

業界: 小売り

推奨

買い

## フーニャージュエリー株式会社(HSX: PNJ) 困難期間を超える

現値:	105,700
前理論価格	100,430
新理論価格	<b>126,100</b>
配当率	1.9%
上昇率	<b>19%</b>

レポート作成日:	25/11/2021
流行中株数(100万)	227.6
時価総額(10億ドン)	24,059
過去20日間平均売買高	784
外国人投資家保有率	0.8%

株主構成	
Cao Thị Ngọc Dung	5.01%
Trần Phương Ngọc Hà	4.04%
Vietnam Enterprise	3.61%

### 業界分析:

Phạm Thị Minh Châu

(小売り・消費材、工業団地区用不動産、建設)

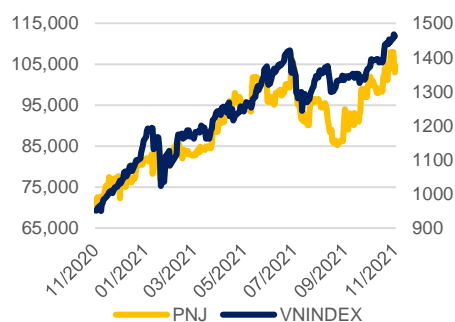
[chauptm@bsc.com.vn](mailto:chauptm@bsc.com.vn)

### テクニク分析:

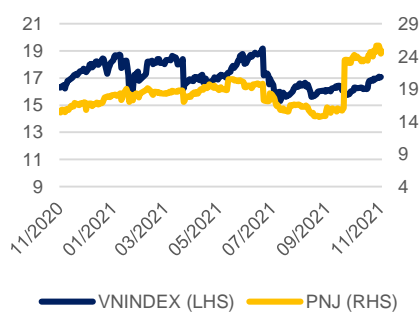
Nguyễn Quốc Trung

[Trungnq@bsc.com.vn](mailto:Trungnq@bsc.com.vn)

### 株価の推移



### P/E



### 評価

BSCはDCF方法とPE方法に基づくPNJ株の理論株価を2021年11月24日の終値比19%増の12万6,100VND/株と評価し、PNJの投資評価を「買い」と推奨しております。

### 業績予測

BSCは2022年には、PNJの売上高を前年比22%増の23兆2,620億ドン、税引後利益を同50%増の1兆4,590億ドン、EPSfwを6,316VND/株、Pefwを17xと予測しております。

### 投資観点

- (1)ジュエリー小売事業が回復する、(2)ショッピング傾向が回復するという要素に基づく、2021年の低い水準と2022年～2023年間における市場シェアと規模を拡大すると期待する。
- 成長余地は企業から由来する。成長余地は(1)第2と第3市街地での店舗数を増やすことのおかげで市場シェア拡大の戦略、(2)製品の再構成とコストの最適化、(3)現代販売チャンネルとマーケティング戦略を通じて、潜在的な若い顧客セグメントを活用するといことを含む。

### リスク

- 新型コロナウイルス感染症の流行はジュエリーの購買力に影響を及ぼしている。
- 利用可能収入は期待より低い。

### 2021年9ヶ月の業績アップデート

2021年9ヶ月には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比7.3%増の12兆5,140億ドン、同10.2%減の5,770億ドンだった。2021年第3四半

期に新型コロナウイルス感染症の流行により、PNJは2021年7月末から全システムの店舗80%以上をクローズしなければならなかった。

売上総利益率は18.5%で、前年同期の19.3%から減速した。売上総利益率の減少はゴールドバーガー事業の収入構成が変更し、2020年9月の25.4%から2021年9ヶ月の26.6%を増加したため。

	2020	2021E	2022F	Peer		2019	2020	2021E	2022F
P/E (x)	22.7	25.1	16.7	21.9	収入	17,001	17,511	19,020	23,262
P/B (x)	4.6	4.2	3.6	1.3	売上総利益	3,461	3,435	3,570	4,625
EV/EBITDA (x)	13.1	11.7	11.7	13.3	税引後利益	1,191	1,069	974	1,459
ROA (%)	13%	11%	14%	3%	EPS	4,915	4,651	4,213	6,316
ROE (%)	20%	17%	22%	8%	EPS 成長率	17%	-5%	-9%	50%

### 2021年9ヶ月業績のアップデート:

収入構成	Q3/2021	Q3/2020	%YoY	9T/2021	9T/2020	%YoY
小売り事業	537	2,185	-75%	7,158	6,592	8.6%
% 収入	61%	56%		57.2%	56.5%	
卸事業	74	577	-87%	1,727	1,855	-6.9%
% 収入	8%	15%		13.8%	15.9%	
ゴールドバーガー事業	233	1,126	-79%	3,329	2,964	12.3%
% 収入	27%	29%		26.6%	25.4%	
その他	32	35	-8%	300	256	17.1%
% 収入	4%	1%		2.4%	2.2%	
	Q3/2021	Q3/2020	%YoY	9T/2021	9T/2020	%YoY
売上高	877	3,922	-78%	12,514	11,668	7.3%
売上総利益	156	734	-79%	2,316	2,257	2.6%
前年同期比	17.8%	18.7%		18.51%	19.3%	35.9%
販売費用	(251)	(319)	-21%	(1,174)	(976)	20.3%
管理費用	(74)	(113)	-35%	(352)	(337)	4.3%
販管費用/売上高	37.0%	11.0%		12.2%	11.3%	
金利税引前利益	(168)	303	-156%	790	944	-16.3%
金利税引前利益率	-19%	8%		6%	8%	
金融活動事業の収入	4	1	371%	13	2	778.0%
金融活動費用	(29)	(43)	-34%	(77)	(130)	-40.9%
他の純収入	(0)	(4)	-98%	3	(4)	-156.9%
税引前利益	(194)	256	-176%	729	810	-10.1%
税引後利益	(160)	202	-179%	577	642	-10.2%

ソース: BSC Research

2021年9ヶ月には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比7.3%増の12兆5,140億ドン、同10.2%減の5,770億ドンだった。原因は(1)2021年第3四半期に新型コロナウイルス感染症の

流行により、PNJが2021年7月末から全システムの店舗80%以上をクローズしなければならなかった、(2)人々の収入が減ったために、購入力に悪い影響を及ぼしたということから由来した。

しかし、2021年9ヶ月の売上総利益は前年同期比2.6%増の2兆3,160億ドンで、売上総利益率が18.5%で、前年同期の19.3%から減速した。原因は(1)ゴールドバーガー事業の収入構成が変更し、2020年9月の25.4%から2021年9ヶ月の26.6%を増加した、(2)店舗が一時的に閉めた時の固定的な費用を維持したのは2021年第3四半期に売上総利益率を減少させたということから由来した。

販管費用／売上高の比率は12.2%で、前年同期の11.3%から増加した。この増加は(1)新型コロナウイルス感染症予費、従業員の基本的な給料の確保、(2)収入が店舗の一時的なクローズに減少したものの、ブランド認知度を高めるために新型コロナウイルス感染症の流行期間に広告とマーケティングの費用を維持しなければならなかったということから由来した。

金融活動事業による収入と費用はそれぞれ、前年同期比778%増、同49%減となった。

2021年9ヶ月の投資活動では、実行額は低い水準で留まった。

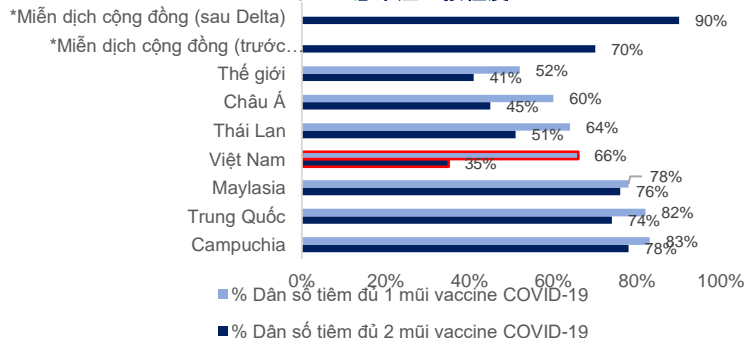
#### 2021年第4四半期に回復シグナル

2021年10月の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比13.8%増の2兆800億ドン、同31%減の1,200億ドンだった。増収は小売り事業の収入が前年同期比17%増となり、ゴールドバーガー事業の収入が同31%増となったためだ。PNJの代表者によると、ポジティブなシグナルが10月初から出て、経営活動を戻した店舗数が全国94%になり、そのうちホーチミン市での再開始した店舗数が93%になった。

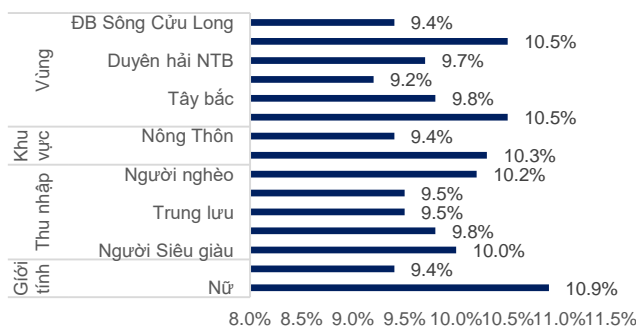
しかし、2021年10月の純利益率は5.8%で、2020年10月の9.6%から減速した。この減速は(1)2021年10月の売上総利益率は17.8%で2020年10月の21.8%から減速した、(2)活動費用が前年同期比23.4%増となったということから由来した。

BSCは2021年4四半期には、売上高を前年同期比11%増の5兆5,060億ドン、税引後利益を同7%減の3,970億ドンと予測しております。

ベトナムと地域における2021年11月14日の時点での新型コロナウイルス感染症の接種度



新型コロナウイルス感染症の流行に収入の減少率



ソース: ADB, ourworldindata.com

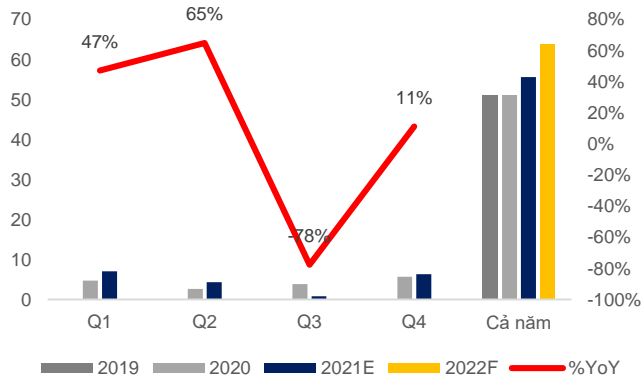
## 2021年～2022年の期間におけるPNJの業績見通し:

	2020	2021	2022	2023
小売り事業の収入	10,454	11,423	14,874	17,903
前年同期比	10%	9%	30%	20%
卸事業の収入	2,767	2,628	2,944	3,091
前年同期比	-23%	-5%	12%	5%
ゴールドバーガー事業の収入	3,870	4,528	4,981	5,379
前年同期比	11%	17%	10%	8%
その他	420	441	463	510
前年同期比	10%	5%	5%	10%
売上高	17,511	19,020	23,262	26,883
前年同期比	3%	9%	22%	16%
売上総利益	3,435	3,570	4,625	5,538
売上総利益率	19.4%	18.6%	19.7%	20.4%
販売費用	(1,421)	(1,690)	(1,997)	(2,308)
管理費用	(506)	(544)	(658)	(760)
販管費用／売上高	11.0%	11.7%	11.4%	11.4%
金利税引前利益(EBIT)	1,508	1,336	1,970	2,470
金融活動事業の収入	3	15	2	2
金融活動事業の費用	(162)	(130)	(132)	(133)
他の収入、純収入	(3)	4	(3)	(3)
税引前利益	1,346	1,226	1,837	2,336
税引後利益	1,069	974	1,459	1,856
税引後利益率	6%	5%	6%	7%
EPS	4,651	4,213	6,316	8,032
P/E	23	25	17	13
P/B	4.6	4.2	3.6	3.0

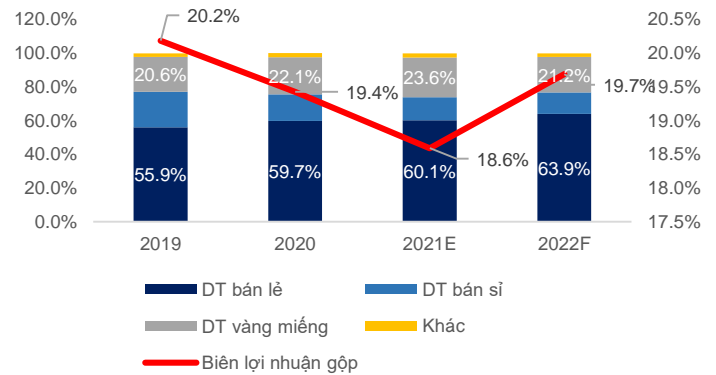
ソース: BSC Research

BSCは2021年には、PNJの売上高を前年比9%増の19兆200億ドン、税引後利益を同9%減の9,740億ドン、EPSFwを4,213VND/株、Pefwを25.xと期待しております。売上総利益率は18.6%で、前年同期の19.4%から減速した。

2019年～2022年の期間における収入／店舗



売上総利益率は収入構成によって変更している。



ソース: BSC research

BSCは2022年には、PNJの売上高を前年比22%増の23兆2,620億ドン、税引後利益を同50%増の1兆4,590億ドン、EPSfwを6,316VND/株、Pefwを17xと期待しております。PNJの成長原動力は仮定は下記の通りにジュエリー小売チャンネルから由来するだろう。

1. 既存店舗での2022年収益成長率(SSSG)は消費量の増加のおかげで15%で、前年の6%から増加する。
2. 店舗チェーンを拡大する。(1)中都市で新規店舗45カ所を引き続きオープンする;(2)大都市で「Style by PNJ」ブランドを展開し、若い者向けの手頃な価格の製品に対しマーケティング戦略を実施する。

PNJの収益成長原動力は以下の予想から由来する。

1. 小売事業における製品ラインの割合を変更し、ゴールドバーガーの割合を減少することで、売上総利益率は19.7%になる。
2. 販管費用を最適化することのおかげで、2022年販管費用/収入の比率は11.6%で、2021年の11.4%から減速する。

2021年10月のマーケティングキャンペーン。



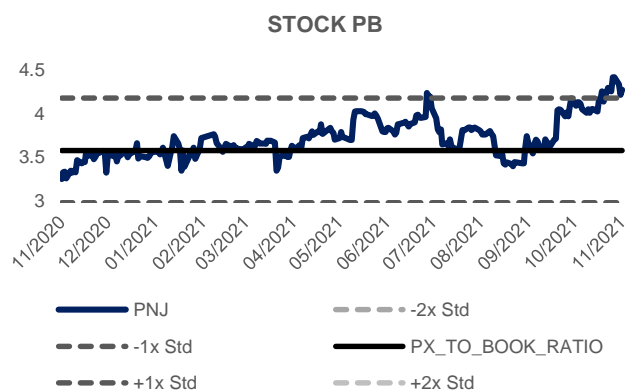
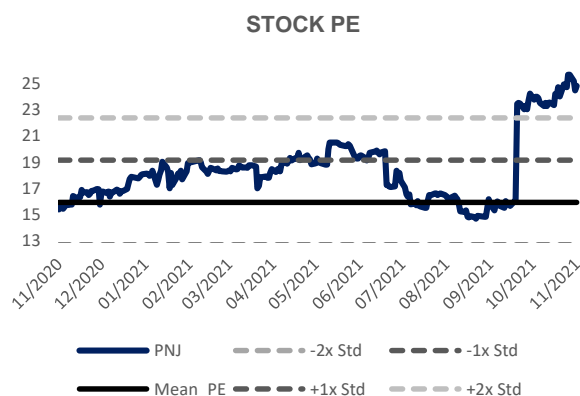
ソース: PNJ

## 評価

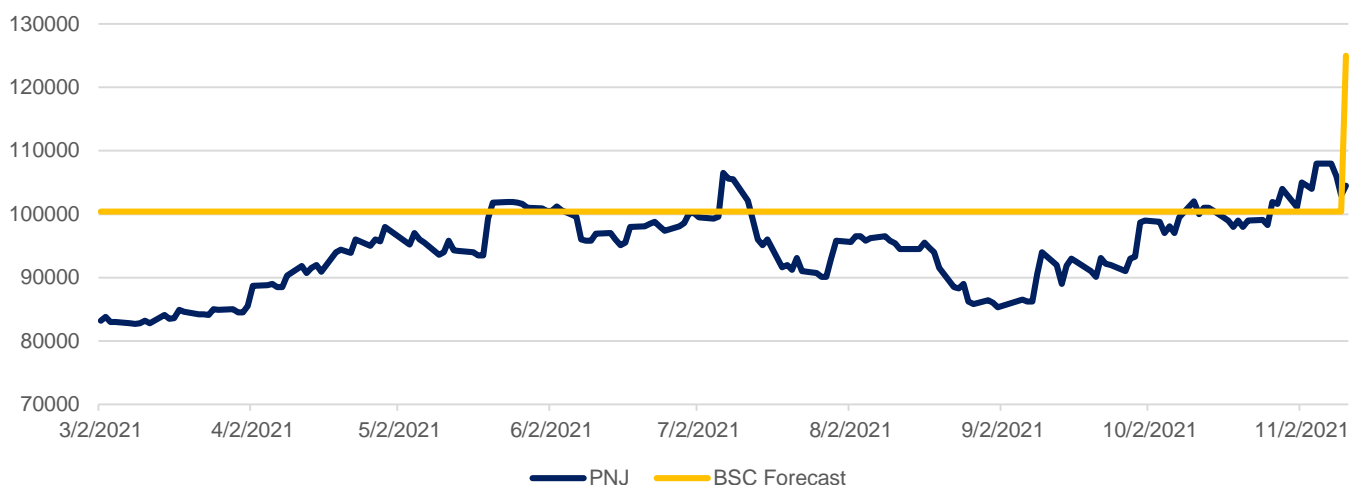
BSC は DCF 方法と PE 方法を基づく PNJ 株の理論株価を 2021 年 11 月 24 日の終値比 19%増の 12 万 6,100VND/株と評価し、PNJ の投資評価を「買い」と推奨しております。

DCF 方法	2021	2022	2023	2024	2025	2026
フリー・キャッシュフロー(FGFF)	409	315	966	1,335	1,922	2,787
過去 5 年間における フリー・キャッシュフローの総価値(FGFF)	405	281	780	974	1,267	1,660
最後の価値	43,347					
最後の価値割引	25,822					
割引の総価値	31,190					
(-) 債務	-1,839					
(+) 現金	422					
企業の総価値	29,773					
流行中株数(100 万株)	228					
<b>合理的な価格</b>	<b>130,804</b>					
P/E 方法						
希薄化後一株当たり利益(EPS)	6,258					
目標 P/E	19.0					
<b>合理的な価格</b>	<b>118,933</b>					
方法	価格	割合	平均価格	資本利用費用		
DCF	130,804	60%	78,483	Rf	3%	
P/E	118,933	40%	47,573	Beta	1.20	
<b>目標価格</b>			<b>126,100</b>	Ke	13%	
現値			105,700	Kd	5%	
Upside			19%	E/A	24%	
				D/A	76%	
配当率			1.9%	税率	21%	
5 年間 P/E			17.1	WACC	11%	
業界の平均 P/E(Trailing)			22	g	4%	

ソース: BSC







## 同業界の企業

Ticker	Name	Curr Adj Mkt Cap	P/E	P/B	P/S	ROE LF	ROA LF	EV/EBITDA T12M	Overridable Adjusted Beta
Median	Median	18,741,087	21.9	1.3	0.9	7.8%	3.1%	13.3	0.9
002574 CH Equity	ZHEJIANG MING JEWELRY CO-A	8,141,094	#N/A N/A	0.7	0.7	-2.0%	-1.5%	#N/A N/A	0.7
RJEX IN Equity	RAJESH EXPORTS LTD	57,874,219	22.4	1.7	0.1	7.8%	3.1%	13.3	0.5
RENG IN Equity	RENAISSANCE GLOBAL LTD	5,543,920	38.6	2.2	0.9	5.6%	2.7%	8.5	1.0
600687 CH Equity	GANSU GANGTAI HD GROUP CO-A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	-	-	#N/A N/A	1.1
002345 CH Equity	GUANGDONG CHJ INDUSTRY CO-A	14,698,453	11.8	1.1	0.9	9.8%	6.2%	#N/A N/A	0.7
002740 CH Equity	FUJIAN IDEAL JEWELLERY IND-A	6,260,708	#N/A N/A	1.9	1.4	-49.3%	24.9%	#N/A N/A	1.3
200168 CH Equity	GUANGDONG JADIETE HOLDINGS-B	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	-1.9%	-1.3%	#N/A N/A	0.5
1815 HK Equity	CSMALL GROUP LTD	3,421,371	125.7	0.7	2.8	0.3%	0.2%	23.8	0.5
002867 CH Equity	CHOW TAI SENG JEWELLERY CO-A	70,329,450	15.1	3.4	2.4	23.2%	18.6%	#N/A N/A	1.2
002731 CH Equity	SHENYANG CUIHUA GOLD AND S-A	6,037,898	43.8	1.3	0.5	3.1%	1.1%	#N/A N/A	0.8
PDJ TB Equity	PRANDA JEWELRY PUB CO LTD	888,096	21.4	0.6	0.5	4.8%	2.5%	23.5	0.9
TTAN IN Equity	TITAN CO LTD	681,018,021	228.8	29.8	11.1	13.2%	6.2%	81.5	1.1
TIF US Equity	TIFFANY & CO	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	11.0%	5.3%	16.3	0.4
1929 HK Equity	CHOW TAI FOOK JEWELLERY GROU	469,573,237	26.8	5.2	2.3	22.6%	10.0%	11.6	1.0
900905 CH Equity	LAO FENG XIANG CO LTD-B	68,203,379	6.2	1.3	0.2	19.8%	8.0%	#N/A N/A	0.8
590 HK Equity	LUK FOOK HOLDINGS INTL LTD	39,969,945	13.5	1.2	1.6	9.6%	7.3%	5.9	1.0
116 HK Equity	CHOW SANG SANG HLDG	22,783,720	9.0	0.6	0.4	9.1%	6.5%	4.5	0.9
PNJ VN Equity	PHU NHUAN JEWELRY JSC	24,100,856	25.2	4.3	1.3	18.3%	11.6%	17.3	1.0

ソース：BSC, Bloomberg

## 付録

業績(10億ドン)	2019	2020	2021	2022	キャッシュフロー会計(10億ドン)	2019	2020	2021	2022
売上高	17,001	17,511	19,020	23,262	税引後利益	1,503	1,346	1,226	1,837
売上原価	(13,540)	(14,076)	(15,450)	(18,637)	原価償却及び割当て	56	70	66	80
売上総利益	3,461	3,435	3,570	4,625	流動資本変更	(1,953)	346	(521)	(1,044)
販売費用	(1,363)	(1,421)	(1,690)	(1,997)	他の修正	(398)	(424)	(379)	(505)
企業管理費用	(479)	(506)	(544)	(658)	営業活動からキャッシュフロー	(677)	1,496	519	495
営業利益/損失	1,619	1,508	1,336	1,970	固定資産購入額	(208)	(84)	(211)	(282)
金融活動収益	2	3	15	2	他の投資金	2	(0)	1	0
金融活動費用	(119)	(162)	(130)	(132)	投資活動からキャッシュフロー	(206)	(84)	(211)	(282)
借入費用	(115)	(154)	(127)	(127)					

営業利益/損失	-	-	-	-
他の収益	0	(3)	4	(3)
税引前利益	1,503	1,346	1,226	1,837
法人税額	(312)	(277)	(252)	(378)
税引後利益	1,191	1,069	974	1,459
少数株主持分	-	-	-	-
少数株主税引後利益	1,191	1,069	974	1,459
EBITDA	1,675	1,578	1,402	2,049
EPS	4,915	4,651	4,213	6,316

配当金	(344)	(355)	(455)	(455)
借入から金額	1,048	(775)	(10)	15
他の未収金	1,115	(1,085)	(455)	(455)
金融活動からキャッシュフロー	771	(1,085)	(466)	(440)
初期キャッシュフロー	207	95	422	264
内期キャッシュフロー	(111)	327	(158)	(226)
最後期キャッシュフロー	95	422	264	38

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021	2022
現金及び現金相当	95	422	264	38
短期投資	-	-	-	-
短期未収金	139	100	162	191
棚卸資産	7,019	6,545	7,214	8,501
その他流動資産	78	77	83	102
他流動資産	7,331	7,144	7,723	8,832
有形資産	-	-	-	-
原価償却	(271)	(319)	(319)	(319)
建設中非流動資産	-	-	-	-
長期投資	-	-	-	-
他の非流動資産	247	297	297	297
非流動資産	1,270	1,339	1,484	1,686
総資産	8,600	8,483	9,208	10,519
買掛金	688	482	571	689
短期借入	2,611	1,839	1,829	1,844
他の短期借入	629	795	922	1,096
短期借入総額	4,018	3,232	3,448	3,769
長期借入	4	-	-	-
他の長期借入	0	1	1	1
長期借入総額	8	9	9	9
負債総額	4,026	3,242	3,457	3,778
出資金	2,253	2,276	2,276	2,276
株式会社化による資本剰余金	968	991	991	991
未処分利益	1,042	1,605	2,114	3,103
他の株主資本	-	-	-	-
少数株主持分	-	-	-	-
株主資本総額	4,574	5,242	5,751	6,740
総資本	8,600	8,483	9,208	10,519
流行中株数	225	228	228	228
業績(10億ドン)	2019	2020	2021	2022

指数(%)	2019	2020	2021	2022
支払能力				
流動比率	1.82	2.21	2.24	2.34
当座比率	0.06	0.16	0.12	0.06
資本構成				
負債比率/総資産	0.30	0.22	0.20	0.18
負債比率/株主資本	0.57	0.35	0.32	0.27
稼働能力				
棚卸資産回転期間	149.4	135.1	137.1	132.1
売掛金回収期間	3.0	2.1	3.1	3.0
買掛金回収期間	18.5	12.5	13.5	13.5
現金回転率	133.8	124.7	126.7	121.6
利益性				
売上総利益率	20.2%	19.4%	18.6%	19.7%
税引後利益率	7.0%	6.1%	5.1%	6.3%
ROE	26.0%	20.4%	16.9%	21.7%
ROA	13.8%	12.6%	10.6%	13.9%
評価				
PE	17.50	22.73	25.09	16.74
PB	5.21	4.59	4.18	3.57
成長率(前年同期比)				
売上高	16.7%	3.0%	8.6%	22.3%
税引後利益	28.2%	-6.8%	11.4%	47.4%
税引前利益	24.6%	-10.4%	-8.9%	49.9%
EPS	16.6%	-5.4%	-9.4%	49.9%
キャッシュフロー会計(10億ドン)	2019	2020	2021	2022

ソース: BSC Research

## テクニク観点

目標価格: 119.0

損切り値: 101.5

## テクニクハイライト:

- 現在傾向: 短期的に下落
- MACD 指標: シグナル線の下に間もなく下落する



- RSI 指標: 中立、下落。

評価: PNJ はサポート線の 106 で下落局面にある。売買高が直近の 20 日間の平均水準で留まっているのは PNJ 株がキャッシュフローに引き続き誘致していると示した。RSI 指標と MACD 指標は下落傾向を示している。PNJ は新規傾向を形成する前に、サポート線に株価の 10 万 6,000VND/株で迫り下落する可能性が高い。

推奨: BSC は中長期的な投資家が株価の 10 万 6,000VND/株で買い、株価の 11 万 9,000VND/株で利益確定売すべきだと推奨しております。損切り値は 10 万 1,500VND/株の下にある。



ソース: BSC, PTKT iTrade

## 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 ホーチミン支店

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: RESP BSCV <GO>