

推奨

Phan Quốc Bửu (PTCB)

buupq@bsc.com.vn

目標価格	162,200
終値	116,000
Upside	39.8%

Trần Thành Hưng (PTKT)

hungtt@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)	322.86
時価総額(10億 ドン)	37,452
過去52週間の最高値 (VN)	138,600
過去10日の売買高 (株)	555,820
外国人投資家の保有率	49%

大口株主

PYN ELITE FUND	4.4%
NTASIAN DISCOVERY M	3.7%
DRAGON CAPITAL GRO I	3.6%
DUC TAI NGUYEN	2.5%
AMERSHAM INDUSTRIE!	2.0%

株価の推移 (1年間)



Bach Hoa Xanhの成功法を見つける

価格算定

BSCはFCFF(50%)及びPE (50%) の2つの算定方法で、MWGの目標価格を162,200ドン/株 (2018年8月15日の終値より39.8%増) と算定する、この株に対して買い注文を推奨したい。

事業傾向

・開店戦略を変更した後、Bach Hoa Xanh事業の業績は連続で改善されて、損益分岐点に近づいて入る。
 ・Dien May Xanhチェーンは店舗を拡張して、小売店からのシェアを増加していることで、今後2年間にMWGの成長原動力である。

投資リスク

(1)将来成長の減速のリスク。(a) 今後2年間で電子製品チェーンは徐々に飽和状態になる (b) Bach Hoa Xanhチェーンの拡張が計画より遅れたために、現在のような成長率を維持できないだろう。
 (2)電子製品チェーンの拡張は困難がある。(a) 適切な場所を探す ; (イ) 消費者が店舗で商品を試す要求が厳しくなる。

業績のアップデート

(1)2018年上半期に、電子製品チェーンの拡張を強化したことで、業績はまだ好調だった。The Gioi Di Dongチェーン及びDien May Xanhチェーンの既存店舗の売上成長率 (SSSG) は前年同期比8%増となった。2018年上半期のMWGの売上高が前年同期比43%増の44兆5,200億ドンとなった。2018年上半期の税引後利益が前年同期比44%増の1兆5,390億ドンとなった。

(2)TheGioiDiDongチェーンの成長余地は多くなかった。(a) 2018年上半期の携帯電話及びタブレット市場のシェアが45%となった。(b) 利益を最大化するためにDMXモデルへ交換する戦略である。

(3)DienMayXanhチェーンは2019年~2020年の期間におけるMWGの業績成長計画に重要な役割を果たし続ける。いくつかのThe Gioi Di Dong店舗をDien May Xanhモデルに変換していることで、MWGが売上成長を最大化している。

(4)現在、BachHoaXanhチェーンの成功法を見つけことに近く進んでいる。MWGは2018年末に損益分岐点に達すと期待している。売上総利益率が引き続き改善されていると期待しております。

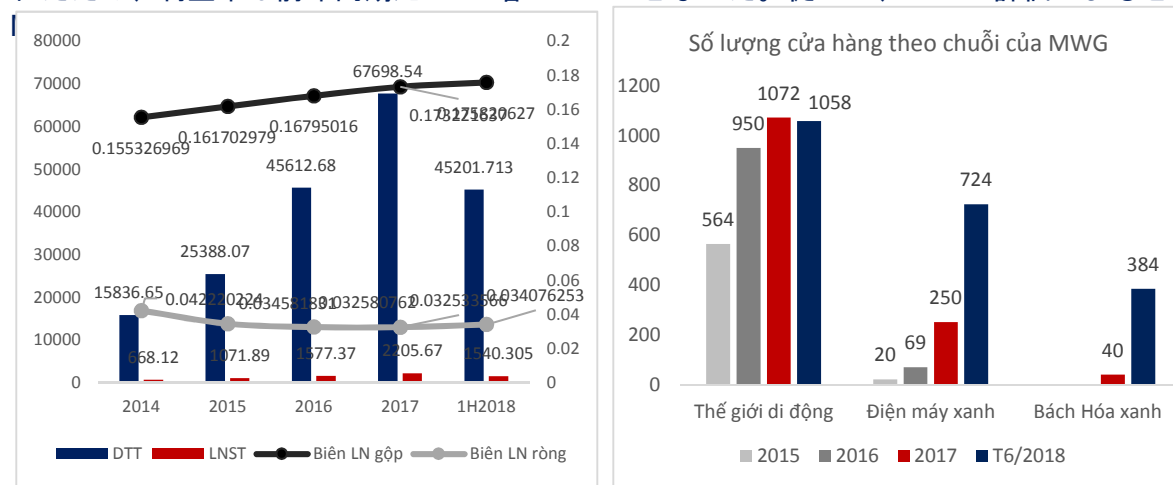
(5)BSCの予測によると、2018年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比32.6%増の89兆7,820億ドン、同比32%増の2兆9,210億ドンと見込みだ。2018年の予想EPSは9,215ドン/株である。

2018年上半期に、Dien May Xanhチェーンの拡張を強化し、The Gioi Di Dongチェーン及びDMXチェーンの既存店舗の売上成長率（SSSG）は前年同期比8%増となったことで、業績はまだ好調だった。2018年上半期には、MWGの売上高は前年同期比43%増の44兆5,200億となった。売上構造は以下の要素のおかげで顕著に変更した。

- (1) Dien May Xanhチェーンの成長を促進してシェアを増加する。
- (2) いくつかのThe Gioi Di Dong店舗を ミニDien May Xanhモデルへ交換した。

そのうち、Dien May Xanhチェーンの売上高は前年同期比90%増の24兆9,490億ドンとなり、総売上高に主に寄与した。残り分は、The Gioi Di Dongチェーンの売上高が前年同期比3%増の18兆390億ドン、Bach Hoa Xanhチェーンの売上高が同比286%増の1兆5,520億となった。2018年上半期の売上総利益は前年同期比48%増の7兆8,360億トンとなった。2018年上半期の売上総利益率は2017年上半期の16.5%から17.3%に上がった。

2018年上半期に、販売・管理費用／売上高の割合は前年同期の12.2%から12.7%に僅かに上昇した。2018年上半期の税引後利益は前年同期比44%増の1兆5,390億となった。売上総利益率の改善による剰余金は主にケアサービス及びプロモーションの活動のために使用されたため、利益率は前年同期比0.1%増の3.41%となった。従って、BSCの評価によると、



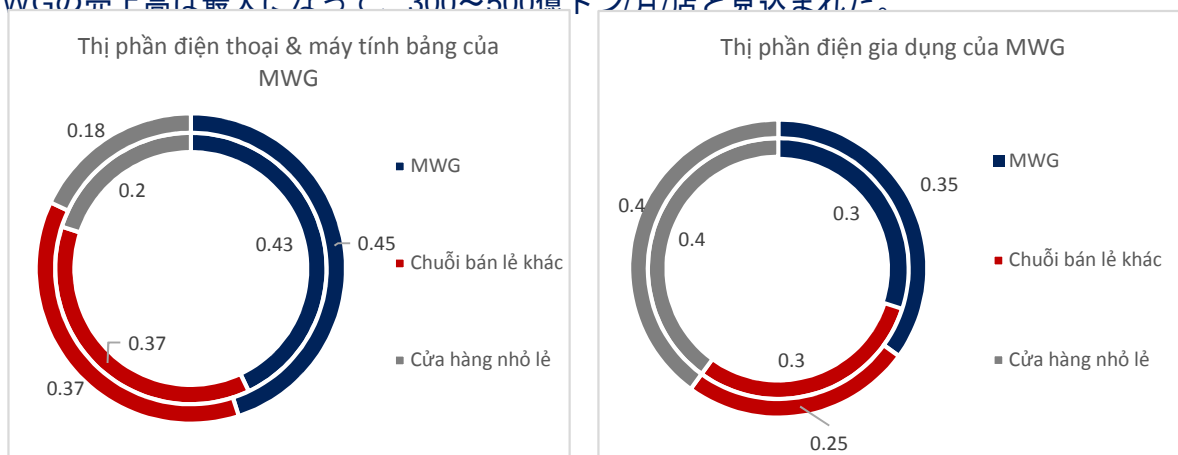
ソース: MWG

The Gioi Di Dongチェーンの成長の余地は多くなかった。理由では、(1) 2018年上半期には、携帯電話及びタブレット市場のシェアが約45%となった；(2) 売上高の成長を最大化するためにDien May Xanhモデルへ交換する戦略である。2018年上半期の終わりまでに、The Gioi Di Dongチェーンの店舗数は1,058店であり、2017年末より店舗13カ所に減少した。2018年上半期に、小売店からのシェアを取ったことで、携帯電話・タブレット小売事業の市場シェアは前年同期比5%増の45%となった。しかし、現在、FRTチェーン、VienThongAチェーンと他のチェーンのシェアが37%であり、残りは、小売店のシェアが18%である。そのため、成長の余地が多くなかって、シェアを引き上げる可能性が低いだろう。

2019年～2020年の期間におけるDien May XanhチェーンはまだMWGの業績成長に重要な役割を果たしている。2018年第2四半期末の時点で、Dien May Xanhチェーンの店舗の数は2017年末より56店増の724店となった。2018年上半期には、MWGの電子製品市場のシェアは前年同期の23%より35%と増加した。電子製品事業の成長余地はまだ多い。理由では、

- (1) 開店と共にThe Gioi Di Dongモデルから交換により、店舗の数が上がった。
- (2) 小売店のシェアはかなり大きくて40%である。
- (3) 一人当たりの収入の増加により、電子製品の需要が上がるだろう。企業の計画によると、シェアの拡大を集中して、2020年からのシェアが45%に達し、今後1年～2年で100店をオープンする予定。

他方、The Gioi Di DongをミニDien May Xanhのモデルに交換する戦略により、MWGは売上高の成長を最大化するだろう。低い売上高（200億ドン/月未満）と共に便利な場所（高い交通密度の道、交差点のコーナー）があるThe Gioi Di Dong店の場合、MWGはモデル交換を考慮する。拡張のための賃料のみがかかるから、MWGの売上高は最大になって、300～500億ドン/月/店と見込まれた。



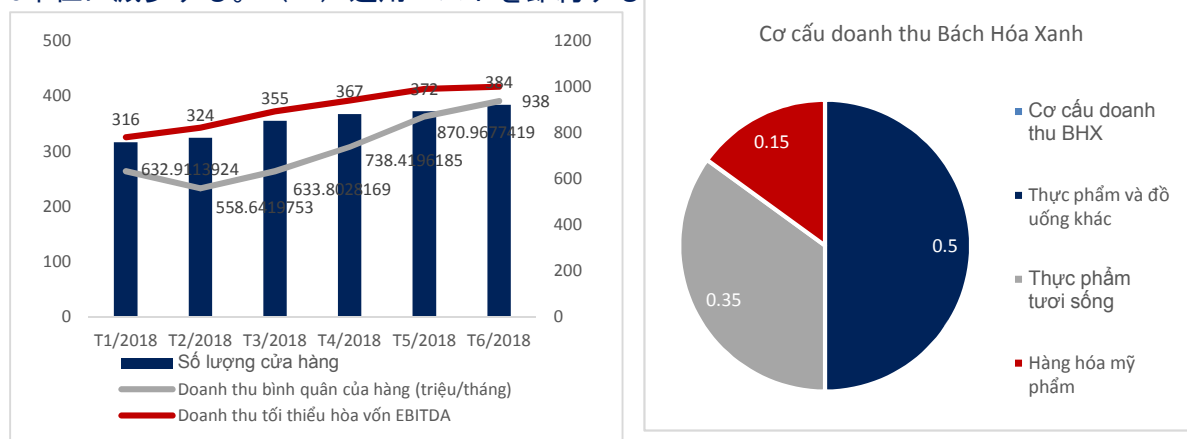
現在、Bach Hoa Xanhチェーンの成功法を見つけことに近く進んでいる。MWGは2018年末に損益分岐点に達すと期待している。売上総利益率も引き続き上昇している。2018年8月の終わりに、Bach Hoa Xanhチェーンの店舗の数は2017年末より117店増の400店となった。MWGの計画によると、2018年末の店舗の数は600店と見込みだ。MWGは店舗の場所を選択することについて戦略の間違いを認めて、2018年4月から戦略を変更した。これは高く評価された。又、売上高も上昇する傾向がある。2018年上半期に、1店に当たりの平均売上高は約9億2,800万ドン/月となった。規模の改善のために原価が良かったことで、売上総利益率は2017年より14%増の16%となった。損益分岐点に達すように、売上高及び売上総利益率はそれぞれ10億ドン/店/月、18%となる必要がある。2018年6月の終わりに、損益分岐点に達した店の割合は20%である。

Bach Hoa Xanhの売上高は主に飲食品（50%）、生鮮品（35%）、化粧品（約15%）から来た。現在、新鮮な農産物の消費量はまだ低くて170t/日である。この商品は第1レベルのコレクターと協同組合から来た。

Bach Hoa Xanh 一大店舗（平均の大きさは200m²以上である）。場所の厳しい基準により（人口密度が高く、伝統的市場に近い場所である）、大店舗の数はかなり少ない。Long An及びThu Ducで2店のみがある。1月に当たりの平均売上高はかなり高く200億ドン以上である。乾燥品加工品のストック・キープ・ユニット（SKU）は3,000単位、生鮮品のSKUは300単位である。

Bach Hoa Xanh 一中店舗（平均の大きさは150m²～200m²である）。MWGは中店舗の発展に集中している。中店舗の場所の基準は人口密度が高い地域、交通量の多い道路である。乾燥品のSKUは1,800～2,000単位である。3ヶ月以内に開店した新店舗の売上高は120億～150億/月となった。

Bach Hoa Xanh 一小店舗（平均の大きさは100m²～150m²である）。これは以前の戦略の下で、小規模で、住宅地域にある店舗である。そのため、小店舗の稼働能力は高くなかった。現在、小店舗の数は88店である。MWGは小店舗の改善に取り組んでいる。（1）SKUを1,200～1,500単位に減少する。（2）運用コストを節約する。店員の数は3～4人だけである。



ソース: BSC, MWG

BSCの予測によると、2018年のMWGの売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比32.6%増の89兆7,820億ドン、同比32%増の2兆9,210億ドンと見込みだ。2018年の予想EPSは9,215ドン/株である。仮定は（1）2018年に、Dien May Xanhの新店舗の数は64店である、中に、The Gioi Di DongをDien May Xanhに変更した店舗の数は21店である。Bach Hoa Xanhの新店舗の数は64店である。The Gioi Di Dong は新店舗をオープンしない。（2）Dien May Xanh及びBach Hoa Xanhの成長率は8%である。（3）販売・管理費用/売上高の率は12.89%である。

いくつかの財務指標

単位:10億ドン	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
売上高	15,654	16,381	18,719	22,764	21,807
売上総利益	2,622	2,824	3,044	3,975	3,862
財務収入	53	53	97	76	72
財務費用	(56)	(46)	(65)	(115)	(106)
借入利息	(56)	(46)	(61)	(113)	(105)
販売費用	(1,671)	(1,781)	(1,979)	(2,309)	(2,464)
管理費用	(300)	(333)	(369)	(588)	(398)
営業利益/損失	648	716	728	1,039	965
他の収入	3	3	6	4	3
税引前利益	650	719	734	1,043	968
税引後利益	511	565	572	807	732
少数株主持分	0	0	0	0	0
親会社株主利益	511	565	572	807	732
EPS					
短期資産	11,577	13,168	18,864	18,988	19,675
現金及び現金相当	1,519	2,932	3,411	2,344	2,905
短期未収金	1,081	1,149	2,775	1,731	1,434
在庫	8,751	8,802	12,050	14,417	14,275
他の短期資産	227	285	628	493	398
長期資産	3,074	3,465	3,949	4,671	4,668
長期未収金	201	228	242	302	303
固定資産	2,598	3,003	3,464	3,500	3,418
有形固定資産	2,571	2,977	3,436	3,469	3,387
賃貸固定資産	-	-	-	-	-
無形固定資産	26	26	28	31	31
進行中である長期資産	44	34	25	32	72
他の長期資産	231	200	219	836	814
総資産	14,651	16,632	22,813	23,659	24,343
買掛金	9,972	11,388	16,905	16,391	16,827
短期負債	9,972	11,329	15,712	15,029	15,488
短期借入	3,978	3,901	5,604	6,894	6,744
長期負債	-	59	1,192	1,362	1,340
長期借入	-	59	1,192	1,362	1,339
	4,679	5,244	5,909	7,268	7,515
	3,078	3,078	3,170	3,232	3,232
未処分利益	1,562	2,127	2,699	3,479	3,727
総資本	14,651	16,632	22,813	23,659	24,343
売上高の成長率(%)	56%	47%	35%	46%	39%
売上総利益率	16.7%	17.2%	16.3%	17.5%	17.7%
借入費用/売上高	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%
	10.7%	10.9%	10.6%	10.1%	11.3%
	1.9%	2.0%	2.0%	2.6%	1.8%
純利益率	3.3%	3.4%	3.1%	3.5%	3.4%

2018年上半期には、MWGの売上高は前年同期比43%増の44兆5,200億ドンと見込みだ。

2018年上半期の販売・管理費用/売上高の割合は前年同期の12.2%より12.7%に僅か上がった。税引後利益は前年同期比44%増の1兆5,390億ドンとなった。利益率は前年同期比0.1%増の3.41%となった。

小売業の特徴により、在庫は短期資産の大きな割合を占めている。

いくつかの財務指標

1. 支払能力 Q2 201' Q3 201' Q4 201' Q1 201' Q2 2018

流動比率	1.16	1.16	1.20	1.26	1.27
目標株価	0.26	0.36	0.39	0.27	0.32

流動比率及び当座比率はまだ好調であり、連続で四半期ごとに改善している。

2. 資本構成

短期資産/総資産	0.79	0.79	0.83	0.80	0.81
長期資産/総資産	0.21	0.21	0.17	0.20	0.19
負債比率/総資産	0.68	0.68	0.74	0.69	0.69
目標株価	2.13	2.17	2.86	2.26	2.24
損きり値	0.68	0.68	0.69	0.64	0.64
長期負債/総資産	-	0.00	0.05	0.06	0.06

小売業の特徴により、MWGの資本構成は主に短期負債である。又、短期資産及び長期資産はそれぞれ総資産の80%、40%を占めている。

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	6.1	5.6	5.2	5.3	5.7
売掛金回転率	311.4	247.5	84.3	268.0	247.8
買掛金回転率	14.8	11.0	11.2	13.5	13.2
在庫日	59.4	64.8	70.4	69.3	63.8
売掛日	1.2	1.5	4.3	1.4	1.5
買掛日	24.7	33.1	32.7	27.0	27.6
現金回転率	35.8	33.2	42.0	43.7	37.7

4. 利益性

税引後利益/売上	3.3%	3.4%	3.1%	3.5%	3.4%
税引後利益/株主	46.6%	45.6%	45.3%	42.1%	43.9%
税引後利益/総資	14.6%	12.7%	12.0%	12.8%	13.1%
資産運用による収	4.1%	4.4%	3.9%	4.6%	4.4%

利益性は僅かに上昇した。2つのDien May Xanhチェーン及びThe Gioi Di Dongチェーンは安定に稼働していることで、利益性が引き続き上昇する可能性が低くなる。

5. DuPontモデル

総資産/株主資本	2.91	3.07	3.86	3.24	3.20
収入/総資産	4.53	3.91	3.59	3.84	3.89
EBIT/収入	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
EBT/EBIT	0.93	0.92	0.93	0.92	0.91
純利益/税引前利	0.78	0.79	0.79	0.78	0.77

6. 評価

PE	20.7	18.8	17.0	15.3	14.0
PB	7.6	6.8	6.2	5.2	5.0
EPS	5,612	6,162	6,832	7,605	8,288
BVPS	#####	#####	#####	#####	#####

7. 成長率(前年同期比)

	83%	63%	54%	68%	66%
	51.0%	50.5%	53.8%	65.2%	60.6%
売上高	56.2%	47.2%	35.3%	46.1%	39.3%
売上総利益率	64.4%	53.9%	38.6%	49.9%	47.3%
税引後利益	22.7%	45.8%	60.8%	44.7%	43.1%

テクニクハイライト

- ・現在傾向: 短期累積
- ・MACD指標: 上昇、ゼロ線の上回り
- ・RSI指標: 上昇

評価: MWGは中期のサイクルが終わって、4月と7月明けに底値100を2回にテストしましたVN30の最初の株式である。2つ底のモデルはMWGの下落期間が終わって、新しいサイクルでの最初累積期間に入ったことを示した。株式を購入するように、投資家は累積した後のMWGの株価が低売買高で急増することを待機すべきだ。

推奨: 今後、MWGを観察するべきだ。



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>

