

期待の通りに成長

推奨

Phan Quốc Bửu

buupq@bsc.com.vn

目標価格 130,700

終値 93,500

Upside 39.8%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

目標価格

損切値

市場データ

発行済株式数 (100万株)	162
時価総額 (10億ドン)	15,160
過去52週間の最高値 (VND)	138,733
過去10日の売高 (株)	330,629
外国人投資家の保有率	49.00%

大口株主

THI NGOC DUNG CAO	14.77
VINACAPITAL INVESTME	8.79
TRUONG NGOC PHUONG	5.53
LGM INVESTMENTS LTD	4.53
BMO INVESTMENTS II I	3.06

株価の推移(1年間)



企業概要

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。

算定

BSCはFCFFやPEという算定方法に基づくPNJの理論価格を2018年11月13日の終値より39.8%増130,700VND/株とし、投資評価を「買い」と推奨しております。

事業傾向

・既存店舗での収益成長率(SSSG)は高水準で維持している。2018年9ヶ月におけるゴールド・ジュエリー事業の既存店舗売上成長率が23%となった。

・新規店舗開設の成長率は高水準で維持している。2018年9ヶ月には、PNJは44店舗をオープンして、店舗数を308に引き上げて、2018年計画を達成し（当初計画が40店舗である

投資リスク

- ・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。
- ・新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。
- ・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9ヶ月の売上高と利益のそれぞれは年間計画の76.5%、78.7%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10兆5,080億ドン、同比+37%増の5,170億ドンとなった。

(2)2018年9ヶ月にゴールド・ジュエリー事業の既存店舗売上成長率は23%となった。原因は新規顧客の総数と受注売上の増加、製品構成の変更、高価値がある製品に集中していること及び2回の購入のギャップが短縮したことから来た。

(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9月30日の時点で、44店舗をオープンして店舗の総数を308に引き上げた。
(4)PNJは2018年末2ヶ月に従業員インセンティブとして株式給付型プラン(ESOP)への新株486万株（流行株数3%相当）を発行する計画がある。

(5)2018年には、BSCはPNJの売上高を前年比30.6%増の14兆4,340億ドン、純利益を同29%増の9,360億ドン、1株当たり利益(EPS)を5,072VND/株と予想しております。2018年11月13日の終値は93,500VND/株で、PE予想は18.4xだった。

企業アップデート

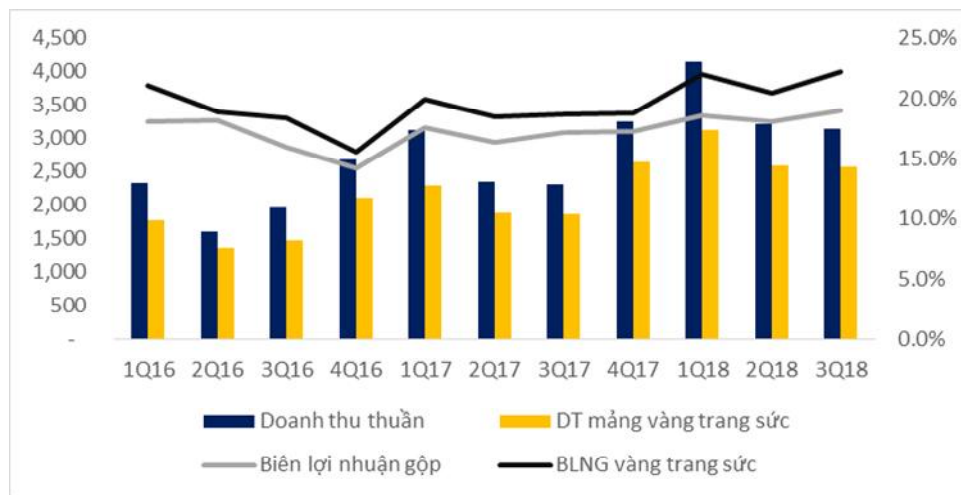
PNJ - フォーニアンジュエリー株式会社

2018年11月14日

BSC

2018年9ヶ月の業績成長率は期待を上回り、売上高及び利益の成長率はそれぞれ76.5%、78.7%を達成した。具体的には、売上高と税引後利益がそれぞれ前年同期比+34%増の10兆5,080億ドン、同比+37%増の5,170億ドンに達した。PNJの成長原動力は以下の通りに来ている。

- ・ ゴールド・ジュエリー事業の売上成長率が前年同期比37.9%増となった。
- ・ ゴールド・ジュエリー事業の売上総利益率が前年同期の19.7%から21.6%に増加した。
- ・ ゴールド・ジュエリー事業の売上割合が総売上構成に前年同期の77.6%から79%に寄与した。
- ・ 2018年9月30日の時点で、44店舗をオープンして年間計画の110%を達成した。



Research,

PNJ

販管費率（SG&A）は社員費用の増加により前年同期の8.87%から9.95%に増加した。PNJが従業員の保険料の算定方法を変更すると、人件費が急増した。また、2018年にPNJは30周年間を記念して大きなイベントを開催した。BSCは2018年販管費率を9.7%と予想した。

2018年9ヶ月にゴールド・ジュエリー事業の既存店舗売上成長率は23%となった。ゴールド・ジュエリー事業の既存店舗売上成長原動力は以下の通りに来ている。

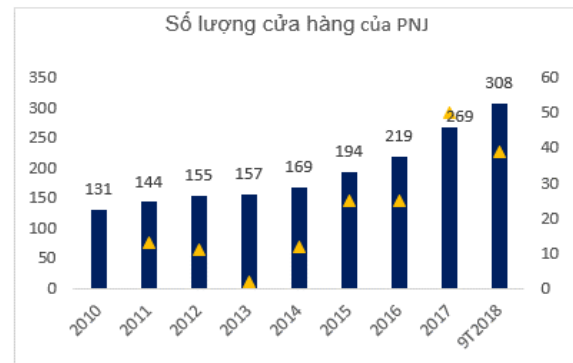
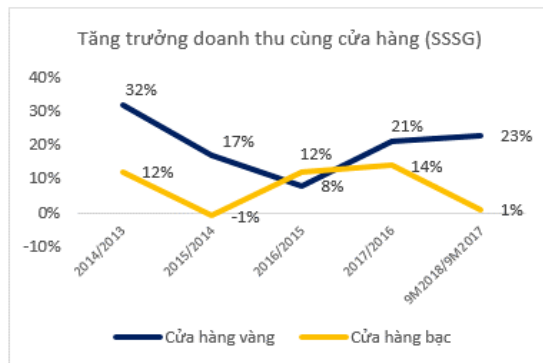
- ・ 各受注の売上成長率は前年同期比14%～15%に増加した。受注の平均価値は約1,470万ドンだった。
- ・ 新規顧客の総数は同50%に増加した。
- ・ 製品構成を変更して価値が高い製品に集中した。
- ・ 2回の購入のギャップが短縮した。

企業アップデート

PNJ - フォーニアンジュエリー株式会社

2018年11月14日

BSC



Nguồn: BSC Research, PNJ

しかし、銀ジュエリー事業の既存店舗売上成長率はわずか1%で、2017年同期の14%よりもはるかに低かった。現在、銀ジュエリー事業は経営戦略の再構成及び新ブランド・アイデンティティの開始に注力している。しかし、銀ジュエリー事業は前年同期比21.9%に増加したことを見せたが、収益構造の寄与率はただ1.8%と低かった。以前の無形資産（土地所有権）に関する報告によると、PNJはHai Ba TrungやDien Bien Phu通りの角に最重要店舗を建設する予定ですが、建設許可が遅れたため、進捗が遅かった。

新規店舗オープン成長は年間計画を上回り、店舗の総数を308に引き上げた。具体的には、2018年9月30日の時点で、44店舗（当初計画が45店舗である）をオープンして店舗の総数を308に引き上げた。BSCはPNJが2018年に50~55新規店舗をオープンして店舗の総数を319~324に引き上げると期待しております。

PNJは2018年末の2ヶ月にESOPへの新株の486万株（流行中株数3%相当）を発行する予定。発行価格は2万VND/株である。このことを通じる、外国人投資家が460万株を購入することができる。現在、外国人投資家保有率は十分となった。

BSCは2018年には、PNJの売上高を是年費30.6%増の14兆4,340億ドン、税引後利益を同29%増の9,360億ドン、1株当たり利益（EPS）を5,072VND/株と予想しております。この予想は以下の仮定を基づく。

- (1) 2018年売上総利益率は18.2%の見込みだ。
- (2) 2018年9ヶ月にゴールド・ジュエリー事業の既存店舗売上成長率は23%となった。
- (3) 2018年50店舗をオープンする予定。

2018年11月13日の終値は93,500VND/株で、PNJのPE予想は18.4xだった。

2019年には、BSCは売上高を前年比22.9%増の17兆6,250億ドン、税引後利益を同比30%増の1兆2,150億ドン、1株当たり利益（EPS）を6,588VND/株、PE予想を13.2xと予想しております。

企業アップデート

PNJ - フォーニアンジュエリー株式会社
2018年11月14日

BSC

財務指標の概要

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
売上高	2,279	3,222	4,139	3,217	3,151
売上総利益	396	565	770	583	600
財務収入	2	3	6	0	0
財務費用	(11)	(10)	(14)	(14)	(17)
借入利息	(11)	(96)	(14)	(11)	(15)
販売費用	(183)	(223)	(282)	(269)	(268)
管理費用	(47)	(59)	(61)	(74)	(93)
営業利益／損失	158	277	420	227	222
他の収入	0	0	1	1	(1)
税引前利益	158	277	421	228	221
税引後利益	126	222	336	180	178
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	126	222	336	180	178
1株当たり利益 (EPS)					
短期資産	3,480	3,896	3,873	4,233	4,491
現金及び現金相当	272	335	82	97	118
短期未収金	84	85	109	125	171
在庫	3,052	3,402	3,608	3,936	4,124
他の短期資産	73	74	74	75	78
長期資産	583	596	816	941	990
長期未収金	41	43	46	49	51
固定資産	409	487	669	683	684
進行中である長期資産	88	10	35	57	87
他の長期資産	46	57	66	152	167
総資産	4,063	4,493	4,688	5,174	5,481
買掛金	1,335	1,542	1,489	1,807	2,099
短期負債	1,313	1,523	1,404	1,748	2,073
短期借入	735	881	700	986	1,287
長期負債	22	19	86	59	26
長期借入	15	11	78	52	18
株主資本	2,728	2,950	3,199	3,367	3,382
出資資本	1,081	1,081	1,081	1,621	1,621
未処分利益	551	772	1,021	603	619
総資本	4,063	4,493	4,688	5,174	5,481
売上高の成長率 (%)	15%	22%	32%	37%	38%
売上総利益率	17.4%	17.5%	18.6%	18.1%	19.0%
借入費用／売上高	0.5%	3.0%	0.3%	0.3%	0.5%
販売費用／売上高	8.0%	6.9%	6.8%	8.4%	8.5%
管理費用／売上高	2.1%	1.8%	1.5%	2.3%	3.0%
純利益	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%	5.6%

2018年第3四半期には、PNJの売上高は前年同期比36.4%増の3兆1,510億ドンに達した。売上高の成長率は新規店舗の続伸でよく成長した。2018年9ヶ月にゴールド・ジュエリー事業の既存店舗売上成長率は23%となった。

売上総利益率が2017年第2四半期の19.7%から2018年第1四半期の21.6%に増加した。2018年第3四半期の販管費率 (SG&A) /売上高は11.3%となった。

在庫は新規開店の拡大により前年同期比35%増となった。2018年第3四半期末の時点で店舗総数は308カ所だった。

2018年第3四半期の借入成長率は前四半期より30%に増加した。原因は(1)新規店舗オープン及び(2)2018年第4四半期に向け在庫を備蓄することから由来した。

売上総利益率は引き続き向上されている。

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11月14日

BSC

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	2.65	2.56	2.76	2.42	2.17
当座比率	0.27	0.28	0.14	0.13	0.14

借入総資産の割合は51%から35.5%に急落した。

資本構成	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
短期資産/総資産	0.86	0.87	0.83	0.82	0.82
長期資産/総資産	0.14	0.13	0.17	0.18	0.18
負債比率/総資産	0.33	0.34	0.32	0.35	0.38
負債比率/株主資本	0.49	0.52	0.47	0.54	0.62
短期負債/総資産	0.32	0.34	0.30	0.34	0.38
長期負債/総資産	0.01	0.00	0.02	0.01	0.00

稼働能力	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
棚卸資産回転率	2.94	2.90	3.04	3.02	2.98
売掛金回転率	238.72	273.38	256.99	284.63	253.55
買掛金回転率	30.58	31.20	44.96	39.95	46.15
在庫日	123.98	125.81	120.22	120.96	122.51
売掛日	1.53	1.34	1.42	1.28	1.44
買掛日	11.94	11.70	8.12	9.14	7.91
現金回転率	113.57	115.45	113.52	113.10	116.04

2018年第3四半期の現金回転率は前四半期より小幅に増加したが、安定的な水準で維持している。

利益性	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
税引後利益/売上高(%)	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%	5.6%
税引後利益/株主資本(%)	27.7%	32.6%	32.9%	33.9%	30.0%
税引後利益/総資産	15.6%	17.9%	19.7%	18.7%	18.4%
資産運用による収益	6.9%	8.6%	10.1%	7.0%	7.0%

DuPontモデル	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
総資産/株主資本	1.69	1.82	1.67	1.71	1.56
収入/総資産	2.72	2.71	2.91	2.78	2.75
EBIT/収入	0.08	0.10	0.10	0.09	0.09
EBT/EBIT	0.92	0.87	0.88	0.89	0.89
利鞘/税引前利益	0.77	0.80	0.80	0.80	0.80

評価	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
PE	23.17	15.54	18.64	18.54	-
PB	5.47	3.63	3.21	4.88	-
EPS	5,957	6,705	5,101	5,341	-
簿価	25,240	27,285	29,592	20,277	-

成長率(前年同期比)	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
総資産	25.8%	25.0%	30.4%	45.3%	34.9%
負債	72.4%	96.6%	82.9%	94.0%	24.0%
売上高	15.0%	21.8%	32.2%	37.2%	38.2%
売上総利益	24.8%	48.3%	39.8%	45.7%	51.5%
税引後利益	13.3%	135.2%	35.2%	39.9%	40.9%
1株当たり利益 (EPS)					

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>

