

業界:小売業

<b>推奨</b>	<b>買い</b>	<b>テーゾイジードン投資株式会社 (HSX: MWG)</b>			
		成長原動力は「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」から由来する			
現値:	81,700	レポート作成日:	21/08/2020	<b>株主構成</b>	
前理論価格	118,400	流行中株数(100万)	453	DRAGON CAPITAL GROUF	3.5%
新理論価格:	117,500	時価総額(10億ドン)	37,040	PYN ELITE FUND	3.1%
配当率	0%	過去6ヶ月平均売買高:	665,892	NGUYỄN ĐỨC TÀI	2.6%
<b>上昇率</b>	<b>43.8%</b>	外国人投資家保有率	49%	NTASIAN DISCOVERY MA	2.6%

業界分析:

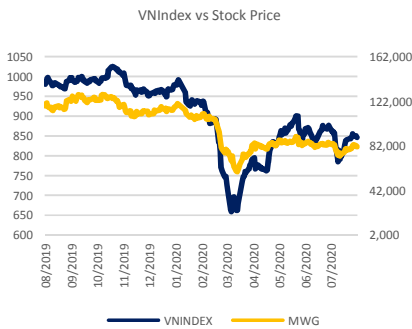
Phan Quốc Bửu  
(不動産,石油・ガス,小売)  
[buupq@bsc.com.vn](mailto:buupq@bsc.com.vn)

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức  
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

推奨価格: 90,000 VND  
損切り値: 72,000 VND

株価の推移



P/E

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	12.5	9.4	27.5	14.2	収入	86,516	102,174	107,412	135,335

評価

BSC は PE 方法 と DCF 方法 を基づく MWG の投資評価を 2020 年理論価格の 11 万 7,500VND/株で「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2020 年の収入と利益予想を前年比+5.1%増の 107 兆 4,120 億ドン、同 -6.9%減の 3 兆 5,710 億ドンに下方修正しております。2020 年の EPS は 7,880VND/株であると予測しております。

投資観点

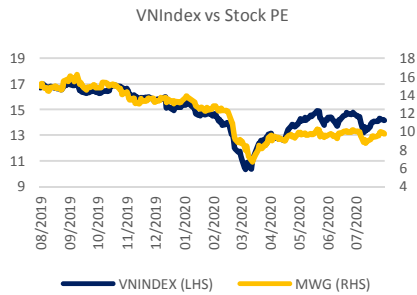
- BSC は (1) 2020 年に店舗数と販売センターの拡大を強化した後食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」モデルの最適化、(2) 2020 年の業績成長率は低水準で留まるという要素を基づく、MWG の 2021 年業績見通しが明るいと評価しております。
- 新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれている時に非必要な品の消費購買力は段々回復している。

リスク

- 新型コロナウイルス感染症後購買力の回復に関するリスク。
- 2021 年には、地方での店舗の収益成長率の減速及び食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の費用最適化可能に関するリスク。

企業アップデート

- BSC は購買量が減少のシグナルを見せており、2020 年下半期に非必要な製品経営活動に影響を及ぼす可能性があることを認識しております。
- 店舗数と流通センターの拡大を強化するのは 2020 年に「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の重要な役割であるだろう。MWG は 2020 年に流通センターの投資を強化するために、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」チェーンが赤字を計上する見込みだ。
- 費用の最適化は 2021 年にポジティブな影響を与えるだろう。
- MWG は (1) 家電販売店チェーン「スーパーミニ・ディエンマイサイン(Dien may XANH Super mini)」(面積 120 ~ 150m<sup>2</sup>)、(2) 「Bluetronics」、(3)

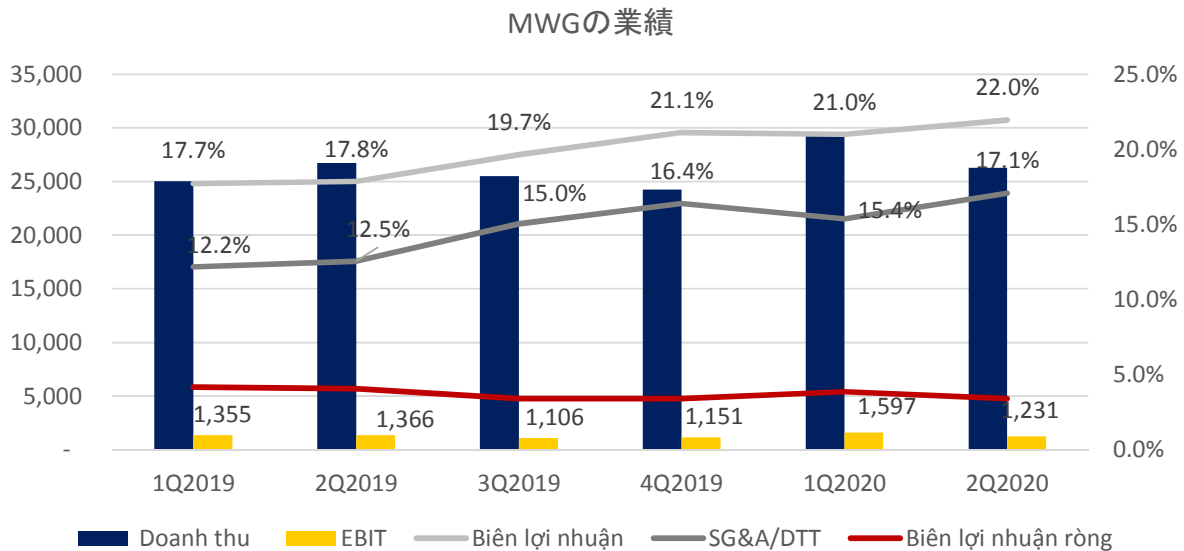


「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」(面積 500m2、50 億ドンモデル)という連続で新経営モデルを試している。

PB (x)	4.0	3.0	3.5	1.9	売上総利益	15,292	19,488	22,904	29,598
PS (x)	6.0	5.1	0.37	1.4	税引後利益	2,881	3,838	3,571	4,551
ROE (%)	32.1%	31.6%	14.2%	13.3%	EPS	6,496	8,652	7,880	9,149
ROA (%)	10.2%	4.2%	9.3%	2.3%	EPS 成長率	-7%	33%	-9%	16%
EV/ EBITDA (x)	7.5	7.3	16.4	12.9	純借入/株主資本	34%	34%	29%	28%

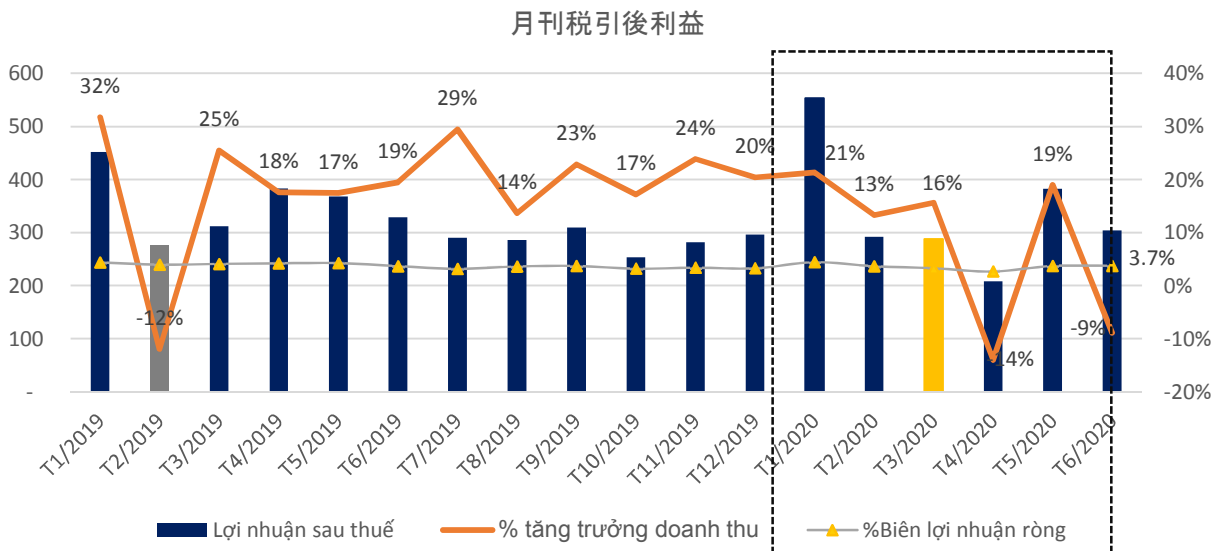
## 企業アップデート

BSC は購買量が減少のシグナルを見せており、2020 年下半期に非必要な製品経営活動に影響を及ぼす可能性があるかと認識しております。2020 年 4-6 月期には、新型コロナウイルス感染症の流行が拡大した背景には、MWG の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 1.2%減の 26 兆 2,850 億ドン、同 17.4%減の 8,950 億ドンを計上した。



ソース: MWG, BSC Research

2020 年 6 ヶ月には、新型コロナウイルス感染症の流行がベトナム経済成長率及び業界にマイナスな影響を及ぼした背景には、MWG が好調な収益を計上した。2020 年 6 ヶ月には、MWG の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 7.5%増の 56 兆 2,670 億ドンで年間計画の 51.2%を達成し、同 4%減の 2 兆 280 億ドンで年間計画の 58.7%を達成した。



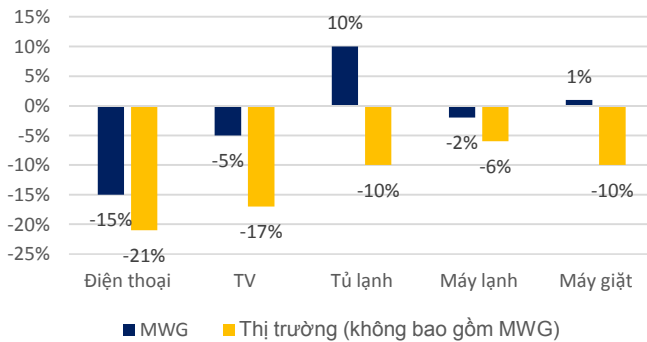
ソース: MWG, BSC Research

2020年第2四半期には、携帯電話販売店「テゾイジードン(thegioididong)」チェーン及びディエンマイサイン(Dien may XANH)チェーンの成長率はそれぞれ、前年同期比27.8%減となり、同3.7%減となった。減少の原因は(1)4月に社会離隔装置適用、(2)新型コロナウイルス感染症の流行に影響されたということから由来した。2020年6ヶ月には、テゾイジードン(The gioi di dong)チェーンとディエンマイサイン(Dien may XANH)チェーンの既存店舗収益成長率はマイナス12%となった。

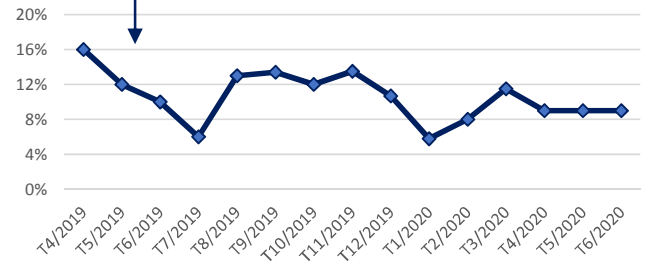
- テゾイジードン(The gioi di dong)チェーン：店舗の閉鎖を集中し、ディエンマイサイン(Dien may XANH)モデルへ切り替えている。2020年6月末の時点では、テゾイジードン(The gioi di dong)が閉鎖した店舗数は44店舗で、2020年1月の15店舗から増加した。テゾイジードン(The gioi di dong)チェーンの収入は前年同期比16%減となった。収入の減少は(1)店舗数が前年同期比15店舗を減少した、(2)毎月平均収入が前年同期比では14.5%減少したことから由来した。2020年下半期にひあ、MWGが経営活動を維持する店舗数は800店舗である。
- ディエンマイサイン(Dien may XANH)チェーン：消費傾向の変化により中位所得者クラスに集中する。2020年6月末の時点では、ディエンマイサイン(Dien may XANH)の新規店舗数は26店舗である。ディエンマイサイン(Dien may XANH)の収入は前年同期比4%増となった。

BSCは、ディエンマイサイン(Dien may XANH)の2020年第2四半期収入は前年同期比3.75%減となった。新型コロナウイルス感染症の第2次がベトナムに戻っていることで、この減少は次の数ヶ月に続ける可能性が高い。2020年下半期には、ディエンマイサイン(Dien may XANH)は新規店舗を追加オープンし、総店舗数が約1,300店舗となる計画だ。

2019年6ヶ月と2020年6ヶ月における重要な製品の成長率



ディエンマイサイン(Dien may XANH)と  
テーゾイジードン(The gioi di dong)のオンライン  
チャンネル販売による収入

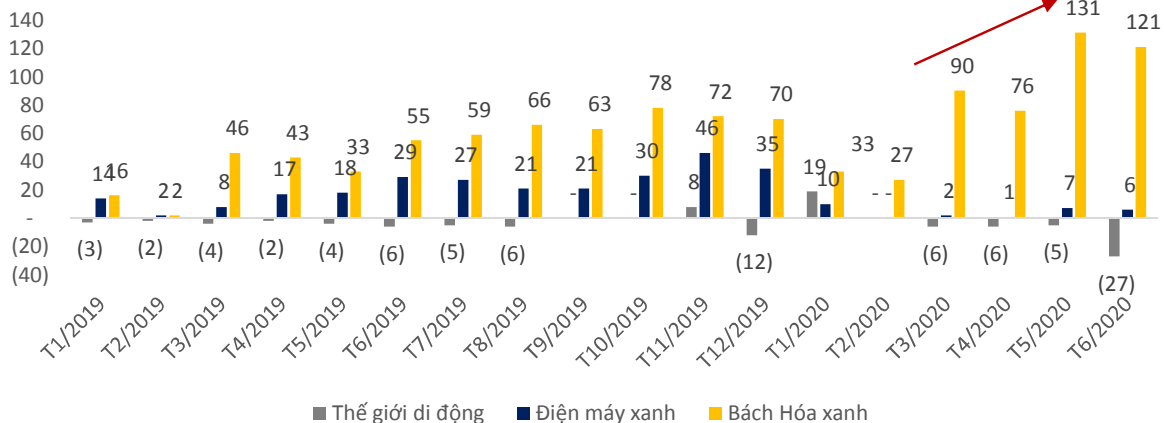


ソース: MWG, BSC Research

店舗数と販売センターの拡大を強化するのは2020年に食品販売チェーン「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の重要な役割である。「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」チェーンの収入は前年同期比131%増の9兆4,590億ドンを達した。

「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の新規オープン店舗数は1日当たり4店舗で、前年同期の1日当たり2店舗数から増加した。2020年6ヶ月には、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の既存店舗数は年初比46%増の1,486店舗である。それによると、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」が2020年に既存店舗数を1,800~2,000店舗に増加する計画がある。2021年には、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」は費用の最適化を集中する計画だ。

月刊新規オープン店舗数と閉鎖店舗数



ソース: MWG, BSC Research

費用最適化は2021年に強化される。一方、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の2020年業績は流通センターの拡大を集中するために2020年に赤字を計上する。2020年上半期には、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」は8,270億ドンの赤字で、2019年上半期の3,670億ドンから増加すると推定された。MWGは規模の急増を満たすために流通センターの拡大を強化し、流通センターを23カ所に増加した。詳しくは以下の通り。

オフラインバックホアサイン(Bach hoa XANH)	2020年6ヶ月	2019年6ヶ月
総店舗数	1,486	600
新規オープン店舗数	478	195
サービス範囲	ホーチミンと 23 各省	ホーチミンと 23 各省
流通センターおよび倉庫	12	5
既存店舗収益成長率	+12%	

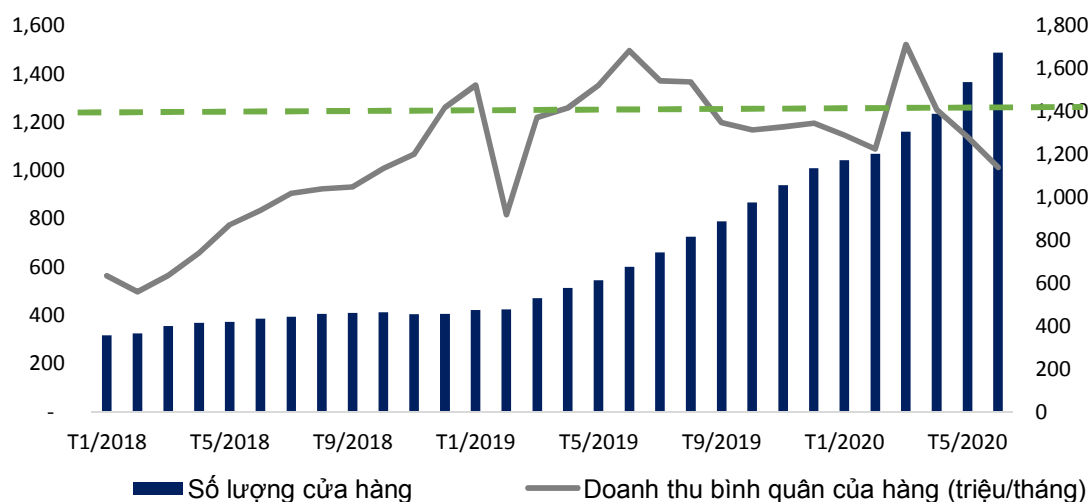
ソース: MWG

オンラインバックホアサイン(Bach hoa XANH)	2020年6ヶ月	2019年6ヶ月
オンライン取引受注数	~260,000	~120,000
サービス範囲	8 地方	1 地方
流通センター	11 カ所	1 ヶ所

ソース: MWG

2020年上半期には、管販費用／売上高の比率は16.2%で、前年同期の12.4%から増加した。BSCの推定によると、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」は2020年に1兆8,500億ドンの赤字となるだろう。

しかし、BSCは、2020年に店舗数と流通センターの拡大は2021年に費用最適化を集中する重要な役割を果たすと考えております。BSCは、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の新規店舗数が570店舗であり、MWGが費用最適化及び売上総利益率の向上を集中するという仮定すると、「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」は2021年に1兆5,100億ドンの赤字であると推定しております。



ソース: MWG, BSC Research

**2020年7月の業績。**2020年7月には、収入は前年同期比7%減少したが、税引後利益は同12%上昇した。テーゾイジードン(The gioi di dong)チェーンとディエンマイサイン(Dien may XANH)チェーンの業績は前年同期比17%減少した。「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の収入は前年同期比80%増となり、前四半期比12%増となった。そのうち、各店舗の平均収入は1月当たり12億ドンだった。

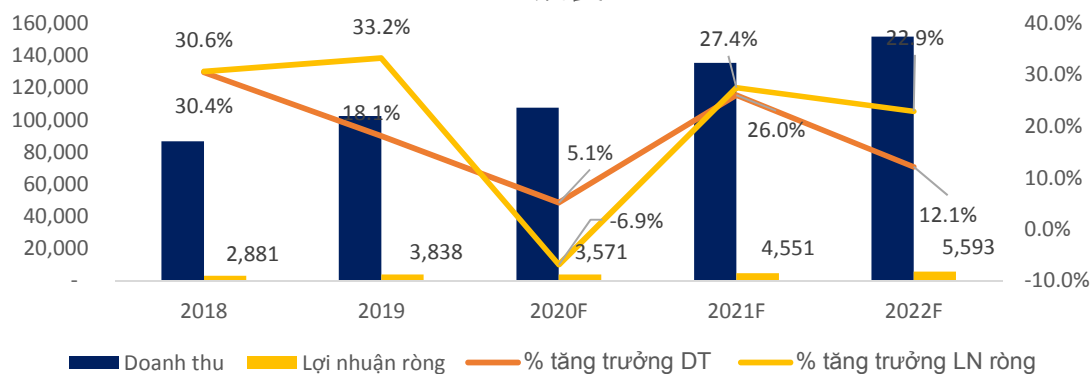
MWGは(1)家電販売店チェーン「スーパーミニ・ディエンマイサイン(Dien may XANH Super mini)」(面積120~150m<sup>2</sup>)、(2)「Bluetronics」、(3)「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」(面積500m<sup>2</sup>、50億ドンモデル)という連続で新経営モデルを試している。

BSCは2020年の収入と利益予想を前年比+5.1%増の107兆4,120億ドン、同-6.9%減の3兆5,710億ドンに下方修正しております。2020年のEPSは7,880VND/株であると予測しております。2020年8月20日の時点では、MWGのPefwは10.3xだった。

- テーゾイジードン(The gioi di dong)チェーン及び[ディエンマイサイン(Dien may XANH)]チェーンの収入はそれぞれ、前年比20.3%減となり、同+1%増となる。テーゾイジードン(The gioi di dong)チェーン及び[ディエンマイサイン(Dien may XANH)]チェーンの既存店舗収益成長率はマイナス15%となる。「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の収入は前年比119.2%増となる。
- [ディエンマイサイン(Dien may XANH)]と「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の2020年新規オープン店舗数はそれぞれ、80店舗、900店舗である。テーゾイジードン(The gioi di dong)の2020年閉鎖店舗数は100店舗の見込みだ。
- 販管費用は2020年に16.6%で、前年の14%から増加する。
- 売上総利益率は2020年に21.3%で、前年の19.1%から増加する。

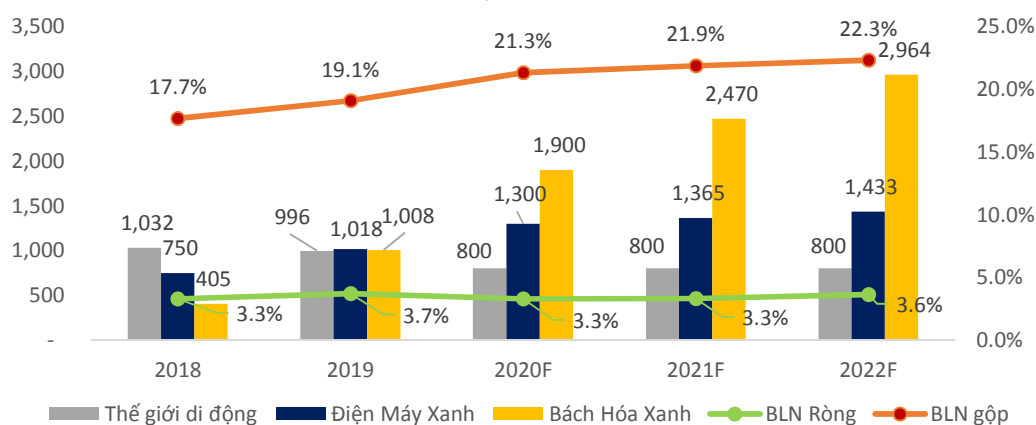


### 「バックホアサイン(Bach hoa XANH)」の利益と収入 成長



ソース: BSC Research

### 店舗数と利益率



単位:10 億ドン	2017A	2018A	2019E	2021F	2022F	
収入	67,699	87,738	103,485	107,412	135,335	
前年比		49%	30%	18%	5%	26%
売上総利益	11,142	15,292	19,488	22,904	29,598	
前年比		54%	37%	27%	18%	29%
売上総利益率		16.8%	17.7%	19.1%	21.3%	21.9%
販売費用	7,017	9,660	12,437	14,469	18,505	
管理費用	1,346	1,762	2,074	3,590	4,797	
販管費用/売上高の比率		12%	13%	14%	17%	17%
金融活動収益	251	342	631	699	430	
金融活動費用	234	437	570	616	693	
税引前利益	2,809	3,788	5,057	4,928	6,033	
法人税合計額	602	906	1,217	1,355	1,508	
税引後利益	2,206	2,881	3,838	3,571	4,523	

前年比	39.8%	30.6%	33.2%	-6.9%	26.7%
EPS(VND/株)	6,958	6,496	8,652	7,880	9,093
純利益率	3.3%	3.3%	3.7%	3.3%	3.3%
ROE	37%	32%	32%	24%	24%

ソース: BSC Research

## 評価

BSC は PE 方法 と DCF 方法 を基づく MWG の投資評価を 2020 年理論価格の 11 万 7,500VND/株で「買い」と推奨しております。

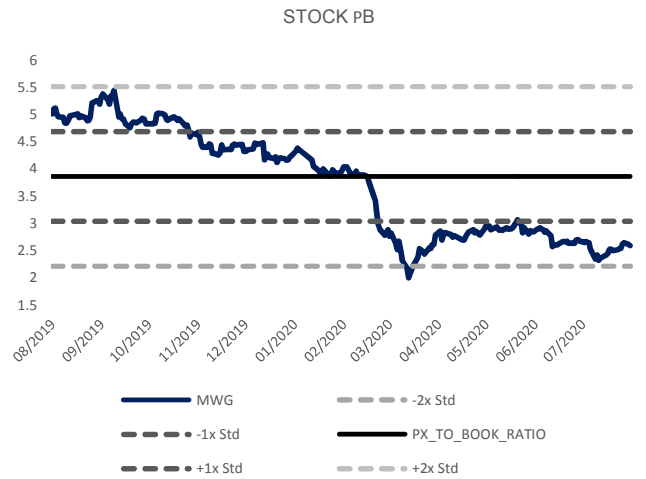
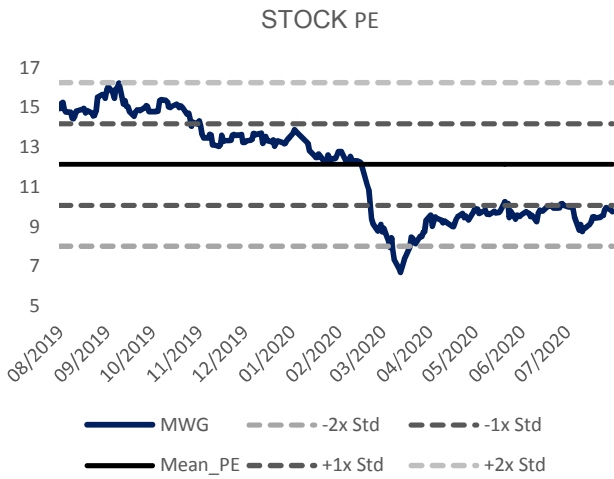
Bảng chiết khấu dòng tiền	2020	2021	2022	2023	2024
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	3,983	967	5,884	6,588	6,613
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền 5 năm	18,920	19,468	18,594	13,792	8,935
<b>Giá trị cuối cùng</b>	<b>68,897</b>	<b>78,448</b>	<b>68,897</b>	<b>68,897</b>	<b>68,897</b>
Chiết khấu giá trị cuối cùng	45,887	42,640	41,453	41,453	41,453
<b>Tổng giá trị chiết khấu</b>	<b>64,807</b>	<b>62,107</b>	<b>60,048</b>	<b>55,246</b>	<b>50,389</b>
Trừ Nợ	11,168	11,889	12,998	12,180	12,912
Cộng Tiền mặt	2,911	3,306	8,956	14,543	20,506
<b>Tổng giá trị công ty</b>	<b>56,550</b>	<b>53,524</b>	<b>56,006</b>	<b>57,608</b>	<b>57,982</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	454	454	454	454	454
<b>Giá trị hợp lý (VND)</b>	<b>124,697</b>				

Phương pháp PE	2020	2021	2022	2023	2024
EPS pha loãng	7,880	9,149	11,243	13,960	14,889
PE	14	14	14	14	14
<b>Giá trị hợp lý (VND)</b>	<b>110,300</b>	<b>128,100</b>	<b>157,400</b>	<b>195,400</b>	<b>208,500</b>

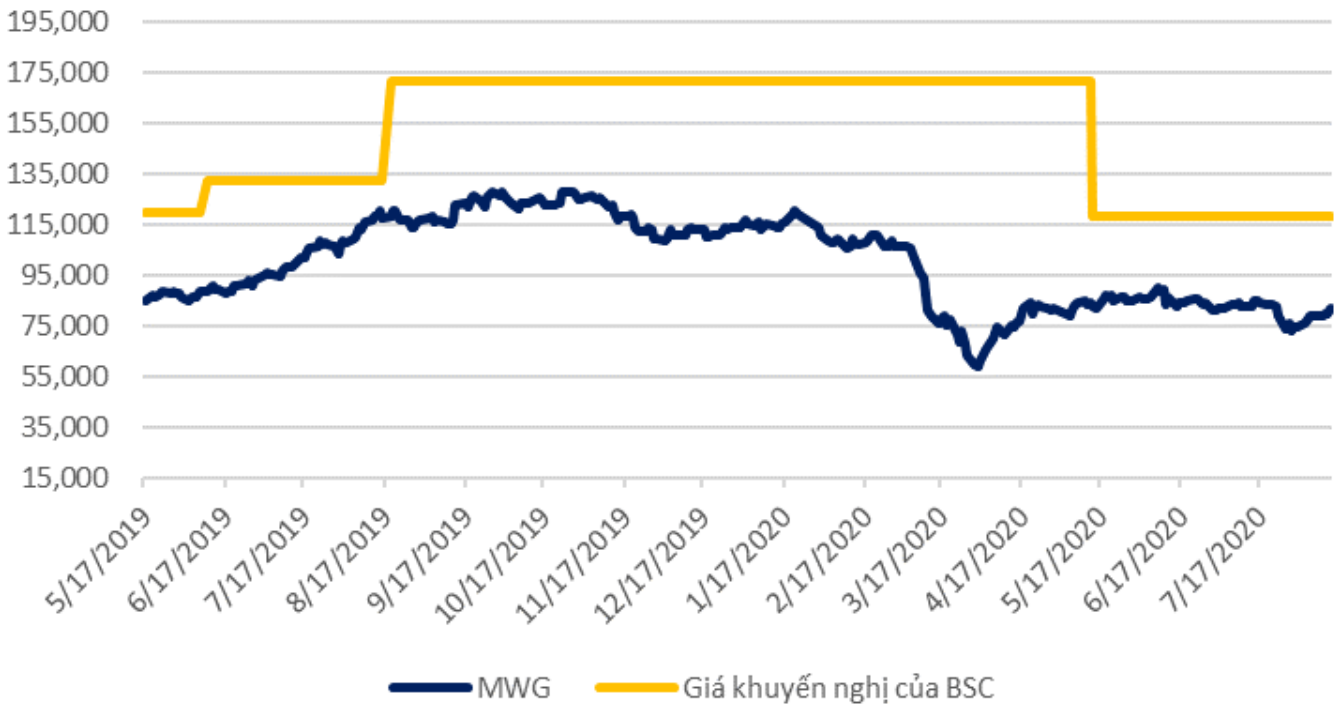
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân	Chi phí vốn bình quân (WACC)	
FCFF	124,697	50%	62,348	Rf	5.50%
P0/E0	110,300	50%	55,150	Beta	1.07
		100%	117,500	Ke	17.23%
			<b>Giá hiện tại</b>	Kd	5.50%
			Upside	E/A	49.67%
			Khuyến Nghị	D/A	50.33%
				Tax rate	23%
				WACC	10.69%
				g	2%





株価の推移

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



## 付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	86,516	102,174	107,412	135,335
売上原価	71,224	82,686	84,507	105,737
売上総利益	15,292	19,488	22,904	29,598
販売費用	-9,660	-12,437	-14,469	-18,505
企業管理費用	-1,762	-2,074	-3,590	-4,797
<b>営業利益/損失</b>	<b>3,871</b>	<b>4,977</b>	<b>4,845</b>	<b>6,296</b>
金融活動収益	342	631	699	430
金融活動費用	-437	-570	-616	-693
借入費用	-436	-568	-614	-691
合併・関連会社関連収益	0	0	0	0
他の収益	12	19	0	0
税引前利益	3,788	5,057	4,928	6,033
法人税額	-906	-1,217	-1,355	-1,508
<b>税引後チエキ</b>	<b>2,881</b>	<b>3,838</b>	<b>3,571</b>	<b>4,523</b>
少数株主持分	2	2	2	2
少数株主利益等控除利益	2,879	3,836	3,569	4,521
EBITDA	5,094	6,420	6,154	7,818
EPS	6,496	8,652	7,880	9,093

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
<b>現金及び現金相当</b>	<b>3,748</b>	<b>3,177</b>	<b>2,911</b>	<b>6,954</b>
短期投資	51	3,075	3,075	3,075
短期未収金	1,543	1,815	1,765	2,629
棚卸資産	17,446	25,745	19,953	22,028
その他流動資産	583	1,199	1,245	1,568
<b>他流動資産</b>	<b>23,372</b>	<b>35,012</b>	<b>28,949</b>	<b>36,254</b>
有形資産	3,333	5,404	8,006	8,619
原価償却	1,223	1,443	1,308	1,522
建設中非流動資産	257	87	87	87
長期投資	60	56	56	56
他の非流動資産	787	774	814	1,025
<b>非流動資産</b>	<b>4,751</b>	<b>6,696</b>	<b>9,338</b>	<b>10,162</b>
<b>総資産</b>	<b>28,123</b>	<b>41,708</b>	<b>38,286</b>	<b>46,416</b>
買掛金	8,245	12,055	8,746	11,979
短期借入	5,836	13,031	9,967	11,542
他の短期借入	3,848	3,356	3,430	3,172
<b>短期借入総額</b>	<b>17,929</b>	<b>28,442</b>	<b>22,143</b>	<b>26,694</b>
長期借入	1,210	1,122	1,201	1,028
他の長期借入	2	-	-	-
<b>長期借入総額</b>	<b>1,208</b>	<b>1,122</b>	<b>1,201</b>	<b>1,028</b>
<b>負債総額</b>	<b>19,138</b>	<b>29,565</b>	<b>23,344</b>	<b>27,721</b>
出資金	4,435	4,435	4,532	4,532

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020F
税引後利益	2,881	3,838	3,571
原価償却及び割当て	1,223	1,443	1,308
流動資本変更	(1,969)	(6,657)	2,523
他の修正	735	(798)	-
<b>営業活動からキャッシュフロー</b>	<b>2,261</b>	<b>(1,286)</b>	<b>7,400</b>
固定資産購入額	(1,496)	(3,067)	(3,910)
他の投資金	(850)	(2,752)	-
<b>投資活動からキャッシュフロー</b>	<b>(2,344)</b>	<b>(5,818)</b>	<b>(3,910)</b>
配当金	(486)	(658)	(770)
借入から金額	203	7,104	(2,985)
他の未収金	705	86	-
金融活動からキャッシュフロー	1,223	1,443	1,308
<b>初期キャッシュフロー</b>	<b>2,881</b>	<b>3,838</b>	<b>3,571</b>
<b>内期キャッシュフロー</b>	<b>338</b>	<b>(572)</b>	<b>(264)</b>
<b>最末期キャッシュフロー</b>	<b>2,881</b>	<b>3,838</b>	<b>3,571</b>

指数(%)	2018	2019	2020F
<b>支払能力</b>			
流動比率	1.23	1.23	1.23
当座比率	0.33	0.33	0.33
<b>資本構成</b>			
負債比率/総資産	117%	117%	75%
負債比率/株主資本	34%	34%	29%
<b>稼働能力</b>			
棚卸資産回転期間	76	76	76
売掛金回収期間	9	6	6
買掛金回収期間	38	46	46
現金回転率	47	36	36
<b>利益性</b>			
売上総利益率	17.7%	19.1%	21.3%
税引後利益率	3.3%	3.7%	3.3%
ROE	32.1%	31.6%	23.9%
ROA	10.2%	9.2%	9.3%
<b>評価</b>			
PE	12.5	9.4	10.0

株式会社化による資本剰余金	551	555	555	555
未処分利益	0	(0)	(0)	(0)
他の株主資本	-	-	-	-
少数株主持分	6	8	8	8
<b>株主資本総額</b>	<b>8,976</b>	<b>12,135</b>	<b>14,935</b>	<b>18,688</b>
<b>総資本</b>	<b>28,121</b>	<b>41,707</b>	<b>38,287</b>	<b>46,417</b>
流行中株数	443	444	453	453

PB	4.0	3.0	2.0
<b>成長率(前年同期比)</b>			
売上高	30.4%	18.1%	5.1%
税引後利益	39.3%	28.6%	-2.6%
税引前利益	34.9%	33.5%	-2.5%
EPS	-6.6%	33.2%	-8.9%

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: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

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

