

企業アップデート

PNJ—フーニュアンジュエリー株式会社

2018年8月3日

BSC

推奨

Phan Quốc Bửu

buupq@bsc.com.vn

目標株価 128,500
終値 96,900
終値より上回り率 32.6%

Trần Thành Hưng (PTKT)

hungtt@bsc.com.vn

目標株価

損きり値

市場データ

発行済株式数 (100万株) 162
時価総額(10億 ドン) 15,711
過去52週間の最高値 (VN) 139,000
過去10日の売買高 (株) 554,835
外国人投資家の保有率 49.00%

大株主

THI NGOC DUNG CAO 14.77
AIMS ASSET MANAGEMI 5.12
LGM INVESTMENTS LTD 4.53
VOF INVESTMENT LTD 3.55
VIETNAM INVESTMENT I 3.45

株価の推移 (1年間)



概要

PNJはベトナム国内の最大ジュエリーメーカーであり、現時点合計289店舗を所有している。

他のレポート

<https://www.bsc.com.vn/Report/ReportFile/2034458>

算定

BSCはFCFFとPEの2つ算定方法で、PNJ株の目標価格が128,500ドン/株 (2018年7月30日の終値より+32.6%増) と算定し、この株に対して買い注文を強く推奨したい。

事業傾向

既存店舗の売上成長率 (SSSG) が高い水準に留まっている。2018年上半期に、SSSGのゴールド・ジュエリー事業の売上成長率が23%となった。

2018年上半期、PNJは31店舗をオープンして、店舗数を289に引き上げて、2018年計画の69%を達成し (当初計画が45店舗である)。

投資リスク

(1) 国家銀行のゴールド・ジュエリー事業に対する厳しい規制から起因するリスク。

(2) 店舗の飛躍的な展開ペースは費用を制御できなくて、運営効率が落ちるリスク

(3) 新しいライバルであるPrecita社との競争のリスク。

業績アップデート

(1) 2018年上半期の売上高と利益のそれぞれは年間計画の53.9%、58.6%を達成した。具体的には、売上高と税引後利益のそれぞれは前年同期比+34%増の7兆3,560億ドン、同比+37%増の5,170億ドンとなった。

(2) 販売量と販売額のおかげで、既存店舗の売上成長率は21%と高く維持できた。新規顧客の総数と商品の価値がそれぞれ前年同期比25%、13%となった、そのうち、2回の購入のギャップが前年同期比5%短縮した。

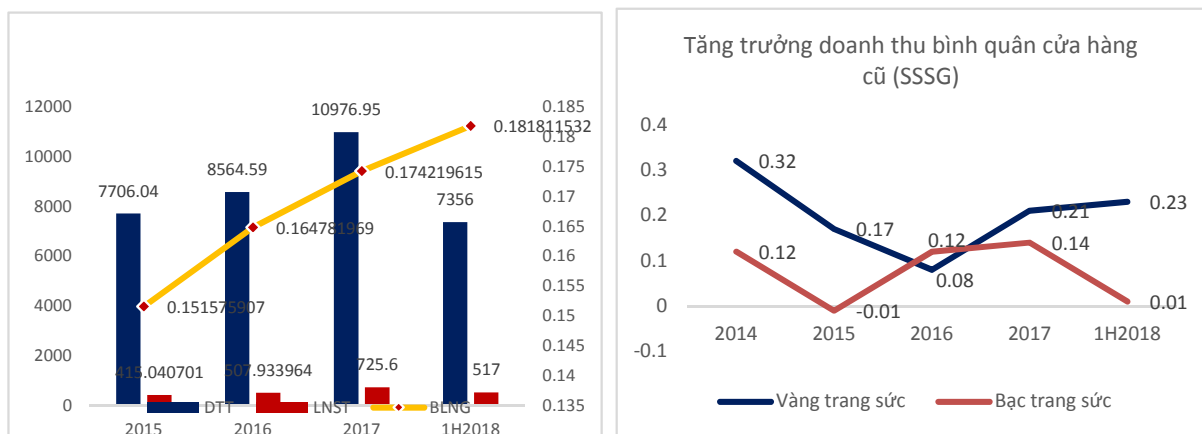
(3) 新店舗展開オープンの進歩が順調になり、ホーチミン市内の各店舗成長率の余地が大きく残っている。具体的には、2018年上半期に31店舗をオープンして店舗の総数を289に引き上げた。そのうち、ホーチミン市内には13店舗をオープンした、当初計画が10新店舗のみである。

(4) BigdataとERP系統を通じて、新ブランド・アイデンティティの開始及び顧客サービスの改善に注力する予定。

(4) 2018年業績成長率が高いまま維持すると予測する。BSCの予測ではPNJの2018年の売上高と純利益がそれぞれ前年比+28.2%増の141億6,000万ドン、同比+38%増の1兆390億ドンとなる見込みだ。

2018年上半期の売上高と利益はそれぞれ年間計画の53.9%、58.6%を達成した。具体的には、売上高と税引後利益のそれぞれは前年同期比+34%増の7兆3,560億ドン、同比+37%増の5,170億ドンとなった。PNJの成長原動力は（1）ゴールド・ジュエリー事業の成長率が前年同期比+36.4%となった；（2）2018年上半期にゴールド・ジュエリー事業の売上高総利益率は2017年上半期の20%から21.2%に増加した；（3）2018年上半期にゴールド・ジュエリー事業の売上割合は2017年上半期の76.7%から77.8%に増加した；（4）店舗拡大を促進するということだ。

販売した商品の価格と数量のおかげで、既存店舗の売上成長率は高くまま維持している。2018年上半期にゴールド・ジュエリー事業の売上成長率が2017年平均レベルの21%より高くなり23%となった。他方、シルバー・ジュエリー事業の売上成長率が1%のみ上昇した。理由は顧客グループの再配置戦略である。年齢25歳～35歳がある顧客に多く注力した、多く新商品を売り出した。PNJの以前の戦略は25歳未満の顧客に注力して、新商品の数量が限られている。新規顧客の数と商品の価格のそれぞれは前年同期比25%、13%となった、そのうち、2回購入間のギャップが前年同期比5%短縮した。



新店舗展開オープンが進歩が順調になり、ホーチミン市内の各店舗成長率の余地が大きく残っている。具体的には、2018年上半期に31店舗をオープンして店舗の総数を289に引き上げた。そのうち、ホーチミン市内には13店舗をオープンした、当初計画が10新店舗のみである。PNJの新店舗をオープンする戦略（1）ホーチミン市内の店舗のシステムの再構成して、新店舗を追加オープンし続ける；（2）西南部と北南部の店舗システムを短縮し、地域の文化に適合するように店舗の識別を変更する。BSCの予測では、2018年末時点でPNJの店舗の数が前年比+17%増の314店舗がある見込みだ。

Big-

dataとERP系統を通じて、新ブランド・アイデンティティの開始及び顧客サービスの改善に注力する予定。PNJの目標は顧客の体験を向上することである。Big-dataとERP系統のおかげで、PNJは消費者の興味・傾向を調査して統計し、工場・倉庫から店舗へのサプライチェーンを管理できる。注意点は2018年第2四半期末で無形資産（土地利用権）が1,790億ドンから4,600億ドンに増加した。これはホーチミン市の若者に焦点を当てたブランドアイデンティティを持つ店舗であると考えています。現在、ERP系統は最も大切な第2階段に入った、2018年第4四半期に試行する予測がある。ERP案件の損益分岐期間がせいぜい5年～6年半である。しかし、新規店舗の展開が飛躍で効果になったら損益分岐期間が縮まる。

BSCの予測ではPNJの2018年売上高と純利益がそれぞれ前年比+28.2%増の141億6,000万ドン、同比+38%増の1兆390億ドンとなる見込みだ。2018年の予測EPSが5,730ドン/株である。仮定は（1）2018年売上総利益率が約18.2%となる；（2）売上成長率が20%となる；（3）2018年に新規店舗数は45店舗である予定。

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
売上高	2,345	2,279	3,222	4,139	3,217
売上総利益	400	396	565	770	583
目標株価	2	2	3	6	0
終値	(17)	(11)	(10)	(14)	(14)
終値より上回り率	(17)	(11)	(96)	(14)	(11)
販売費用	(186)	(183)	(223)	(282)	(269)
管理費用	(43)	(47)	(59)	(61)	(74)
目標株価	156	158	277	420	227
損きり値	6	0	0	1	1
税引前利益	162	158	277	421	228
市場データ	129	126	222	336	180
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	129	126	222	336	180
EPS					
短期資産	3,055	3,480	3,896	3,873	4,233
現金及び現金相当	40	112	335	82	97
短期未収金	77	84	85	109	125
在庫	2,883	3,052	3,402	3,608	3,936
他の短期資産	55	73	74	74	75
長期資産	506	583	596	816	862
長期未収金	34	41	43	46	49
固定資産	406	409	487	669	683
有形固定資産	201	204	206	208	223
賃貸固定資産	-	-	-	-	-
無形固定資産	205	205	281	461	460
進行中である長期資産	25	88	10	35	57
他の長期資産	40	46	57	66	73
総資産	3,561	4,063	4,493	4,688	5,095
買掛金	1,826	1,335	1,542	1,489	1,807
短期負債	1,774	1,313	1,523	1,404	1,748
短期借入	1,270	735	881	700	986
長期負債	52	22	19	86	59
長期借入	45	15	11	78	52
株主資本	1,735	2,728	2,950	3,199	3,288
出資資本	983	1,081	1,081	1,081	1,621
未処分利益	533	551	772	1,021	524
総資本	3,561	4,063	4,493	4,688	5,095
売上高の成長率(%)	46%	15%	22%	32%	37%
売上総利益率	17.1%	17.4%	17.5%	18.6%	18.1%
借入費用／売上高	0.7%	0.5%	3.0%	0.3%	0.3%
販売費用／売上高	7.9%	8.0%	6.9%	6.8%	8.4%
管理費用／売上高	1.8%	2.1%	1.8%	1.5%	2.3%
純利益率	5.5%	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%

新規店舗の飛躍的な展開と既存店舗の売上成長率（SSSG）が2018年第1四半期に21%と高く維持できたため2018年第2四半期にはPNJの売上高は前年同期比37.2%増の3兆2,170億ドンとなった。

ゴールド・ジュエリー事業の売上総利益率が高水準となったことで、売上総利益率は連続で改善されて、2017年第2四半期の17%から2018年第1四半期に18.1%を引上げた。2018年第2四半期には、販管費率が増加し、2017年第2四半期の9.6%から10.6%に増加した。

新規店舗の飛躍的な展開により、在庫が前年同期比36.5%増となった。2018年第2四半期末でPNJは合計298店舗を所有している、2017年末時点より11.6%増となった。

2018年第2四半期にはPNJが飛躍的に店舗展開していながら、借入が2018年第1四半期より小幅に増加した。それによると、1新店舗の流動資本は150億ドン／年である。

PNJが利益性が高いゴールドジュエリーセグメントに集中する戦略に転換し、過去5年間に売上高総利益率が継続に伸びた。

いくつかの基本的な財務指標

支払能力	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
流動比率	1.72	2.65	2.56	2.76	2.42
目標株価	0.07	0.27	0.28	0.14	0.13
資本構成					
終値より上回り率	0.86	0.86	0.87	0.83	0.83
長期資産/総資産	0.14	0.14	0.13	0.17	0.17
負債比率/総資産	0.51	0.33	0.34	0.32	0.35
目標株価	1.05	0.49	0.52	0.47	0.55
損きり値	0.50	0.32	0.34	0.30	0.34
長期負債/総資産	0.01	0.01	0.00	0.02	0.01
稼働能力					
棚卸資産回転率	3.2	2.9	2.9	3.0	3.0
売掛金回転率	304.9	238.7	273.4	257.0	284.6
買掛金回転率	43.1	30.6	31.2	45.0	39.9
在庫日	115.6	124.0	125.8	120.2	121.0
売掛日	1.2	1.5	1.3	1.4	1.3
買掛日	8.5	11.9	11.7	8.1	9.1
現金回転率	108.3	113.6	115.4	113.5	113.1
利益性					
税引後利益/売上高	5.5%	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%
税引後利益/株主資本	36.4%	27.7%	32.6%	32.9%	34.4%
税引後利益/総資産	17.2%	15.6%	17.9%	19.7%	18.9%
資産運用による収益	6.7%	6.9%	8.6%	10.1%	7.0%
DuPontモデル					
総資産/株主資本	2.08	1.69	1.82	1.67	1.72
収入/総資産	2.98	2.72	2.71	2.91	2.81
EBIT/収入	0.08	0.08	0.10	0.10	0.09
EBT/EBIT	0.92	0.92	0.87	0.88	0.89
利鞘/税引前利益	0.77	0.77	0.80	0.80	0.80
6. 評価					
PE	73.9	49.7	259.9	38.7	#REF!
PB	9.1	9.3	11.9	10.4	#REF!
EPS	2,158	3,208	614	4,126	#REF!
BVPS	17,437	17,150	13,383	15,267	#REF!
7. 成長率(前年同期比)					
総資産	14%	26%	25%	30%	43%
負債	17.9%	72.4%	96.6%	82.9%	89.4%
売上高	45.8%	15.0%	21.8%	32.2%	37.2%
売上総利益率	37.4%	24.8%	48.3%	39.8%	45.7%
税引後利益	6.8%	13.3%	135.2%	35.2%	39.9%
EPS					

戦略パートナーに983万新株を発行し、9,750億VNDの増資を実施し、借入率を51%から35.5%に下げた。

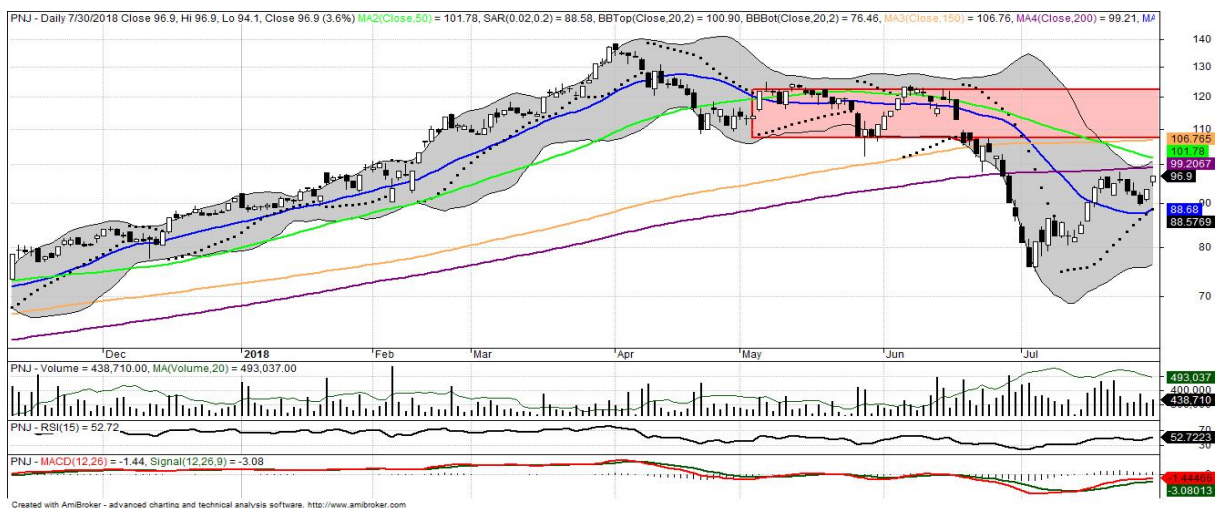
株価の現在傾向：短期には回復、中期には調整

MACD指標：ゼロ線の下回り

RSI指標：上昇

評価：最高値120から75に値下がったPNJは「V」モデルで回復し、株価90をテストするのは成功した。現在、PNJの強い抵抗線は100であり、MA50線は下落傾向にある。PNJは株価及び株数が急増する前に一時的に株価100の辺りに移動する可能性が高い。

BSCの推奨：投資家が引き続き株の値動きを注目したい。売買高の100万株で抵抗線の100を破らなければ、購入を検討することができます。



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>

