復兆しを見せていないのは短期的に MWG の業績に影響を及ぼす可能性がある。そのために、BSC は MWG の 2023 年~2024 年期間における売上高及び営業利益率を下方修正しております。

しかし、中期的観点から、MWG はシェア及びキャッシュフローに関する戦略を一貫して実施している。そのために、BSC は MWG の業績を「有望」と引き続き評価しております。

(1) 携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh

- 2023 年には、事業によって、シェアが 5%~10%増となる。
- シェアが拡大されたら、利益率も中期的に上昇する。

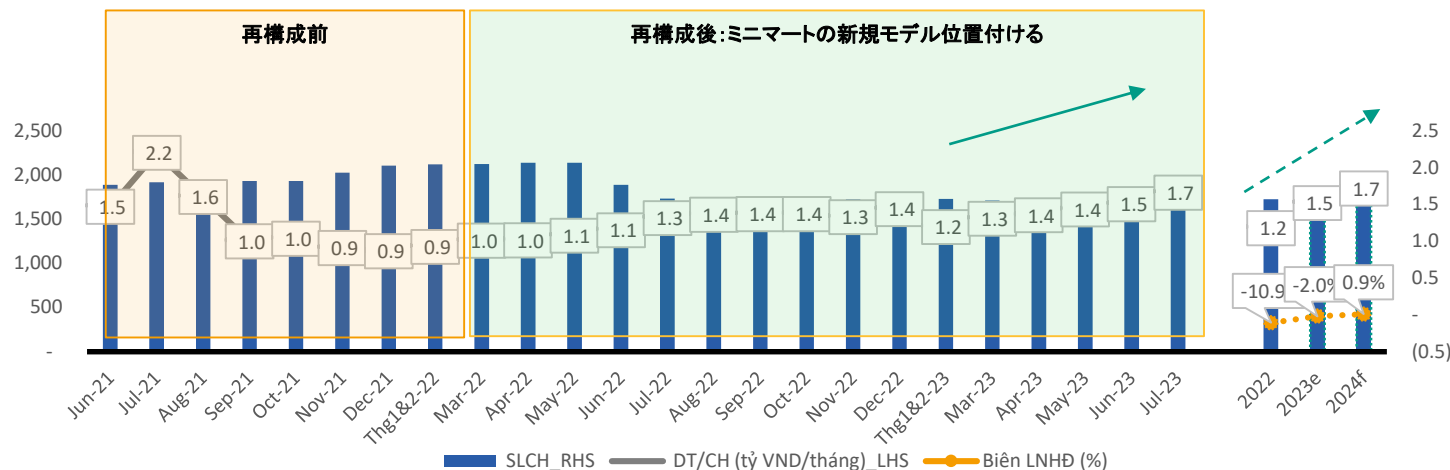
そのために、BSC は(1)2023 年~2026 年期間における中期的収入の CAGR(年平均成長率)を 6%から 9%に上方修正しており、営業利益率を 4.9%で評価しております。



ソース: MWG, Euromonitor International, BSC Research

(2) 食料チェーンの Bach Hoa Xanh: 2023 年 7 ヶ月には、収入が増加した。

- BSC は(1)需要回復及び店舗範囲拡大のおかげで、Bach Hoa Xanh が中期的収入を増やし、(2)稼働コストを最適化、交渉能力を向上し、MWG へ利益の寄付率を引き上げるということを期待しております。



ソース: MWG、BSC

評価及び推奨

BSCはMWGの2023年理論価格を2023年5月29日に作成されたレポートに比べて31%増の6万3,800VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

(1) DCF 方法によると評価を下方修正

- 2023年のフリーキャッシュフローへの期待を高める。
- 国家銀行の利下げ傾向と共に、加重平均資本コストは12%から10%に減少する。

(2) SOTP 方法によると2024年目標価格の評価を下方修正

- 中期的成長への期待のおかげで、携帯チェーンの The gioi di dong 及び家電販売チェーンの Dien May Xanh の評価を維持している。
- 食料チェーンの Bach Hoa Xanh 及び An Khang ドラッグストアの2024年の収入をそれぞれ、前予想比+7.4%、+2.5%と上方修正しております。
 - 2023年7ヶ月には、食料チェーンの Bach Hoa Xanh は安定的な月収を計上した。また、2023年末～2024年には、稼働を最適化する計画のおかげで、利益を計上する期待されている。
 - An Khang ドラッグストア: 断片的市場からの余地、経営活動を改善する。

MWG の評価

DCF 方法	2023	2024	2025	2026
FCFF	7,587	5,889	7,061	8,135
5年間のフリーキャッシュフローの総価値	7,315	5,159	5,621	5,884
最後の価値	23,978			
最後価値の割引	65,621			
割引の総価値	89,599			
債務	(19,123)			
			加重平均資本コスト	
			Rf	3.5%
			Beta	1.2

2023年8月30日 - HSX: MWG

現金	23,516		Ke	13%
企業の総価値	93,991		Kd	8%
流行中株数(100万株)	1,464		E/A	44%
合理的な価格(VND/株)	64,200		WACC	10%
SOTP 方法	合理的な価格	方法	(倍)	
	(10億ドン)			
携帯チェーンの The gioi di dong 及び家	48,253	目標 P/E	13.3	
電販売チェーンの Dien May Xanh		目標 P/S	1.4	
食料チェーンの Bach Hoa Xanh	50,534	目標 P/S	1.0	
An Khang ドラッグストア	3,197			
EV	101,984			
流行中株数(100万株)	1,464			
2024年の合理的な価格	63,300	MOBILE WORLD	53,600 đ	75,614
方法	価格	比率	平均価格	
DCF 方法	64,200	60%	38,520	
SOTP 方法	63,300	40%	25,320	
目標価格			63,800	
現値			52,900	
Upside			21%	
推奨			買い	

ソース: BSC Research

2023年8月30日 - HSX: MWG

付録

業績(10億ドン)	2021	2022	2023	2024	キャッシュフロー会計 (10億ドン)	2021	2022	2023	2024
売上高	122,958	133,405	121,424	139,760	税引後利益	6,474	6,056	1,700	5,387
売上原価	(95,326)	(102,623)	(98,357)	(111,453)	原価償却及び割当て	2,921	3,582	3,090	3,349
売上総利益	27,632	30,782	23,067	28,307	流動資本変更	(6,997)	761	3,408	(1,744)
販売費用	(17,914)	(21,790)	(19,709)	(21,313)	他の修正	(2,118)	(3,128)	(1,975)	(2,489)
企業管理費用	(3,823)	(2,348)	(2,124)	(2,297)	営業活動からキャッシュ フロー	174	7,924	5,238	3,357
営業利益/損失	5,895	6,644	1,234	4,697	固定資産購入額	(4,977)	(4,412)	(1,040)	(1,295)
金融活動収益	1,288	1,313	2,032	2,241	その他の投資額	(6,278)	6,014	(9,210)	1,919
金融活動費用	(715)	(1,383)	(1,436)	(1,499)	投資活動からキャッシュ フロー	(11,255)	1,602	(10,250)	624
借入費用	(674)	(1,362)	(1,429)	(1,476)	配当金	(240)	(732)	(732)	(732)
合併・関連会社関連収益	(2)	-	-	-	借入から金額	7,891	(8,062)	2,534	97
他の収益	6	(518)	(130)	(52)	他の未収金	7,877	(8,606)	(732)	(732)
税引前利益	6,474	6,056	1,700	5,387	金融活動からキャッシュ フロー	7,877	(8,606)	1,802	(635)
法人税額	(1,570)	(1,955)	(546)	(1,012)	初期キャッシュフロー	7,348	4,142	5,061	1,851
税引後利益	4,904	4,102	1,154	4,375	中期キャッシュフロー	(3,204)	920	(3,210)	3,346
少数株主持分	3	2	1	2	最後期キャッシュフロー	4,144	5,062	1,851	5,197
少数株主利益等控除利益	4,901	4,100	1,153	4,373					
EBITDA	8,815	10,233	4,331	8,052					
EPS	3,348	2,801	788	2,987					

バランスシート(10億ドン)	2021	2022	2023	2024	指数(%)	2021	2022	2023	2024
現金及び現金相当	4,142	5,061	2,537	6,590	支払能力				
短期投資	14,237	10,059	20,979	20,979	流動比率	1.22	1.72	1.75	1.91
短期未収金	3,162	3,072	2,460	2,832	当座比率	0.51	0.70	0.90	0.99
棚卸資産	29,167	25,696	22,380	24,998	資本構成				
その他流動資産	1,247	743	676	778	負債比率/総資産	0.39	0.30	0.33	0.30
流動資産	51,955	44,631	49,033	56,178	負債比率/株主資本	1.21	0.69	0.79	0.69
有形資産	9,647	9,728	7,670	5,610	稼働能力				
原価償却	(8,420)	(11,188)	(14,301)	(17,655)	棚卸資産回転期間	85.8	69.6	66.6	64.6
建設中非流動資産	-	-	-	-	売掛金回収期間	9.3	8.3	7.3	7.3
長期投資	-	241	241	241	買掛金回収期間	46.6	31.1	32.6	31.6
他の非流動資産	807	671	671	671	現金回転率	48.4	46.8	41.3	40.4
非流動資産	11,016	11,203	9,156	7,097	利益性				
総資産	62,971	55,834	58,189	63,275	売上総利益率	22.5%	23.1%	19.0%	20.3%
買掛金	12,180	8,746	8,787	9,651	税引後利益率	4.0%	3.1%	0.9%	3.1%
短期借入	24,647	10,688	13,222	13,320	ROE	24.1%	17.1%	4.7%	15.6%
他の短期借入	5,766	6,566	5,939	6,423	ROA	7.8%	7.3%	2.0%	6.9%
短期借入総額	42,593	26,000	27,948	29,393	評価				
長期借入	-	5,901	5,901	5,901	PE	15.71	18.78	66.77	17.61
他の長期借入	-	-	-	-	PB	1.84	3.22	3.16	2.75
長期借入	-	5,901	5,901	5,901	成長率(前年同期比)				
負債総額	42,593	31,902	33,849	35,295	売上高	13.3%	8.5%	-9.0%	15.1%
出資金	7,131	14,639	14,639	14,639	EBIT	13.0%	12.7%	-81.4%	280.6%
株式会社化による資本剰余金	558	558	558	558	税引前利益	19.6%	-6.4%	-71.9%	216.9%
未処分利益	12,675	8,724	9,144	12,780	EPS	25.0%	-16.3%	-71.9%	279.2%
他の株主資本	-	-	-	-					
少数株主持分	-	-	-	-					
株主資本総額	20,366	23,918	24,339	27,980					
総資本	62,960	55,820	58,189	63,275					
流行中株数	713	1,464	1,464	1,464					

ソース: BSC Research.

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 ホーチミン 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>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

