

推奨	買い	フーニュアンジュエリー株式会社 (HSX: PNJ) 明るい見通し			
現値:	95,000	レポート作成日:	07/03/2024	<b>株主構成</b>	
前理論価格	97,700	流行中株数(100万)	333	ベトナム DC 基金管理投	9.65%
新理論価格:	112,000	時価総額(10億ドン)	31,644	資株式会社	8.06%
配当率	2.1%	過去 20 日間平均売買高:	75	Trương Ngọc Phượng	4.3%
<b>上昇率</b>	<b>+18%</b>	外国人投資家保有率	49%	Vinacapital	3.8%
				Trần Phương Ngọc Hà	

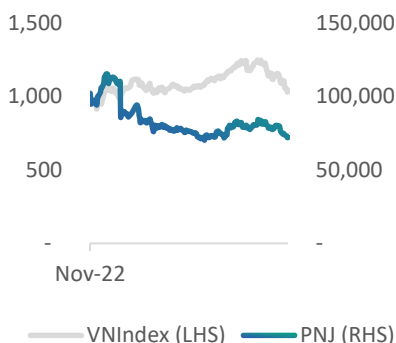
業界分析:

Phạm Thị Minh Châu  
(消費財・小売り業界)  
Chauptm@bsc.com.vn

評価

BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく、PNJ 株の理論株価を 2024 年 3 月 6 日の終値比 18%増の 11 万 2,000VND/株と評価し、PNJ の投資評価を「買い」と推奨しております。

株価の推移

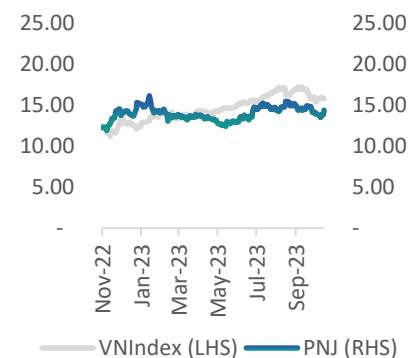


(1) DCF 方法: 2024 年~2026 年期間の税引後利益を上方修正し、在庫量の管理効率を向上させ、長期的な成長率を 1%から 1.1%に上方修正しております。

(2) PE 方法: PE 目標を 15.2x から 17x に上方修正しております。

- 2021 年~2023 年業績には、シェア及び利益が増加したとみられた。
- 2021 年~2024 年期間にはシェアが期待より大きく拡大することへ期待として、税引後利益の 2023 年~2026 年期間の CAGR を 16%から 19%に上方修正しております。

P/E



投資観点

- 2024 年の利益は(1)シェア拡大、(2)店舗カバレッジの拡大、(3)営業費の最適化ということのおかげで、前年比+18%増となると予測されている。
- PE FW 2024 =14.6x、5 年間の平均 PE=17x より低い。

2024 年 1 月の業績-季節限定の影響を受ける。

2024 年 1 月の業績は買いの勢いがまだ回復しなくて、旧正月及び恵比寿様日が 2 月にあることで、2024 年業績の傾向を反映しない。そのために、次の数ヶ月にもっと観察すべきだ。

(1) ジュエリー小売りによる収入の増加及び新規店舗開設の進捗

(2) コストの最適化能力

リスク:

競争性及び経済背景により、業績は期待より低い。

**関連情報:** ゴールド経営に関する第 24 議定の改正案は国家銀行に検討されている。

	2022	2023	2024	VNIndex	業績	2021	2022	2023	2024
PE (x)	18.7	17.1	14.6	14.6	売上高	19,613	33,876	33,137	37,594
PB (x)	2.8	3.2	2.8	1.8	売上総利益	3,573	5,927	6,059	6,863
ROE (%)	14%	14%	14%	2%	税引前利益	1,033	1,811	1,971	2,326
ROA (%)	21%	20%	21%	11%	EPS	2,953	5,093	5,545	6,495

### 業績アップデート

小売り業界が前年比 30~40%減となるが、2023 年には PNJ は規模、シェアを拡大し、利益の増加を計上する。

収入構成	2023 年 第 4 四 半期	2022 年 第 4 四 半期	%YoY	2023	2022	%YoY	ハイライト
小売り事業	5,582	5,388	4%	19,286	20,732	-7.0%	2023 年第 4 四半期の収入は 3 四半期ぶり急に増加した。そのうち、 (1) ジュエリー小売り事業による収入は減少幅を縮小した。2023 年 11 月からプラス成長に達した。 (2) 2023 年の 24K ゴールド事業による収入が増加したのはゴールド価格が期待より上昇したということから由来した。
% 収入	57%	65%		58%	61%		
卸事業	716	920	-22%	2,850	4,065	-29.9%	
% 収入	7%	11%		9%	12%		
24K ゴールド事業	3,331	1,845	81%	10,438	8,571	21.8%	
% 収入	34%	22%		32%	25%		
その他	132	150	-12%	563	508	10.9%	
% 収入	1%	2%		2%	1%		
	2023 年 第 4 四 半期	2022 年 第 4 四 半期	%YoY	2023	2022	%YoY	
売上高	9,760	8,302	18%	33,137	33,876	-2.2%	-売上総利益率は前年同期比増加した。
売上総利益	1,751	1,469	19%	6,059	5,927	2.2%	
売上総利益率	17.9%	17.7%		18.3%	17.5%		(1) 製品構成が顧客グループに合った。
販売費用	(763)	(707)	8%	(2,836)	(2,828)	0.3%	(2) 営業費を最適化した。
管理費用	(187)	(151)	24%	(694)	(675)	2.8%	
管販売用/売上高	9.7%	10.3%		10.65%	10.34%		
経営事業による利益	801	611	31%	2,529	2,424	4.4%	

2024年3月7日 – HSX: PNJ

経営事業による利益率	8.2%	7.4%		7.6%	7.2%	
金融活動による収入	20	37	-45%	97	59	65.1%
財務費用	(29)	(57)	-49%	(142)	(146)	-2.9%
他の収入	4	(0)		5	(25)	118.4%
税引前利益	797	591	35%	2,489	2,311	7.7%
<b>税引後利益</b>	<b>632</b>	<b>466</b>	<b>35%</b>	<b>1,971</b>	<b>1,807</b>	<b>9.1%</b>
税引後利益率	6.5%	5.6%		5.9%	5.3%	

ソース: Fiinpro, BSC Research

2024年1月の業績は買いの勢いがまだ回復しなくて、旧正月及び恵比寿様日が2月になったことで、2024年業績の傾向を反映しない。

2024年1月の売上高は前年同月比-7.3%減となった。そのうち、

- 小売り業界は前年同月比-6%減、24K ゴールド事業は季節限定により、同-15.1%減となった。第1四半期の利益を最も計上する時点は旧正月、恵比寿様日、バレンタインデーである。また、2023年の減収は消費需要に影響を与えた。
- 卸事業は前年同月比+32.6%増となった。原因は2023年の低い水準だけでなく、テトのために受注量が回復したから由来した。

税引後利益率は前年同月比-1.3ppt 減となった。原因は

- 小売りチャネルの販売構成変更
- 新しいコレクションの広告を強化した。
- 新規店舗の49カ所は12ヶ月未満運用されていたのはPNJの業績に影響を与えた。

そのために、BSCは次の数ヶ月に(1)ジュエリー小売りによる収入の増加及び新規店舗開設、(2)費用の最適化能力という要素を観察すべきだと考えております。

## 業績上方修正

BSCは2023年～2024年期間の業績を上方修正しており、税引後利益の2023年～2026年期間のCARGを16%から19%に上方修正しております。

- (1) BSCは2024年の売上高及び税引後利益をそれぞれ、前レポート比+4.7%、同+1.8%に上方修正しております。そのうち、
  - 増収はゴールド市場の活発な取引及び小売り業界の回復から由来する。
  - 利益率を前レポート比-0.3ppt と下方修正しております。利益を絶対を守るために、市場の状況に応じて収益の構造と製品プロモーションプログラムのバランスを取る。
- (2) 2021年～2024年期間には、シェアを拡大することへの期待として、2023年～2026年期間の税引後利益のCARGを16%から19%に上方修正しております。

- 2021年～2024年期間における新規店舗数は約100店舗に達し、PNJの既存店舗数の20%を占めると推定されている。これらの店舗は成長期間に入り、効果を見せていると期待されている。
- 中所得者層の消費需要の増加及びブランドの勢力のおかげで、各店舗の平均収入は前レポート比+5%に上方修正しております。
- 製品を効果的に構成し、費用を最適化することのおかげで、中期的な利益率は+1ppt増となると期待されている。

	2022F	2023年 (前レポート)	2023年 (アップデートレポート)	% 変更	2024F (前レポート)	2024F(アップデートレポート)	% 変更
小売事業の収入	20,732	19,341	19,286	0%	22,242	22,233	0.0%
%前年比	80%	-7%	-7%		15%	15%	
卸事業の収入	4,065	2,815	2,850	1%	2,970	3,225	8.6%
%前年比	54%	-31%	-30%		5%	13%	
ゴールドバーが事業の収入	8,571	9,392	10,438	11%	9,772	11,528	18.0%
%前年比	71%	10%	22%		4%	10%	
売上高	33,876	32,103	33,137	3%	35,606	37,594	5.6%
%前年比	73%	-5%	-2%		11%	13%	
売上総利益	5,927	6,012	6,059		6,661	6,863	
売上総利益率	17.5%	18.7%	18.3%	-0.4%	18.7%	18.3%	-0.5%
EBIT 率	7.2%	7.9%	7.6%	-0.3%	8.1%	7.9%	-0.3%
税引後利益	1,811	1,934	1,971	2.0%	2,282	2,326	1.9%
税引後利益率	5.3%	6.0%	5.9%		6.4%	6.2%	-0.2%
%前年比	75%	7%	9%		18.0%	18.0%	

ソース: PNJ, BSC Research

## 評価及び推奨

BSCはDCF方法とPE方法に基づく、PNJ株の理論株価を2024年3月6日の終値比18%増の11万2,000VND/株と評価し、PNJの投資評価を「買い」と推奨しております。

- (1) DCF 方法: 2024年～2026年期間の税引後利益を上方修正し、各店舗の在庫量の管理効率を向上させ、長期的な成長率を1%から1.1%に上方修正しております。
- (2) PE 方法: PE 目標を15.2xから17xを上方修正しております。
  - 2021年～2023年業績には、シェア及び利益が増加したとみられる。
  - 2021年～2024年期間にはシェアが期待より大きく拡大したことで、税引後利益の2023年～2026年期間のCAGRを16%から19%に上方修正しております。

DCF 方法	2024	2025	2026
FCFF	1,597	2,581	3,066
5年間のフリーキャッシュフロー割引の合計値	1,489	2,210	2,412
最後の価値	40,231	<b>資本コスト</b>	
最後価値割引	31,655	Rf	3.0%
割引総価値	37,767	Beta	0.84
(-) 負債	(2,439)	Ke	10%
(+) 現金	2,524	Kd	6%
企業の総価値	37,851	E/A	20%
流行中株数(100万株)	333	D/A	80%
<b>合理的な価値</b>	<b>113,636</b>	<b>WACC</b>	<b>9%</b>
P/E 方法			
EPSの希薄化	6,495		
目標 P/E	17.0		
<b>合理的な価格</b>	<b>110,414</b>		
方法	価格	割合	平均価格
DCF	113,636	50%	56,818
P/E	110,414	50%	55,207
<b>目標価格</b>			<b>112,000</b>
現価格			95,000
Upside			18%
<b>推奨</b>			<b>買い</b>

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	19,613	33,876	33,137	37,594	税引後利益	1,287	2,312	2,489	2,937
売上原価	(16,040)	(27,949)	(27,078)	(30,730)	原価償却及び割当て	75	80	81	94
売上総利益	3,573	5,927	6,059	6,863	流動資本変更	(1,801)	(1,788)	(526)	(821)
販売費用	(1,694)	(2,828)	(2,836)	(3,128)	他の修正	(356)	(571)	(599)	(611)
企業管理費用	(472)	(674)	(694)	(779)	営業活動からキャッシュフロー	(717)	101	1,503	1,599
<b>営業利益/損失</b>	<b>1,407</b>	<b>2,425</b>	<b>2,529</b>	<b>2,957</b>	固定資産購入額	(63)	(52)	(82)	(86)
金融活動収益	16	54	98	104	他の投資金	14	(318)	(495)	(600)
金融活動費用	(118)	(141)	(143)	(128)	投資活動からキャッシュフロー	(49)	(371)	(577)	(686)
借入費用	(104)	(94)	(119)	(106)	配当金	(177)	(617)	(611)	(865)
<b>営業利益/損失</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	借入から金額	880	(39)	(299)	55
他の収益	(18)	(25)	5	5	他の未収金	702	792	(909)	(767)
税引前利益	1,287	2,312	2,489	2,937	金融活動からキャッシュフロー	702	792	(909)	(712)
法人税額	(254)	(502)	(518)	(611)	初期キャッシュフロー	422	358	880	896
<b>税引後利益</b>	<b>1,033</b>	<b>1,811</b>	<b>1,971</b>	<b>2,326</b>	内期キャッシュフロー	(65)	522	17	201
少数株主持分	-	-	-	-	最後期キャッシュフロー	358	882	896	1,097
少数株主税引後利益	1,033	1,811	1,971	2,326					
EBITDA	1,482	2,504	2,610	3,051					
EPS	2,953	5,093	5,545	6,495					

バランスシート(10億ドン)	2021	2022	2023	2024	指数(%)	2021	2022	2023	2024
<b>現金及び現金相当</b>	<b>358</b>	<b>880</b>	<b>896</b>	<b>1,097</b>	<b>支払能力</b>				
短期投資	-	200	810	1,410	流動比率	2.04	2.45	2.81	2.92
短期未収金	110	301	217	225	当座比率	0.10	0.28	0.42	0.54
棚卸資産	8,687	10,506	10,941	11,968	<b>資本構成</b>				
その他流動資産	66	80	96	109	負債比率/総資産	0.26	0.20	0.17	0.15
<b>他流動資産</b>	<b>9,220</b>	<b>11,966</b>	<b>12,960</b>	<b>14,826</b>	負債比率/株主資本	0.45	0.32	0.24	0.22
有形資産	910	882	883	854	<b>稼働能力</b>				
原価償却	(374)	(433)	(491)	(491)	棚卸資産回転期間	160.0	112.1	119.3	115.1
建設中非流動資産	31	31	29	50	売掛金回収期間	2.0	3.2	2.4	2.2
長期投資	-	-	4	4	買掛金回収期間	15.7	3.6	3.4	3.4
他の非流動資産	302	364	449	449	現金回転率	146.4	111.7	118.2	113.8
<b>非流動資産</b>	<b>1,327</b>	<b>1,371</b>	<b>1,470</b>	<b>1,462</b>	<b>利益性</b>				
<b>総資産</b>	<b>10,547</b>	<b>13,337</b>	<b>14,430</b>	<b>16,287</b>	売上総利益率	18.2%	17.5%	18.3%	18.3%
買掛金	689	277	255	289	税引後利益率	5.3%	5.3%	5.9%	6.2%
短期借入	2,722	2,683	2,384	2,439	ROE	17.2%	21.4%	20.1%	20.8%
他の短期借入	984	1,761	1,802	1,994	ROA	9.8%	13.6%	13.7%	14.3%
<b>短期借入総額</b>	<b>4,521</b>	<b>4,883</b>	<b>4,614</b>	<b>5,075</b>	<b>評価</b>				
長期借入	-	-	-	-	PE	32.17	18.65	17.13	14.63
他の長期借入	0	0	0	0	PB	3.89	2.77	3.18	2.82
長期借入総額	9	10	9	9	<b>成長率(前年同期比)</b>				
<b>負債総額</b>	<b>4,530</b>	<b>4,893</b>	<b>4,623</b>	<b>5,084</b>	売上高	12.0%	72.7%	-2.2%	13.4%
出資金	2,276	2,462	3,282	3,331	税引後利益	-6.7%	72.4%	4.3%	16.9%
株式会社化による資本剰余金	991	2,251	1,851	1,901	税引前利益	-4.4%	79.6%	7.6%	18.0%
未処分利益	1,954	2,522	2,740	3,563	EPS	-1.1%	72.5%	8.9%	17.1%
他の株主資本	-	-	-	-					
少数株主持分	-	-	-	-					
<b>株主資本総額</b>	<b>6,017</b>	<b>8,444</b>	<b>9,807</b>	<b>11,203</b>					
<b>総資本</b>	<b>10,547</b>	<b>13,337</b>	<b>14,430</b>	<b>16,287</b>					
流行中株数	246	246	328	333					

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 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: RESPBSCV <GO>**

