

推奨

買い

テーゾイジードン投資株式会社 - (HSX: MWG)
信頼挑戦の期間

現値:	40,650	レポート作成日:	2023年12月19日	株主構成	
前理論価格:	63,800	流行中株数(100万)	1,463	小売業務投資コンサルティング有限公司	10.5%
新理論価格:	52,000	時価総額(10億ドン)	59,471	外 DC ファンド	7.94%
配当率:	N/A	平均売買高	3,018	Arisaig Asean Fund Limited	4.99%
上昇率:	+28%	外国人投資家保有率	44.2%	Nguyễn Đức Tài	2.4%

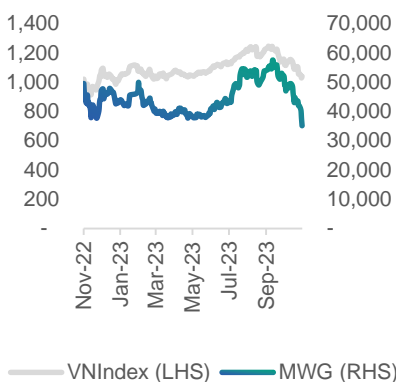
業界分析:

Phạm Thị Minh Châu

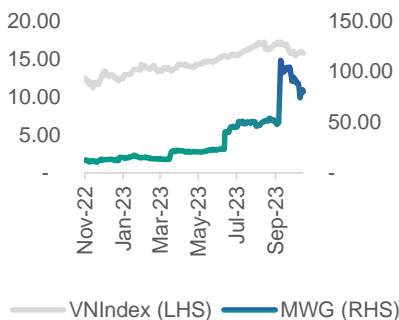
(消費業、小売業)

Chauptm@bsc.com.vn

株価の推移



P/E



投資観点

BSC は SOTP 方法に基づく、MWG の中期的な理論価格を 2023 年 12 月 19 日の終値比 28%増の 5 万 2,000VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

(1)2023 年の予測: 回復需要が期待より遅くなるがめに、税引後利益率は前年比 0.75ppt 減となる。

(2) 2024 年の予測: 税引後利益率は前年比 0.39ppt 減となる。

事業傾向

- 第三者割当による Bach hoa XANH の新株式発行、MWG の再評価に貢献

観察すべきの要素

- 月間の業績: コア事業の売上高は改善傾向を維持するか?
- 四半期間業績: 携帯端末販売店チェーン「thegioididong.com」と家電販売店チェーン「ディエンマイサイン(Dien may XANH=グリーン家電)」の利益率は約 2.5%~3%に回復するか?; 食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH、グリーン百貨)」が利益を計上するか?

投資観点

(1) 携帯端末販売店チェーン「thegioididong.com」と家電販売店チェーン「ディエンマイサイン(Dien may XANH=グリーン家電)」: シェアを維持し、株式を最適化するを通じて、利益率を引き上げる。

(2) 食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH、グリーン百貨)」: 原価償却の削減及び運用最適化のおかげで、2024 年の経営活動による利益率は 1.5%で、前年の-3.7%から上昇すると期待されている。

投資リスク

- 競争圧力及び経済の困難により、業績は予想より低い
- 食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH)の経営効率が期待より低い。

2023年10月の業績のアップデート: 収入は前年同期比4%増となった。

指数	2021*	2022	2023F	2024F	業績	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	16	19	428	22	売上高	122,958	133,405	119,937	127,403
PB (x)	1.8	3.2	3.3	3.0	売上総利益	27,632	30,782	23,042	25,230
ROA (%)	8%	7%	0.3%	6%	税引後純利益	4,901	4,100	180	3,458
ROE (%)	24%	17%	1%	13%	EPS	3,348	2,801	123	2,362

2023年上半期の業績アップデート

収入	Q3/2023	%YoY	9T/2023	%YoY	アップデート
携帯端末販売店チェーン「thegioididong.com」	6,374	-15%	45,687	-11%	2023年第3四半期には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比5%減で前四半期比2.8%増の30兆2,880億VND、同-96%減で同+122%増の390億VNDだった。 利益が予測より大きく減少した。原因は以下の通り。
割合(%)	21%		53%		
家電販売店チェーン「ディエンマイサイン(Dien may XANH=グリーン家電)」	13,463	-13%	23,017	-5%	市場シェアを拡大する計画 <ul style="list-style-type: none"> 「thegioididong.com」と「(Dien may XANH)」: 市場シェアを拡大するために「安すぎる」戦略を継続的に適用したことで、営業利益率が1pptを下落し、売上高が予想を+1.4%上回った。 「Bach hoa XANH」: 悪天候により生鮮製品の破壊コストが高くなったこと及び営業コストの削減が予想を下回ったことで、コア事業の営業利益率は-1.2ppt未満下落した。
割合(%)	44%		27%		
食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH、グリーン百貨)」	8,633	21%	16,851	-37%	「Bach hoa XANH」の再構成を実施した後の資産を売却したことで、費用の900億ドンを発生した。 2023年10ヶ月の業績アップデート: 収入は前年同期比4%増となった。2023年第4四半期には、200店舗カ所うちの12店舗カ所をクロスした。 <ul style="list-style-type: none"> 「thegioididong.com」と「(Dien may XANH)」: 下落力が縮小されて、下落率は2023年9ヶ月の-23%から9%まで縮小された。下落の縮小は iPhone の新モデルの早期販売及び
割合(%)	28%		19%		
	2023年 第3四 半期	%YoY	2023年 9ヶ月	%YoY	
売上高	30,288	-5%	86,858	-16%	
売上総利益	5,678	-23%	16,334	-29%	
売上総利益率	19%	-4ppt	19%	-3ppt	
販売費用	(5,314)	-1%	(15,310)	1%	
販管費用	(342)	8%	(895)	-56%	
販管費用/売上高	19%	+1ppt	19%	+2ppt	

2023年12月19日 - HSX: MWG

経営活動による利益	23	-99%	129	-98%
経営活動による利益率	0.1%	-5ppt	0.1%	-5ppt
財務収入	619	78%	1,564	56%
財務費用	(445)	2%	(1,138)	14%
他の収入	(15)	-94%	(84)	-83%
税引前利益	182	-87%	471	-91%
税引後利益	39	-96%	78	-98%
税引後利益率	0.1%	-3ppt	0.1%	-3ppt

MWG の市場シェアに拡大に寄与した「安価格」販売戦略から由来した。

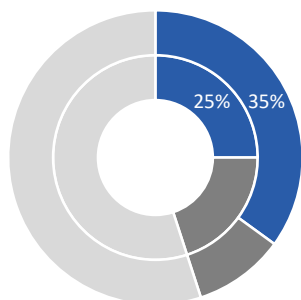
- 「Bach hoa XANH」: 2023年9ヶ月の収入は前年同期比21%増となった。月間収入は17億5,000万 VND/店舗だった。

MWG によると、MWG は 2023 年第 4 四半期にコストの最適化と業務効率の向上に集中する。

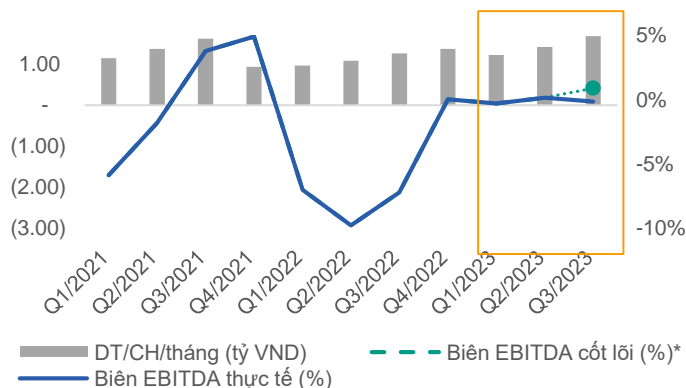
- 「thegioididong.com」と「(Dien may XANH)」: 非効率がある店舗 200カ所を閉じる。
- 「Bach hoa XANH」: 売却費用(約900億 VND)の計上が完了
- 事業の見直しと効率化

「thegioididong.com」と「(Dien may XANH)」は市場シェアを改善したが、利益率が期待より低かった。

「Bach hoa XANH」では、収入が増加したが、EBITDA(税引前利益に支払利息と減価償却費を加算したもの)率は発生費用に影響された。



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



業績予測の調整

		thegioididong 及び Dien may XANH			Bach hoa XANH		
		2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
調整前	収入/店舗	2.68	2.03	2.27	1.18	1.52	1.72
	前年比(%)	-9%	-24%	11%	-4%	29%	13%
	経営事業の利益率(%)	8%	2.06%	3.64%	-11%	-2.00%	0.90%
調整後	収入/店舗	2.68	2.11	2.23	1.18	1.54	1.79
	前年比(%)	-9%	-22%	6%	-4%	31%	16%
	経営事業の利益率(%)	8%	1.66%	2.79%	-11%	-4%	1.5%

- | | | | | |
|----|---|---|---|--|
| 調整 | - | 2023年予測: 2023年10ヶ月の業績を修正し、2023年第4四半期に店舗の閉めた時の発生した費用 | - | 2023年予測: 2023年10ヶ月の業績を修正し、2023年第4四半期に店舗の閉めた時の発生した費用 |
| | - | 2024年予測: 必要の回復は以前の予測より遅い | - | 2024年予測: 受注額が徐々に回復し、経営活動が最適化され、原価償却費が削減され、利益が1.5%になると予測しております。 |
| | - | | - | |

ソース: MWG, BSC 予測

2023年～2024年の期間におけるMWGの業績予測調整

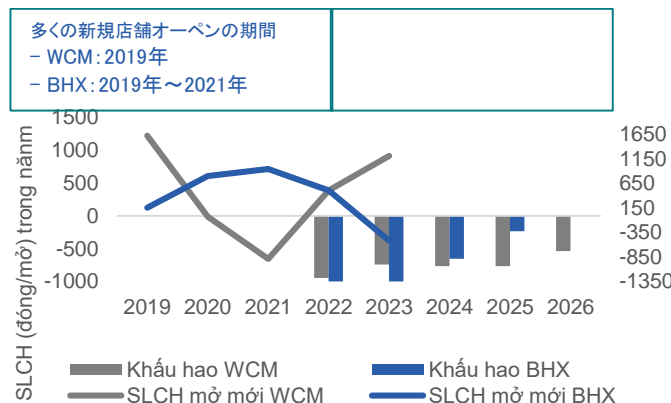
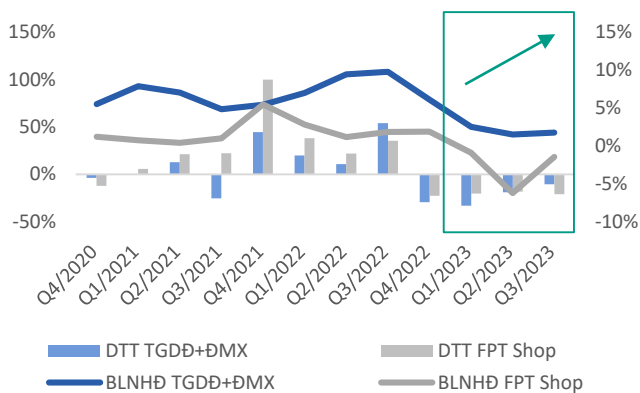
	2020	2021	2022A	2023F	2024F
thegioididong.com	29,525	31,600	34,685	28,864	29,591
前年比(%)	-11.1%	7.0%	9.8%	-16.8%	2.5%
Dien may XANH	57,746	62,709	68,970	56,109	57,290
前年比(%)	-1%	9%	10%	-19%	2%
Bach hoa XANH	21,275	28,157	27,081	31,655	36,597
前年比(%)	98%	32%	-4%	17%	16%
売上高	108,546	122,958	133,405	119,937	127,403
前年比(%)	6.2%	13.3%	8.5%	-10.1%	6.2%
売上総利益	23,954	27,632	30,782	23,042	25,230
売上総利益率	22.1%	22.5%	23.1%	19.2%	19.8%
販売費用	(15,334)	(17,914)	(21,790)	(20,648)	(19,717)
管理費用	(3,404)	(3,823)	(2,348)	(2,225)	(2,125)
管販費用/売上高	17.3%	17.7%	18.1%	19.1%	17.1%
金利税引き前利益(EBIT)	5,216	5,895	6,644	169	3,389
金利税引き前利益率	4.8%	4.8%	5.0%	0.1%	2.7%
金融活動事業による収入	794	1,288	1,313	2,171	2,497
財務費用	(594)	(715)	(1,383)	(1,570)	(1,642)
他の収入	(3)	6	(518)	(114)	(57)
税引前利益	5,413	6,474	6,056	656	4,186
少数株主持分・税引後利益	3,921	4,901	4,100	180	3,458
税引後利益率	3.6%	4.0%	3.1%	0.1%	2.7%
前年比(%)	2%	25%	-16%	-96%	1824%
EPS	2,679	3,348	2,801	123	2,362
P/E	19.6	15.7	18.8	428.3	22.3

ソース: MWG, Fiinpro, BSC 予測

投資観点 - 2023年第3四半期業績に反映した株価の効率:

2023年10ヶ月の業績は予測より低かった。しかし、MWGの業績に影響を与える技術的な要素といくつかの明るい点が見られている。

事業	thegioididong 及び Dien may XANH	Bach hoa XANH
問題	- 弱い購入力と「安すぎる」戦略の適用は利益率を減少させる。	- 経営事業の利益率は予測の通りに利益で証明されていなくて、1回費用が発生した。
観察すべき要素?	- 安い価格の戦略が完了する期間は? - 経営事業の利益率は2023年第4四半期後改善されるか?	- 月間を経て収入改善傾向は維持することができるか? - 2023年第4四半期に発生した費用を除外した時損益分岐点を証明するか?
ポジティブな要素	- 2024年上半期に市場シェアを改善し、プラスな利益を維持する。	- 2024年下半期に収入を連続で改善する。



ソース: MWG, Fiinpro, BSC の予測

MWG の業績への期待は不確定要素が多いものの、

MWG の業績への期待には依然として不確定要素が多いものの、株価の効率はVNインデックスを下回っている。

- 割引された株価: (1) 2023年第3四半期のピークに比べて: 年初比 23%減となり、VNインデックスに比べて10%減となった; (2) 年初比 2%減となり、VNインデックスに比べて11%減となった。
- 外国人投資家の保有率が49%から44.2%に低下したのは2023年の前向きではない見通しを見せた。

そのために、BSC は以下のシナリオを出ております。

シナリオ	ネガティブ	基本的	ポジティブ
仮定		2023年のような一時的な費用を発生しない	
	「Bach hoa XANH」では、原価償却を減少し、経営事業の利益率が前年同期比+1.3ppt 増となる。		
thegioidadong 及び Dien may XANH	- コア事業の利益は回復傾向を計上しない	- 経営事業を改善することのおかげで、利益率は前年比+1.2ppt 増となる。	- 利益率は前年比+1.4ppt 増となる。
Bach hoa XANH		- コア事業の利益率は前年比+0.3ppt 増となる。	- コア事業の利益率は前年比+1.3ppt 増となる
新規店舗オープン計画	- 2025年~2026年の期間には、新規店舗をオープンしない	- 2025年~2026年の期間: 店舗チェーンの拡大を開始し、それぞれ前年比8.8%増となり、同+7%増となる。	- 2025年~2026年の期間: 店舗チェーンの拡大を開始し、それぞれ前年比8.8%増となり、同+14.4%増となる

シナリオ/仮定	ネガティブ	基本的	ポジティブ
売上高(前年比%)_変更なし			
- thegioidadong 及び Dien may XANH:	2.2%	2.2%	2.2%
- Bach hoa XANH:	16%	16%	16%
2024年仮定: 経営事業の利益率(%)			
- thegioidadong 及び Dien may XANH:	1.9%	2.8%	3.0%
- Bach hoa XANH:	-1.4%	1.5%	2.5%
評価			

2023年12月19日 - HSX: MWG

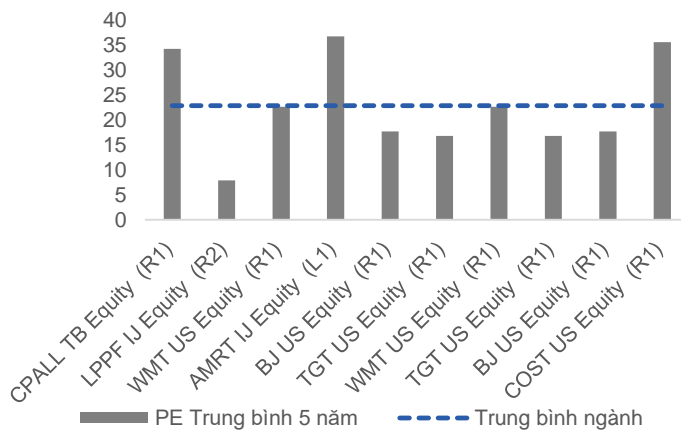
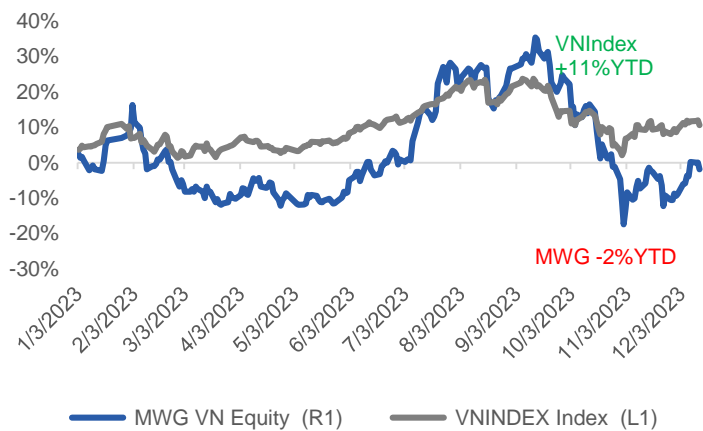
- thegioididong 及び Dien may	20,124	30,372	32,876
XANH:			
- Bach hoa XANH: 2026年か ら利益を割引する	28,871	38,589	45,745
その他	7,109	7,109	7,109
EV	56,103	76,070	85,730
理論価格	38,300	52,000	58,600
Upside	-6%	28%	44%

* 評価:

	ネガティブ			基本的			ポジティブ		
	2024	2025	2026*	2024	2025	2026	2024	2025	2026
売上高	36,597	39,525	41,777	36,597	39,605	43,462	36,597	40,811	46,241
前年比%	16%	6%	3%	16%	8%	10%	16%	12%	13%
新規店舗数	0%	0%	0%	0%	2%	7%	0%	10%	20%
経営事業の利益率(%)	-1%	-0.5%	-0.5%	1.5%	3.5%	4.8%	2.5%	4.0%	5.4%
経営事業の利益	(526)	(204)	(195)	558	1,388	2,097	924	1,625	2,486
方法	P/S			P/E			P/E		
目標 P/S と P/E(x)	0.9			21.3			21.3		
簿価 (VND/株)	33,422			44,671			52,955		
簿価 (VND/株)	28,871			38,589			45,745		
簿価 (USD/株)	1.2			1.59			1.88		

株価は 2023 年業績についての市場予想を反映している

目標 PE は業界の平均 PE より低い



ソース: BSC research, BBG

評価と推奨

BSC は DCF 方法と SOTP 方法に基づく、MWG の理論価格を 2023 年 12 月 19 日の終値比 28%増の 5 万 2,000VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

MWG の評価

SOTP 方法	合理的な価値(10 億 VND)	方法	(x)
---------	------------------	----	-----

2023年12月19日 - HSX: MWG

thegioididong 及び Dien may XANH	30,372	目標 P/E	12.5
Bach hoa XANH	38,589	目標 P/E	21.3
An Khang	2,712	目標 P/S	1
簿価 (VND/株)	71,673		
純債務 (-/+)	4,397		
流行中株数 (100 万株)	1,464		
合理的な価格 (VND/株)	52,000		
現値	40,650		
Upside	28%		
推奨	買い		

ソース: BSC Research

付録

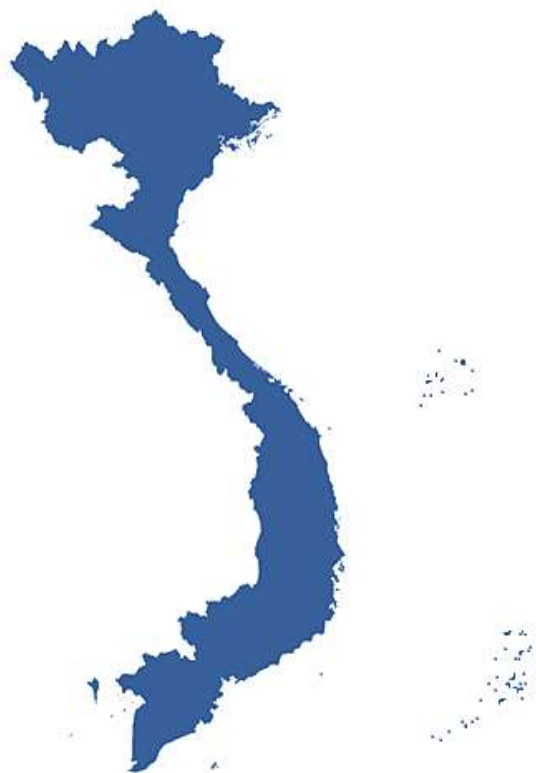
業績(10億ドン)	2021	2022	2023	2024	キャッシュフロー会計(10億ドン)	2021	2022	2023	2024
売上高	122,958	133,405	119,937	127,403	税引後利益	6,474	6,056	656	4,186
売上原価	(95,326)	(102,623)	(96,896)	(102,172)	原価償却及び割当て	2,921	3,582	3,361	2,896
売上総利益	27,632	30,782	23,042	25,230	流動資本変更	(6,997)	761	3,209	(4,167)
販売費用	(17,914)	(21,790)	(20,648)	(19,717)	他の修正	(2,118)	(3,128)	(2,024)	(2,339)
企業管理費用	(3,823)	(2,348)	(2,225)	(2,125)	営業活動からキャッシュフロー	174	7,924	6,756	2,195
営業利益/損失	5,895	6,644	169	3,389	固定資産購入額	(4,977)	(4,412)	(158)	(45)
金融活動収益	1,288	1,313	2,171	2,497	その他の投資額	(6,278)	6,014	(10,920)	1,000
金融活動費用	(715)	(1,383)	(1,570)	(1,642)	投資活動からキャッシュフロー	(11,255)	1,602	(11,078)	955
借入費用	(674)	(1,362)	(1,547)	(1,613)	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)	5,500	(2,295)
他の収益	6	(518)	(114)	(57)	他の未収金	7,877	(8,606)	(732)	(732)
税引前利益	6,474	6,056	656	4,186	金融活動からキャッシュフロー	7,877	(8,606)	4,768	(3,027)
法人税額	(1,570)	(1,955)	(477)	(727)	初期キャッシュフロー	7,348	4,142	5,061	5,507
税引後利益	4,904	4,102	180	3,460	中期キャッシュフロー	(3,204)	920	446	123
少数株主持分	3	2	0	2	最後期キャッシュフロー	4,144	5,062	5,507	5,630
少数株主利益等控除利益	4,901	4,100	180	3,458					
EBITDA	8,815	10,233	3,537	6,290					
EPS	3,348	2,801	123	2,362					

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	5,507	5,630	支払能力				
短期投資	14,237	10,059	20,979	19,979	流動比率	1.22	1.72	1.68	1.92
短期未収金	3,162	3,072	2,430	3,286	当座比率	0.51	0.70	0.93	1.00
棚卸資産	29,167	25,696	22,770	25,950	資本構成				
その他流動資産	1,247	743	668	709	負債比率/総資産	0.39	0.30	0.37	0.33
流動資産	51,955	44,631	52,355	55,555	負債比率/株主資本	1.21	0.69	0.95	0.76
有形資産	9,647	9,728	6,517	3,661	稼働能力				
原価償却	(8,420)	(11,188)	(14,572)	(17,473)	棚卸資産回転期間	85.8	69.6	68.6	73.6
建設中非流動資産	-	-	-	-	売掛金回収期間	9.3	8.3	7.3	9.3
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	43.3	51.3
非流動資産	11,016	11,203	8,003	5,148	利益性				
総資産	62,971	55,834	60,358	60,703	売上総利益率	22.5%	23.1%	19.2%	19.8%
買掛金	12,180	8,746	8,656	8,847	税引後利益率	4.0%	3.1%	0.1%	2.7%
短期借入	24,647	10,688	16,188	14,188	ROE	24.1%	17.1%	0.8%	13.3%
他の短期借入	5,766	6,566	6,222	5,942	ROA	7.8%	7.3%	0.3%	5.7%
短期借入総額	42,593	26,000	31,091	29,004	評価				
長期借入	-	5,901	5,901	5,606	PE	15.71	18.78	428.32	22.27
他の長期借入	-	-	-	-	PB	1.84	3.22	3.30	2.95
長期借入	-	5,901	5,901	5,606	成長率(前年同期比)				
負債総額	42,593	31,902	36,992	34,611	売上高	13.3%	8.5%	-10.1%	6.2%
出資金	7,131	14,639	14,639	14,639	EBIT	13.0%	12.7%	-97.5%	19.04
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%	-89.2%	537.8%
未処分利益	12,675	8,724	8,172	10,894	EPS	25.0%	-16.3%	-95.6%	18.24
他の株主資本	-	-	-	-					
少数株主持分	-	-	-	-					
株主資本総額	20,366	23,918	23,366	26,092					
総資本	62,960	55,820	60,358	60,703					
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>