

企業アップデート

PNJ - フーニアンジュエリー株式会社

2019年8月20日

BSC

推奨 買い

Phan Quốc Bửu	
buupq@bsc.com.vn	
目標価格	97,200
終値	84,800
Upside	14.6%

trunglg@bsc.com.vn	
目標価格	95,000
損切値	72,000

市場データ

発行済株式数(100万株)	223
時価総額(10億ドン)	18,971
過去52週間の最高値(VND)	87,700
過去10日の売買高(株)	802,782
外国人投資家の保有率	49.00%

大口株主

Cao Thi Ngoc Dung	9.04
VinaCapital Investme	8.53
TRUONG NGOC PHUONG	5.37
LGM Investments Inc	4.40
Dragon Capital Group	3.51

価格の推移(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。

[Link](#)

2019年下半年期利益成長見通し楽観的

評価

BSCはFCFFとPE(17.x)方法を基づくPNJ株の理論株価を2019年8月8日の終値より14.6%増の9万7,200VNDと評価し、投資評価を「買い(Buy)」としている。

業績予測。BSCは(1)2019年の売上総率が21.6%である、(2)2019年と2020年の期間におけるゴールド・ジュエリー事業の既存店舗での収益成長率(SSSG)はそれぞれ、5%、12%となる、(3)2019年に40店舗を新規開店する見通しだという仮定を基づく、2019年業績見通しは、収入を前年比10.2%増の16兆1,800億ドン、税引後利益を同24%増の1兆1,930億ドン、EPSを5,089VND/株、PEを15.1xと予想しています。

事業傾向

ゴールド・ジュエリー事業の既存店舗での収益成長率(SSSG)は次の数年に5%から12%に上げる。

売上総利益率は、(1)ゴールドジュエリー事業の寄与率の増加及び、(2)ダイヤモンドとカラーストーンなどの価値が高い製品に集中することのおかげで、引き続き向上されている。

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)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。

業績アップデート

(1)

2019年上半期の業績では、収入と利益はそれぞれ、年間計画の42.9%、50.6%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+5.3%増の7兆7,450億ドン、同+15.8%増の5,981億ドンとなった。

(2)一方、2019年第2四半期の業績はマイナス影響を受けた。原因は、(1)ERPを展開する時に、問題が発生したこと、(2)消費が減速している傾向があるから由来した。2019年第2四半期の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比7.8%減の2兆9,610億ドン、同6%減の1,694億ドンとなった。

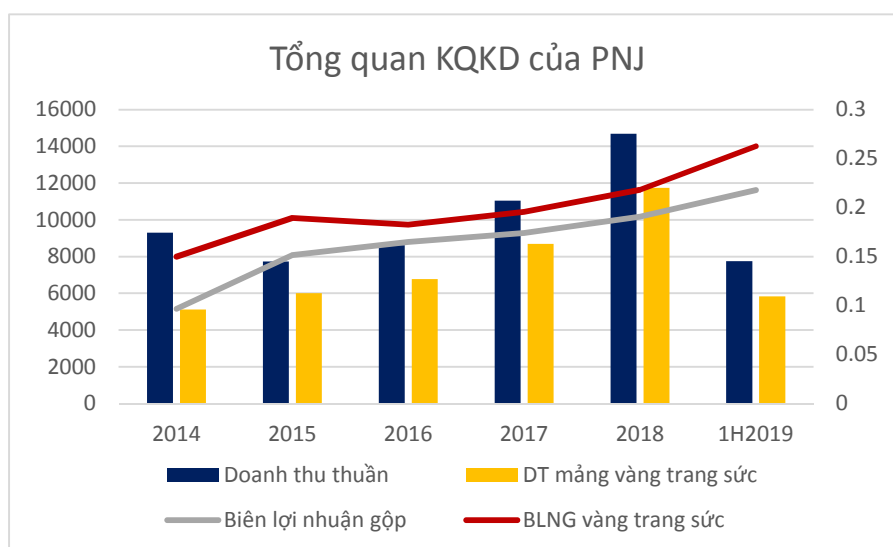
(3)

PNJの担当者によると、ERPの展開が問題を発生したのは、システムからのITエラー及びジュエリー製品消費成長率の減速から来た。

(4)ゴールドジュエリー事業の2019年上半期既存店舗の収益成長率は前年同期比1~1.5%増となった。店舗チェーンを拡大する戦略は将来PNJの成長に重要な役割を果たします。

2019年上半期の収入と税引後利益は第1四半期の増収増益のおかげで、それぞれ、年間計画の42.9%、50.6%を達成した。具体的には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比5.3%増の7兆7,450億ドン、同15.8%増の5,981億ドンとなった。

2019年上半期には、販管費(SG&A)／売上高の比率は11.4%で、前年同期の9.2%から増加した。原因は(1)店舗チェーンの拡大、(2)社員費用の増加から由来した。



ソース: BSC Research, PNJ

一方、2019年第2四半期の業績はマイナス影響を受けた。原因は、(1) ERPを展開する時に、問題が発生したこと、(2)消費が減速している傾向があるから由来した。2019年第2四半期の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比7.8%減の2兆9,610億ドン、同6%減の1,694億ドンとなった。

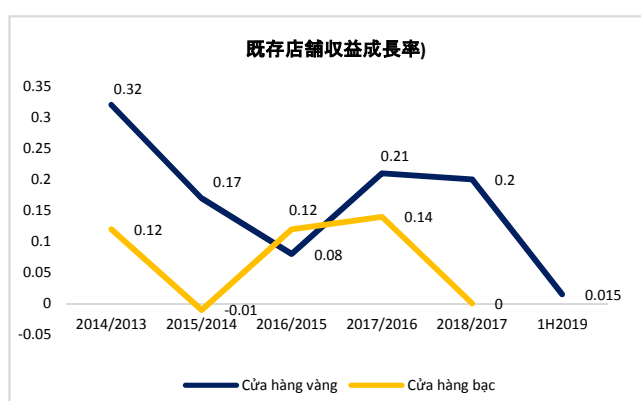
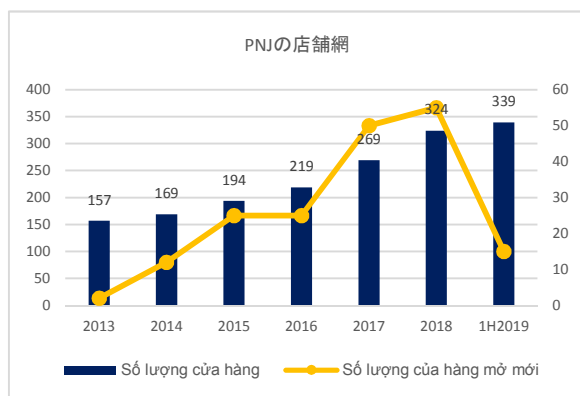
PNJ

2019年上半期のゴールドジュエリー小売事業の売上総利益率は33%で、前年同期の30.1%から増加した。そのおかげで、ゴールドジュエリー事業の売上総利益率は26.3%で、前年同期の21.3%から増加した。BSCはPNJのゴールドジュエリー事業の2020年売上総利益率が24.4%で、2019年予想率の24.9%から減速すると予想しています。

2019年上半期には、ゴールドジュエリー事業の既存店舗収益成長率は前年同期比1～1.5%増となり、2018年末の20%から減速した。原因は、(1)ERPシステムが問題を発生したこと、(2)

「PNJネクスト(PNJ

Next)」と称する新たなフラッグシップ店(旗艦店)のような新規オープン店舗は既存店舗の収益を占有したこと、(3)市場全体の購買成長率が減速したことから由来した。BSCは、2019年既存店舗収益の成長率は約5%と予想しております。2020年の既存店舗収益の成長率が約12%に回復すると評価しております。



PNJ

ソース : BSC Research, PNJ

店舗チェーンを拡大する戦略は将来PNJの成長に重要な役割を果たします。2019年6ヶ月には、新規オープン店舗数が19か店となり、クローズ店舗数が4か店となった。そのために、2019年1-6月期に同社の店舗網は全国で330か所まで広がっております。

業績予測。BSCは(1)2019年の売上総利益率が21.6%である、(2)2019年と2020年の期間におけるゴールド・ジュエリー事業の既存店舗での収益成長率(SSSG)はそれぞれ、5%、12%となる、(3)2019年の新規オープン店舗数は40店舗の見込みという仮定を基づく、2019年業績見通しは、収入を前年比10.2%増の16兆1,800億ドン、税引後利益を同24%増の1兆1,930億ドン、EPSを5,089VND/株、PEを15.1xと予想しています。

財政分析

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
売上高	3,217	3,151	4,065	4,783	2,962
売上総利益	583	600	826	1,049	636
財務収入	0	0	1	1	0
財務費用	(14)	(17)	(21)	(24)	(22)
借入利息	(11)	(15)	(21)	(24)	(21)
販売費用	(269)	(268)	(352)	(367)	(287)
管理費用	(74)	(93)	(119)	(116)	(116)
営業利益／損失	227	222	335	543	210
他の収入	1	(1)	2	(0)	(0)
税引前利益	228	221	336	543	210
税引後利益	180	178	266	429	169
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	180	178	266	429	169
EPS					
短期資産	4,233	4,491	5,280	5,066	5,334
現金及び現金相当	97	118	207	95	122
短期未収金	125	171	176	263	221
在庫	3,936	4,124	4,816	4,644	4,932
他の短期資産	75	78	82	64	60
長期資産	941	990	1,023	1,086	1,193
長期未収金	49	51	57	60	61
固定資産	683	684	719	724	810
進行中である長期資産	57	87	68	113	114
他の長期資産	152	167	178	190	208
総資産	5,174	5,481	6,303	6,152	6,528
買掛金	1,807	2,099	2,558	2,112	2,435
短期負債	1,748	2,073	2,542	2,097	2,423
短期借入	986	1,287	1,558	1,103	1,448
長期負債	59	26	16	15	12
長期借入	52	18	8	7	7
株主資本	3,367	3,382	3,745	4,040	4,093
出資資本	1,621	1,621	1,670	1,670	2,227
PNJはベトナム国内の最	603	619	885	1,180	627
総資本	5,174	5,481	6,303	6,152	6,528
売上高の成長率(%)	37.2%	38.2%	26.2%	15.6%	-7.9%
売上総利益率	18.1%	19.0%	20.3%	21.9%	21.5%
借入費用／売上高	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%
販売費用／売上高	8.4%	8.5%	8.7%	7.7%	9.7%
	2.3%	3.0%	2.9%	2.4%	3.9%
純利益率	5.6%	5.6%	6.5%	9.0%	5.7%

2019年第2四半期の売上高は前年同期比7.9%減の2兆9,260億ドンとなった。2019年上半期には、ゴールドジュエリー事業の既存店舗収益の成長率は1.5%となった。

2019年上半期には、売上総利益率は21.7%で、前年同期の18.5%から増加した。販管費用／売上高の割合は10.3%で、前年同期の8.7%から増加した。

在庫は2018年末の時点に比べて2.4%増となった。2019年6ヶ月の既存店舗数は339店舗だった。

2019年上半期には、PNJの借入は2018年末に比べて7%減となった。

売上総利益率は四半期ごと向上している。原因は、PNJが製品構成を変更し、売上総利益率が高いゴールドジュエリー事業に集中していることから由来した。

いくつかの基本的な財務指標

1. 支払能力

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
流動比率	2.42	2.17	2.08	2.42	2.20
当座比率	0.13	0.14	0.15	0.17	0.14

2. 資本構成

短期資産/総資産	0.82	0.82	0.84	0.82	0.82
長期資産/総資産	0.18	0.18	0.16	0.18	0.18
負債比率/総資産	0.35	0.38	0.41	0.34	0.37
負債比率/株主資本	0.54	0.62	0.68	0.52	0.59
短期負債/総資産	0.34	0.38	0.40	0.34	0.37
長期負債/総資産	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	3.02	3.0	2.8	2.8	2.6
売掛金回転率	284.63	253.6	220.9	159.6	184.8
買掛金回転率	39.95	46.2	46.6	41.1	47.1
在庫日	120.96	122.5	130.3	128.8	139.5
売掛日	1.28	1.4	1.7	2.3	2.0
買掛日	9.14	7.9	7.8	8.9	7.7
現金回転率	113.10	116.0	124.2	122.2	133.7

4. 利益性

税引後利益/売上高(%)	5.6%	5.6%	6.5%	9.0%	5.7%
税引後利益/株主資本(%)	33.9%	30.0%	28.7%	29.1%	27.9%
税引後利益/総資産	18.7%	18.4%	17.5%	18.6%	17.3%
資産運用による収益/売上	7.0%	7.0%	8.2%	11.4%	7.1%

5. DuPontモデル

総資産/株主資本	1.71	1.56	1.61	1.50	1.57
収入/総資産	2.78	2.75	2.65	2.69	2.49
EBIT/収入	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
EBT/EBIT	0.89	0.89	0.95	0.95	0.94
利鞘/税引前利益	0.80	0.80	0.80	0.79	0.79

6. 評価

PE	19.47	15.8	17.0	15.8	#N/A
PB	5.01	4.4	4.4	4.2	#N/A
EPS	5,341	5,628	5,748	6,427	#N/A
簿価	20,764	20,253	22,425	24,193	#N/A

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

総資産	45.3%	35%	40%	31%	26%
負債	94.0%	24.0%	26.9%	26.3%	21.6%
売上高	37.2%	38.2%	26.2%	15.6%	-7.9%
売上総利益率	45.7%	51.5%	46.1%	36.3%	9.1%
税引後利益	39.9%	40.9%	19.8%	27.5%	-6.3%
EPS					

借入/総資産の割合は37%で、前年同期の41%から減速した。原因は2019年の店舗新規オープン成長率が前年よりも減速したことから由来した。

在庫日は約127日で、安定的な水準で維持した。2019年第2四半期単位には、在庫日は140日と急増した。

2019年8月7日の終値83,800VND/株を基づく、PNJのPEは17.8xである。

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 短中期的な上昇傾向
- ・MACD指標: ヒストグラムがプラス価値を維持している。
- ・RSI指標: 買われ過ぎゾーンにある。
- ・MA: EMA12はEMA26の上にある。

評価: PNJは1年間以内に株価の70~80の辺りに推移した後、回復傾向にある。MACD指標とMAの動きは堅調な上昇傾向を示した。RSI指標が買われ過ぎゾーンにあり、株価が強い抵抗線の95~100で推移している。また、強いサポート線は75である。

推奨: 買値は85であり、売値は95であり、損切り値は72未満である。



PNJはベトナム

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

<http://www.bsc.com.vn>

PNJ [Bloomberg: BSCV <GO>

