

業界: 小売業

推奨

買い

デジタルワールド株式会社 (HSX: DGW)

困難を乗り越える

現値:	111,900
前理論価格:	126,000
新理論価格:	143,000
配当率:	4.7%
上昇率:	28%

レポート作成日:	23/02/2022
流行中株数(100 万)	88
時価総額(10 億ドン)	9,892
過去 6 ヶ月平均売買高:	360,210
外国人投資家保有率	27.63%

株主構成	
CT TNHH Created future	33.59%
CT TNHH MTV DKP	5.32%

分析者:

Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn

テクニク分析:

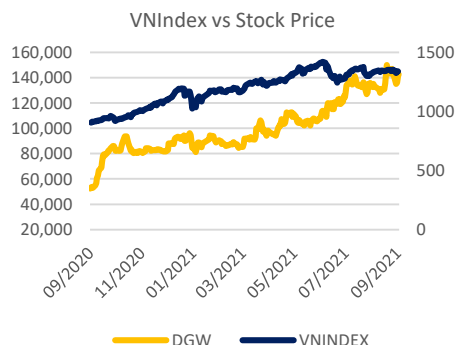
Vũ Việt Anh

Anhvv@bsc.com.vn

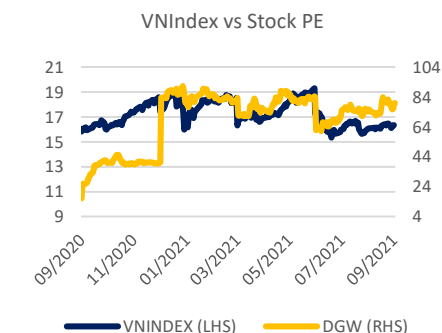
推奨価格: 130,000 VND

損切り値: 103,000 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく、DGW 株の理論株価を 2022 年 2 月 22 日の終値比 28%増の 14 万 3,000VND/株と評価し、DGW の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2022 年には DGW の売上高を前年比 29%増の 27 兆 80 億ドン、税引後利益を同 22%増の 8,030 億ドン、EPSfw を 9,069VND/株、PEfw を 12.3x と予測しております。

投資観点

- ゲーム産業及び仮想世界の急速な発展のおかげで、携帯電話、ノートパソコン、モノのインターネット (IoT) の製品を高級化する傾向がある。
- **携帯電話事業:** この事業の成長原動力は (1) Iphone 及び Xiaomi が市場シェアを引続き改善する、(2) 普通携帯電話からスマートフォンに転換する傾向ということから由来する。
- **ノートパソコン及びタブレット事業:** この事業の成長は・ ノートパソコン及びタブレットの高級化傾向と共に、オンライン学習、オンライン勤務とゲームを組み合わせる傾向が強まることから由来する。
- **オフィス設備事業:** (1) 新型コロナウイルス感染症の後、デジタルトランスフォーメーションが促進される、(2) 家具事業の新ブランドが積極的に寄付する。
- **注意すべき点:** 食品・飲料事業 (F&B)、工業・設備事業に拡大し、M&A (合併と買収) を実施する。

リスク

- Xiaomi のシェアが他の卸売業者と共されるリスクがある。
- 新ブランドの成長が期待より低い。

企業アップデート

- DGW の売上高及び税引後利益は 2021 年に前年比+67%増の 20 兆 9,710 億ドン、同+160%増の 6,580 億ドンを達した。原因は(1) 自宅勤務、オンライン学習傾向及びチップの供給源不足の為に、ノートパソコン事業が前年比+82%増となった、(2) Xiaomi の成長及び Apple 及び Huawei の寄付のおかげで、携帯電話事業が同+54%増となった、(3) 企業が在宅勤務をサポートするテクノロジー設備を再投資したことで、オフィス設備事業が同+85%増となった、(4) 新型コロナウイルス感染症の対応用医療品の需要が高まることで、消費材事業が同+42%増となったということから由来した。

	2020	2021	2022	VN-Index		2019	2020	2021	2022
PE (x)	18.07	15.07	12.34	17.04	収入	8,493	12,536	20,971	27,008
PB (x)	4.17	5.56	3.91	2.58	売上総利益	550	803	1,511	1,906
PS (x)	0.2	0.47	0.37	2.11	税引後利益	163	267	657	803
ROE (%)	21%	37%	32%	15%	EPS	3,882	6,191	7,424	9,069
ROA (%)	21%	10%	11%	2%	EPS 成長率	43%	59%	20%	22%

企業アップデート

DGW の 売上高 及 び 税引後利益 は 2021 年に 、 そ れ ぞ れ 前年比+67%増の 20 兆 9,710 億ドン、同+160%増の 6,580 億ドンを達した。この成長は(1) 自宅勤務、オンライン学習傾向及びチップの供給源不足の為に、ノートパソコン事業が前年比+82%増となった、(2) Xiaomi の成長及び Apple 及び Huawei の寄付のおかげで、携帯電話事業が同+54%増となった、(3) 企業が在宅勤務をサポートするテクノロジー設備を再投資したことで、オフィス設備事業が同+85%増となった、(4) 新型コロナウイルス感染症の対応用医療品の需要が高まることで、消費材事業が同+42%増となったということから由来した。

2021 年の純利益率は 2.13%から 3.13%に引き上げた。原因は(1) オフィス設備事業の比率が 12.3%から 13.5%に引き上げたことと共に、チップが不足したことで、売上総利益率が 80ppt 増の 7.2%で、6.3%から上昇した、(2) 為替レートの格差からの利益(前年比+62%増)及びサプライヤーからの恩恵を受けた支払い割引(前年比+106%増)が税引後利益へ 480 億ドンを寄付した。

10 億ドン	2021 年 第 4 四 半期	2020 年 第 4 四 半期	%	2021 年	2020 年	%
ノートパソコン事業	3,340	1,199	179%	7,899	4,350	82%
携帯電話事業	3,497	2,228	57%	9,857	6,384	54%
オフィス設備事業	992	509	95%	2,840	1,536	85%
消費材事業	93	81	15%	376	265	42%
	2021 年 第 4 四 半期	2020 年 第 4 四 半期	%	2021 年	2020 年	%
売上高	7,922	4,017	97%	20,971	12,534	67%
売上総利益率	613	255	141%	1,511	795	90%
売上原価	7.70%	6.30%		7.20%	6.30%	
販売費用	-212	-147	45%	-708	-447	59%
一般管理費	-41	-13	224%	-114	-68	67%
販管費用／売上高	3.20%	4.00%		3.90%	4.10%	
EBIT	360	95	278%	689	280	146%
EBIT 率	0	0	92%	0	0	47%
資産運用による収益	68	22	214%	180	84	114%
財務費用	-22	-3	582%	-42	-37	14%
他の収入	-1	0	1417%	-2	2	-183%
税引前利益	407	113	259%	823	332	148%
税引後利益	327	85	284%	658	253	160%
税引後利益率	4.10%	2.10%		3.10%	2.00%	

ソース: Fiin Pro, BSC Research

他のアップデート: Xiaomi は FPT Synnex と協力契約書を署名し、携帯電話及びスマート家具を配給する事件の後、DGW は 2022 年に Xiaomi 製品販売の独占的な配給位置を失った。Xiaomi の管理者によると、同社はシェアを 13% から 15% に引き上げ、ベトナム市場における最大スマートフォンブランドになる目標のために、多くの卸売業者との協力を強化し、Xiaomi 生態系に属するモノのインターネット (IoT) を 75 製品から 100 製品に増やす計画だ。

BSC はこの事件が DGW の 2022 年業績にまだ大きく影響を与えないと評価しております。

(1) DGW は製品種目を多様化し、ブランドに依存度を減らした。DGW の 2021 年収入構成には、Xiaomi の比率が 43% から 34% に引き下げた。

(2) Xiaomi の戦略を基づく、DGW は Xiaomi の顧客の消費者行動を理解する利点として、Xiaomi のシェアが 2022 年に拡大される時、シェアを維持し、拡大することができる。一方、他の卸売業者は販売活動を展開し、シェアを占める為に、時間がかかるだろう。

しかし、多くのサプライヤー及び卸売業者が市場に参加している背景には、シェアが分かれることで、上記の事件は中期には潜在的な成長リスクがある。

2022 年業績見通し

DGW は全ての業種の 2 桁成長を基づく、2022 年の収入を前年比+25%増 26 兆 3,000 億ドン、税引後利益を同+22%増の 8,000 億ドンと計画を設定している。成長原動力が引き続き維持されるのは (1) ベトナム市場でのノートパソコンの浸透率が地域における他の国に比べて低い水準で留まり、仕事とゲームを 1 台で組み合わせるノートパソコンの 2 桁成長を達する背景には、ノートパソコンの需要が高まると予測される、(2) Apple が販売代理店を通して配布されない貨物のシェアを維持し、Xiaomi がシェアを 13%から 25%に引き上げ、DGW が 2022 年に Xiaomi の総収入の 50%以上を占める、(3) 多くの新業種が積極的に寄付するということから由来する。

BSC は 2022 年には DGW の売上高を前年比 29%増の 27 兆 80 億ドン、税引後利益を同 22%増の 8,030 億ドン、EPS_{fw} を 9,069 VND/株、PE_{fw} を 12.3x と修正しております。

- (1) ノートパソコン事業(前年比+20%増)は(1.1)オンライン学習、オンライン勤務とゲームを組み合わせる傾向及び(1.2)中高級チップ供給源が不足している背景に、ノートパソコンを中・高級化する傾向ということから恩恵を引き続き受けている。
- (2) 携帯電話事業が前年比+28%増となるのは Apple 及び Xiaomi の新製品から由来する。この成長は(2.1)新型コロナウイルス感染症への感染予防及び運送コストの増加により、販売代理店を通して配布されない貨物のシェアが縮小された。それに、サプライヤーが純正品の保証政策及び納期について有利な条件を作成することのおかげで、純正品のシェアが拡大される、(2.2)耐久性の高い製品ニッチ市場に集中する、(2.3) 2G 電波の送信を終了するのが短中期にはスマートフォン利用に転換する傾向を形成するという期待から由来する。
- (3) オフィス設備事業が前年比+39%増となるのは新家具ブランドからの収入 5,000 億ドン、企業がデジタルトランスフォーメーションを強化し、Samsung、Whirlpool などの新ブランドが 3 年後、家具市場の 10%を占めると期待される。
- (4) 消費材事業が前年比+20%増となるのは感染症防止製品に対する需要及び新ブランドの寄付ポテンシャルから由来する。

10 億ドン	2020	2021	2022	2022 年計画	2023
売上高	12,535	20,972	27,008	26,300	32,330
前年比		67%	29%	25%	20%
(1)ノートパソコン事業	4,350	7,899	9,479	9,740	10,427
前年比	46%	82%	20%	23%	10%
(2)携帯電話事業	6,384	9,857	12,605	12,330	14,024
前年比	64%	54%	28%	25%	11%
(3)オフィス設備事業	1,536	2,840	3,940	3,770	6,230
前年比	12%	85%	39%	33%	58%
(4)消費材事業	265	376	451	460	541
前年比	4%	42%	20%	22%	20%
売上高	803	1,511	1,906		2,282
売上総利益率	6.4%	7.2%	7.1%		7.1%
販売費用	434	708	903		1,081
一般管理費	90	114	121		145
EBIT	278	689	881		1,055
財務事業による収入	83	180	156		177
財務費用	33	42	35		37
税引前利益	334	823	1,004		1,197
税引後利益	267	657	803	800	958
前年比		146%	22%	22%	20%
売上総利益率	2.13%	3.13%	2.97%	3.04%	2.96%
EPS(ドン)	6,191	7,424	9,069	9,034	10,817

ソース: BSC Research

電子製品の高級化傾向が促進されたのは(1)チップの不足問題が短期的に続く可能性がある、(2)オンライン学習、オンライン勤務とゲームを組み合わせる傾向が強まり、電気商取引業の成長率が30%/年を上回る、(3)企業の中長期的なデジタルトランスフォーメーション傾向という要素に基づく。

この傾向は DGW の前向きな 2022 年見通しをもたらす。

Apple が前年比+30%増となるのは(1)新型コロナウイルス感染症後、中所得者層の支出が高まると共に、Iphone の新モデルの突破点のおかげで、市場の規模の成長率が6%を上回る、(2)下記の要素を通して、販売代理店を通して配布されない貨物のシェアが引き続き縮小される。

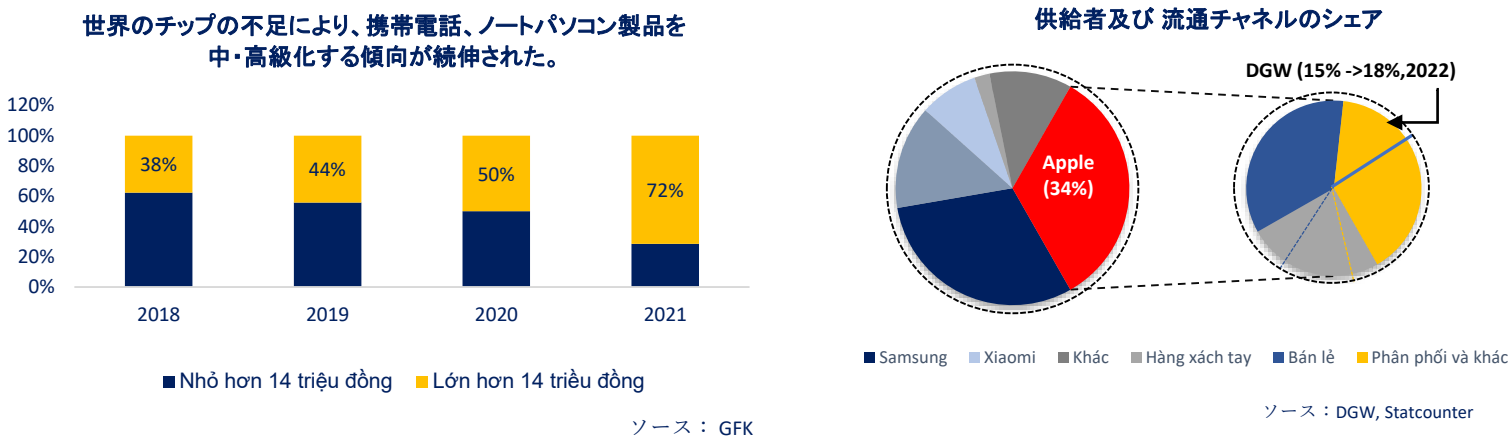
(1)純正品に対する Apple のサポート政策: 2021 年には、委任チェーンストアが Iphone 13 の販売時間を2~3月から1月に短縮する。

(2)委任小売店舗の発展: Apple は大手小売業者と協力して、Apple の純正品のみを小売する TopZone、ShopDunk、F.Studio、eDigi Apple などの「mono」店舗を開始した。また、多くの店舗は以前、販売代理店を通して配布されない Iphone 製品を販売したが、現在純正品を販売した。そのために、

BSC は 2022 年～2023 年期間には販売代理店を通して配布されない貨物のシェアを 25～30%から 25%に引き下げると期待しております。

Xiaomi の製品が前年比+15%増となるのは下記の通りです。

- (1)シェアを 13%から 25%に引き上げる為に、Xiaomi は新製品を登場し、新卸売業者を増やし、販売代理店を通して配布されない貨物を制限する。
- (2)Xiaomi は手に入れる価格で高スペックという利点を活用する。(2.1)勤務とゲームを組み合わせる需要が高まる、(2.2)通達第 43/2020/TT-BTTTT を基づく、ベトナムに輸入する携帯電話が 4G 以上のテクノロジーを利用しなければならないことで、ベトナムで普通携帯電話の 80 億台がスマートフォンに転換される。



評価

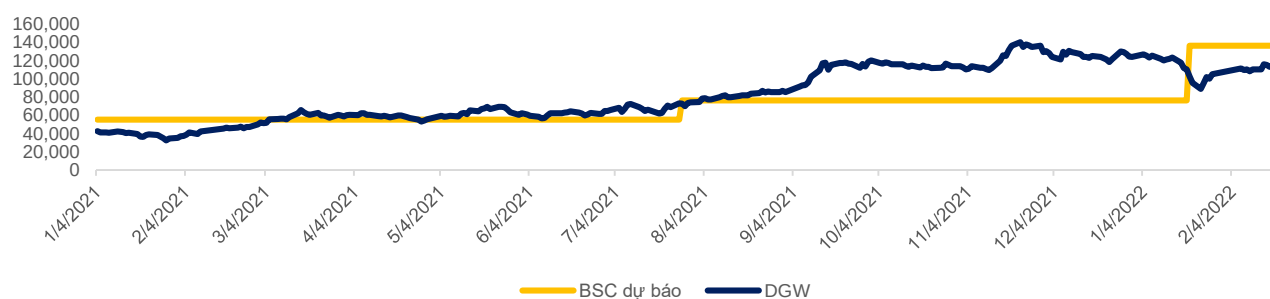
BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく、DGW 株の理論株価を 2022 年 2 月 22 日の終値比 28%増の 14 万 3,000VND/株と評価し、DGW の投資評価を「買い」と推奨しております。

方法	評価(VND/株)		比率(%)		寄付率(ドン/株)		
DCF	140,800		50%		70,400		
P/E	145,100		50%		72,550		
理論価格(VND／株)					143,000		
日終値					111,900		
					5.0%		
TSR(株主総利回り)					27.8%		
Apple を販売した後の PE					16.8		
FCFF 方法(10 億ドン)			2022	2023	2024	2025	2026
EBIT			1,032	1,227	1,495	1,878	2,390

2022 年 2 月 23 日 – HSX: DGW

EBIT*(1-T)	825	981	1,195	1,502	1,911
(+) DEP & AMO	9	9	9	10	10
(+/-) Change in WC	(185)	(376)	(304)	(354)	(409)
(+/-) Change in CAPEX	(27)	(32)	(39)	(47)	(57)
FCF	622	582	862	1,111	1,455
PV of FCFF	575	491	663	780	933
平均資本使用費用(%)		FCFF(10 億ドン)			
Beta	1.12	FCF の現価値			3,443
非リスク金利	2.3%	売却額			8,629
市場リスクプレミアム	7.8%	FCF の現価値の合計			12,072
株主資本費用	11%	(+)現金及び短期投資額			1,494
財務費用	3.6%	(-)短長期的な借入			1,117
法人税	20%	(-)少数株主持分			1
% 借入	17.1%	EV			12,449
%株主資本	82.9%	流行中株数(100 株)			88
WACC	9.6%	株価(VND/株)			140,824
P/E 方法					
2022 年の EPS (VND／株)					9,069
P/E 目標(倍)					16.0
2022 年理論価格(VND)					145,111

ソース: BSC Research



付録

業績(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023
売上高	12,536	20,971	27,008	32,330
売上原価	11,733	19,460	25,102	30,048
売上総利益	803	1,511	1,906	2,282
販売費用	434	708	903	1,081
企業管理費用	90	114	121	145
営業利益/損失	278	689	881	1,055
金融活動収益	83	180	156	177
金融活動費用	33	42	35	37
借入費用	27	32	30	32
合併・関連会社関連収益	–	–	–	–
他の収益	2	(2)	2	2
税引前利益	334	823	1,004	1,197
法人税額	86	221	201	240
税引後利益	267	658	804	958
少数株主持分	0	1	1	1
少数株主利益等控除利益	267	657	803	958
EBITDA	284	695	890	1,064
EPS	6,191	7,424	9,069	10,817

バランスシート(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023
現金及び現金相当	878	1,494	2,206	2,968
短期投資	–	–	–	–
短期未収金	1,131	1,834	1,894	2,178
棚卸資産	827	2,843	2,849	3,328
その他流動資産	25	87	380	455
流動資産	2,862	6,259	7,329	8,929
有形資産	88	94	113	136
原価償却	6	6	9	9
建設中非流動資産	–	0	0	0
長期投資	60	65	65	65
他の非流動資産	50	(22)	24	75
非流動資産	207	289	259	295
総資産	3,069	6,548	7,588	9,223
買掛金	941	2,844	2,970	3,443
短期借入	630	1,117	1,053	1,120
他の短期借入	335	792	1,021	1,222
短期借入総額	1,906	4,753	5,044	5,786
長期借入	–	–	–	–
他の長期借入	5	10	10	10
長期借入	5	10	10	10
負債総額	1,910	4,764	5,054	5,796
出資金	432	886	886	886
株式会社化による資本剰余金	61	61	61	61
未処分利益	670	841	1,590	2,484
他の株主資本	(6)	(6)	(6)	(6)
少数株主持分	2	2	2	2
株主資本総額	1,157	1,782	2,531	3,425
総資本	3,069	6,548	7,588	9,223
流行中株数	43	89	89	89

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023
税引後利益	267	657	803	958
原価償却及び割当て	6	6	9	9
流動資本変更	568	(470)	45	(175)
他の修正	(15)	(47)	–	–
営業活動からキャッシュフロー	826	146	857	792
固定資産購入額	(13)	(12)	(27)	(32)
その他の投資額	2	0	–	–
投資活動からキャッシュフロー	(48)	27	–	–
配当金	(43)	(44)	(54)	(64)
借入から金額	3,834	4,902	(64)	67
他の未収金	(3,813)	(4,403)	–	–
金融活動からキャッシュフロー	(22)	455	(118)	3
初期キャッシュフロー	131	878	1,495	2,206
中期キャッシュフロー	746	616	712	762
最後期キャッシュフロー	878	1,495	2,206	2,968

指標 (%)	2020	2021	2022	2023
支払能力				
流動比率	1.50	1.32	1.45	1.54
当座比率	0.46	0.31	0.44	0.51
資本構成				
負債比率/総資産	0.21	0.17	0.14	0.12
負債比率/株主資本	1.47	1.27	1.20	1.28
稼働能力				
棚卸資産回転期間	26.00	34.42	41.42	40.42
売掛金回収期間	24.4	25.3	25.3	24.3
買掛金回収期間	31.0	32.2	43.2	41.2
現金回転率	19.4	27.6	23.6	23.6
利益性				
売上総利益率	6.4%	7.2%	7.1%	7.1%
税引後利益率	2.1%	3.1%	2.9%	2.9%
ROE	23.1%	36.9%	31.7%	28.0%
ROA	8.7%	10.0%	10.6%	10.4%
評価				
PE	18.07	15.07	12.34	10.34
PB	4.17	5.56	3.91	2.89
成長率(前年同期比)				
売上高	47.6%	67.3%	28.8%	19.7%
EBIT	38.8%	142.0%	20.2%	18.9%
税引前利益	58.9%	146.6%	22.0%	19.3%
EPS	59.5%	19.9%	22.2%	19.3%

ソース: BSC Research

テクニク分析

目標価格: 13 万 VND

損切り価格: 10 万 3,000VND

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 横に推移する傾向
- ・MACD 指標: プラス分岐、シグナル線の上にあるが、横に推移する傾向がある。
- ・RSI 指標: 中立ゾーン、RSI50 の周りにある。

DGW が株価の 108~120 の範囲で横に推移する傾向にある。株価線は MA20、MA200 の上にあるが、MA50 及び MA100 の下にある。MA20 が MA50 を上回るシグナルを見せていない。売買高は株式の値上がりと共に 20 日の平均水準の下にある。MACD 指標がシグナル線の上にあるが、RSI 指標が株価の 50 の周りで推移している。最近の抵抗線は株価の 120 である。

推奨: 投資家は株価の 111.0 で買い、株価の 130.0 で利益確定売を検討することができます。損切り値は株価の 103.0 の下にある。



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>

