

推奨	買い	ペトロベトナム・カマウ肥料株式会社(HSX: DCM) 明るい見通し			
現値	37,350	レポート作成日:	06/09/2024	株主構成	
前理論価格	44,500	流行中株数(100万)	529	Vietnam Oil & Gas Gr	75.6%
新理論価格	44,500	時価総額(10億ドン)	19,614	ベトナム公開株式会社商業銀行	5.0%
配当率	4%	直近30日間平均売買高	3.8	ファンド管理会社	2.1%
上昇率	25%	外国人投資家保有率	7.4%	VIETNAM EQUITY	1.8%
				Norges Bank	

業界分析:

Luu Thuỳ Linh
(肥料業、化学業、化学業、タイヤ業)
Linhlt2@bsc.com.vn

評価

BSCはEV/EBITDA方法に基づく、DCMの理論株価を2024年9月6日の終値比23%増の4万4,500VND/株と評価し、DCMの投資評価を「買い」と推奨しております。

投資観点

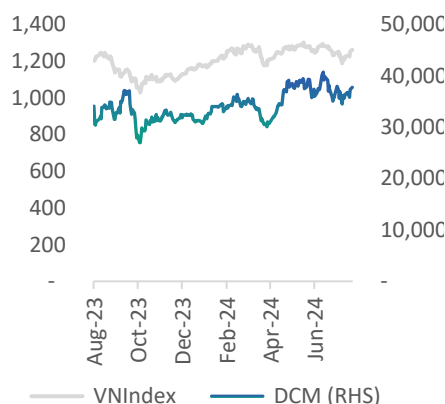
- VAT税が承認され、2025年以降有効になると、販売量が増加し、投入価格が削減すると期待しております。
- 2024年～2025年の期間におけるCAGRが45%で留まると、利益が大きく上昇するだろう。
 - (1) 減価償却費が9,000億ドン/年間を急減するのは投入ガス価格の引上げをカバーするだろう。
 - (2) VAT税が2025年以降有効になると、DCMが投入税返還を受け、売上原価を減少されるだろうと期待しております。
- 配当利回りは6～7%であると期待しております。

業績予測

- BSCは2024年には、以下の仮定に基づく、DCMの売上高を前年比7%増の13兆5,350億ドン、税引後利益を同+76%増の1兆9,490億ドン、EPSを3,689VND/株、Pefwを10.0x、EV/EBITDA fwを5.9xと予測しております。
 - (1) 尿素肥料の販売量と販売価格はそれぞれ、前年比1%増の87万3,000t、同-1%減の9,539VND/キロである；(2) 年間平均ガス価格が前年比3%増の10.0ドル/MMBTUである。
- BSCは2025年には、以下の仮定に基づく、DCMの売上高を前年比5%増の14兆2,450億ドン、税引後利益を同+19%増の2兆3,200億ドン、EPSを4,391VND/株、Pefwを8.4x、EV/EBITDA fwを4.1xと予測しております
 - (1) 尿素肥料の販売量と販売価格はそれぞれ、前年比1%増の88万2,000t、同-1%減の9,444VND/キロである；(2) 年間平均ガス価格が前年比変わらない；(3) 肥料VATが5%である。

リスク

株価の推移



- 下落リスク: (1) 投入ガス価格の上昇が為替レートと原油価格の上昇、(2) 販売量と平均販売価格が予想より低い、(3) VAT 法が承認されない。

指数				VN インデックス	業績				
	2023	2024F	2025F			2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	15.5	10.0	8.4	14.3	売上高	15,925	12,602	13,535	14,245
PB (x)	1.7	1.8	1.7	1.7	売上総利益	5,703	1,982	2,885	3,523
PS (x)	1.4	1.4	1.4	1.7	親会社株主利益 (NPATMI)	4,316	1,107	1,949	2,320
ROE (%)	11%	18%	20%	12%	EPS	7,701	2,091	3,689	4,391
ROA (%)	8%	13%	15%	2%	EPS 成長率	151%	-73%	76%	19%

企業アップデート

10 億 VND	Q2/24	Q2/23	%YoY	1H/24	1H/23	%YoY	評価
売上高	3,863	3,291	17%	6,607	6,026	10%	2024 年第 2 四半期業績
売上原価	(3,253)	(2,921)	11%	(5,288)	(5,087)	4%	- 2024 年第 2 四半期の売上高は前年同期比+17.4%増、前四半期比+39%増の 3 兆 8,630 億ドンだった。
売上総利益	610	370	65%	1,320	939	41%	(1) NPK 肥料販売からの収入は前年同期比+75%増の 1 兆 1,140 億ドンだった。
金融活動事業による収入	120	145	-18%	251	264	-5%	(2) 尿素肥料販売事業からの収入は前年同期比-8%減の 1 兆 8,210 億 VND だった。
財務費用	(16)	0	-3879%	(30)	(9)	248%	- 浦井げ総利益は前年同期比 64.7%増の 6,100 億ドンだった。売上総利益率は前年同期比+4.5 dpt 増の 15.8%だった。原価償却を除く場合、尿素肥料事業の 2024 年第 2 四半期売上総利益率は前年同期比-11 dpt 減、前四半期比-9 dpt 減の 9%だった。
借入費用	(9)	(4)	148%	(16)	(4)	341%	- 金融活動事業による収入は前年同期比-17.7%減の 1,200 億ドンだった。
連結会社からの利益	-	-	-	-	-	-	- 販売費用と管理費用はそれぞれ、前年同期比-2.4%減の 1,450 億ドン、同+211.7%増の 1,470 億ドンだった。管販費用/売上高の比率は前年同期比+1.6 dpt 増の 7.5%だった。
販売費用	(145)	(148)	-2%	(482)	(425)	13%	- 2024 年第 2 四半期には、DCM の他の利益は 1,760 億 VND で、税引前利益の 29%を占めている。
管理費用	(147)	(47)	212%	(262)	(192)	37%	- 2024 年第 2 四半期の少数株主持分・税引後利益は前年同期比 97%増の 5,690 億ドンだった。
経営事業からの利益	422	321	32%	797	578	38%	2024 年 6 月:
他の収入	(0)	3	-112%	(0)	8	-106%	
税引前利益	598	324	85%	981	585	68%	
法税	(28)	(34)	-17%	(61)	(66)	-7%	
税引後利益	570	290	97%	919	520	77%	
少数株主持分	-	-	-	-	-	-	
少数株主持分・税引後利益	569	289	97%	915	517	77%	
指数							
売上総利益率	16%	11%	+4.5dpt	20%	16%	+4.4dpt	
純利益率	15%	9%	+5.9dpt	14%	9%	+5.3dpt	
管販費用/売上高	8%	6%	+1.6dpt	11%	10%	+1.0dpt	

売上高と少数株主持分・税引後利益はそれぞれ、前年同期比 9.7%増の 6 兆 6,070 億ドンで年間計画の 58%を、同 69%増 9,150 億ドンで年間計画の 119%を達成した。

BSC の評価:

- 平均販売価格は前年同期比減少したが、2023 年第 4 四半期より高かった。
- 投入ガス価格の上昇は(1)為替レートが前年同期比+2%増となる、(2)ブレントと FO 原油価格がそれぞれ、同+2%増、同+11%増となったということから由来した。
- BSC は肥料消費需要が農産物価格の高騰のおかげで高い水準で維持し、肥料価格が 2024 年下半期に回復すると期待しております。

業績見通し

1. 付加価値税法 (VAT 法) が承認され、2025 年以降有効になると、輸出肥料と競争性が高めると期待されております。

DCM の 2025 年売上総利益は前年比 6% 増の 1,910 億ドンと推定されております。

2025 年の予測(10 億 VND)	ポジティブなシナリオ	基本的なシナリオ	慎重なシナリオ	適用しない VAT
税率: 5%				
%投入 VAT/収入	0%	70%	100%	
売上総利益	3,838	3,523	3,388	3,332
VAT が適用されないシナリオに比べて成長	506	191	56	
%成長率	15%	6%	2%	

ソース: BSC Research の予測

BSC は VAT 法が 2024 年に承認されて、2025 年以降有効になると、以下の要素に基づく輸出肥料と競争性が高める期待しております。

- i. 国内輸出される肥料は国内生産肥料と同様に VAT の 5% を適用される; 販売価格は市場の需要と供給に依存する。
- ii. DCM は投入 VAT 税を払い戻されることで、投入コストを削減して、競争力を改善するだろう。企業は支払われる VAT (収益の 5% の相当) を上回る投入 VAT から恩恵を受けるだろう。

2. 2024 年～2025 年の期間には、利益は大幅に上昇し、CAGR は 45%/年間である。2024 年～2025 年の期間における利益は 2015 年～2020 年の期間より 3 倍となるだろう。

(2.1) 減価償却費用が年間 9,000 億 VND を急減するのは投入ガス価格の上昇に相殺することで、2024 年の売上総利益率は +5.6 dpt 増加する。

(2.2) VAT 法が 2025 年に適用されると、DCM の売上総利益率が前年比 +3.4 dpt 増加すると期待しております。

基本シナリオでは、VAT 税法が 2025 年 1 月 1 日から適用され、仕入 VAT 還付により DCM が仕入コストを削減し、DCM を支援すると予想されます。

基本的なシナリオでは、VAT 法が 2025 年 1 月 1 日から適用され、DCM が投入 VAT を払い戻されると期待しております。そのことのおかげで、以下の恩恵を受ける。

- (i) 尿素肥料と NPK 肥料の消費量が増加する。
- (ii) 投入 VAT の 2,500 億 VND を支払い戻されることで、2025 年の売上総利益率は前年比 +3.4 dpt 増となる。

利益は新水準を形成し、20215年～2020年の期間に比べて3倍の1兆7,000億～2兆VNDの周りに推移する。

利益は新水準を形成し、20215年～2020年の期間に比べて3倍となる。



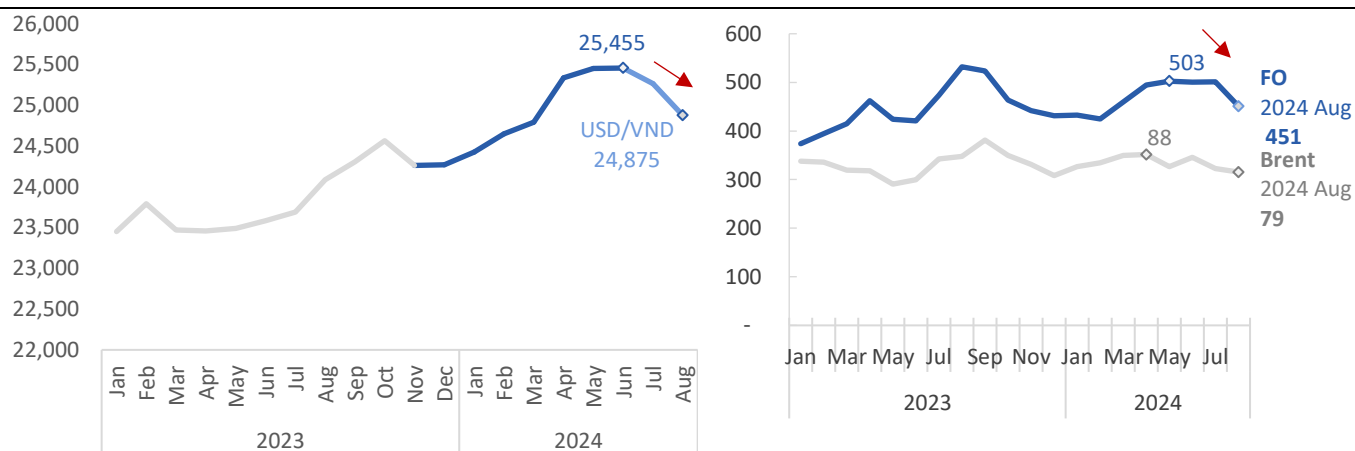
ソース: DCM, BSC Research

尿素肥料の消費需要と販売価格は2024年下半期に向上されると期待しております。

2024年下半期には、国内肥料消費需要は引き続き改善してから、尿素肥料価格も上昇すると予測しております。

VND対USDの為替レートと原油価格の下落は2024年下半期に明るい兆しである。

VND対USDの為替レートは2024年下半期に下落すると予測されております。原油価格は下落する傾向がある。



ソース: Bloomberg, BSC Research

3.経営活動からの豊かなキャッシュフローのおかげで、
配当利回りは6%~7%まで向上する見込みだ。

2024年~2029年の期間におけるDCMは経営活動からのキャッシュフローを1兆5,000億~2兆VNDの周りに維持できると期待しております。豊かなキャッシュフローのおかげで、DCMの配当利回りは6~7%を達することができるだろう。

リスク

DCMのリスクが以下の要素から由来すると考えております。

- (1) 為替レートと原油価格の上昇により投入ガス価格の上昇。
- (2) 販売量と販売価格は予想より低い。
- (3) VAT法は承認されない。

業績予測

BSCは2024年には、以下の仮定に基づくDCMの売上高を前年比7%増の13兆5,350億ドン、税引後利益を同+76%増の1兆9,490億ドン、EPSfwを3,689VND/株、Pefwを10.0x、EV/EBITDA fwを5.9xと予測しております。

- (1) 尿素肥料の販売量と販売価格はそれぞれ、前年比+1%増の87万3,000t、同-1%減の9,539VND/キロである。
- (2) 平均ガス価格は前年比+3%増の10.0ドル/MMBTUである。

BSCは2025年には、以下の仮定に基づくDCMの売上高を前年比+5%増の14兆2,450億ドン、税引後利益を同+19%増の2兆3,200億ドン、EPSfwを4,391VND/株、Pefwを8.4x、EV/EBITDA fwを4.1xと予測しております。

- (1) 尿素販売量と販売価格はそれぞれ、前年比+1%増の88万2,000t、同-1%減の9,444VNDである。
- (2) 平均ガス価格は2024年に比べて変わらない。
- (3) 肥料製品のVATは5%である。

2024年と2025年の業績予測に関する仮定

	2023	2024F	2025F	%YoY 2024F	%YoY 2025F
FO 価格 (USD/MmBTU)	446	477	477	6.9%▲	0.0%▲
Brent 価格(USD/t)	83	87	87	4.5%▲	0.0%▲
PVN からの購入したガス源の割合	50%	50%			
天然ガス価格(USD/MmBTU)	9.8	10.0	10.0	2.7%▲	-0.7%▼
肥料販売事業からの収入(10億 VND)	8,311	11,273	11,982	12.9%▲	6.3%▲
肥料取引事業からの収入(10億 VND)	2,190	1,857	2,153	-15.2%▼	16.0%▲
消費量(t)					
尿素肥料	866	873	882	0.8%▲	1.0%▲
NPK 肥料	138	252	317	83.1%▲	25.6%▲
取引肥料	183	216	227	17.8%▲	5.0%▲
平均販売価格(VND/kg)					
尿素肥料	9,597	9,539	9,444	-0.6%▼	-1.0%▼
NPK 肥料	12,165	11,666	11,530	-4.1%▼	-1.2%▼
取引肥料	11,952	8,604	9,503	-28.0%▼	10.5%▲

ソース: BSC Research

2024年業績予測の変更

単位	2023	変更後 2024 年予測	2025F	変更前 2024 年予測	%YoY 2024	%YoY 2025	変更率(%)	
販売量								
尿素肥料	1千t	866	873	882	916	1%	1%	-5%

NPK 肥料	1 千t	138	252	317	150	83%	26%	68%
天然ガス価格	USD/MmBTU	9.8	10.0	10.0	10.1	3%	-1%	-1%

金融活動

総収入	10 億 VND	12,602	13,535	14,245	12,888	7%	5%	5%
売上総利益	10 億 VND	1,982	2,885	3,523	2,687	46%	22%	7%
割引費用	10 億 VND	(1,084)	(259)	(218)	(359)	-76%	-16%	-28%
税引後利益	10 億 VND	1,107	1,949	2,320	1,617	76%	19%	21%

ソース: DCM, BSC Research

BSC は 2024 年には、DCM の売上高を前予想比+5%増の 13 兆 5,350 億ドン、税引後利益を同+21%増の 1 兆 9,490 億ドンと予測しております。

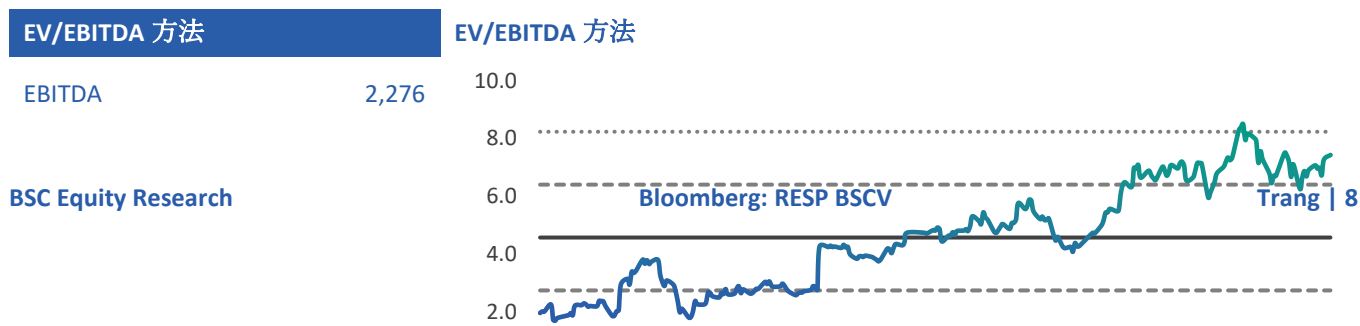
DCM の 2025 年敏感度

2025 年予測(10 億 VND)	ポジティブなシナリオ	基本的なシナリオ	慎重なシナリオ	適用しない VAT
税率: 5%				
投入 VAT/収入 (%)	0%	70%	100%	
売上総利益	3,838	3,523	3,388	3,332
VAT が適用されないシナリオに比べて成長 成長率 (%)	506 15%	191 6%	56 2%	
少数株主持分・税引後利益	2,608	2,320	2,196	2,145
VAT が適用されないシナリオに比べて成長 成長率 (%)	463 22%	175 8%	51 2%	
目標価格	48,400	44,500	43,400	42,800
Upside	35%	25%	21%	20%

ソース: BSC Research

評価と推奨

BSC は EV/EBITDA 方法に基づく、DCM の理論株価を 2024 年 9 月 6 日の終値比 23%増の 4 万 4,500VND/株と評価し、DCM の投資評価を「買い」と推奨しております。

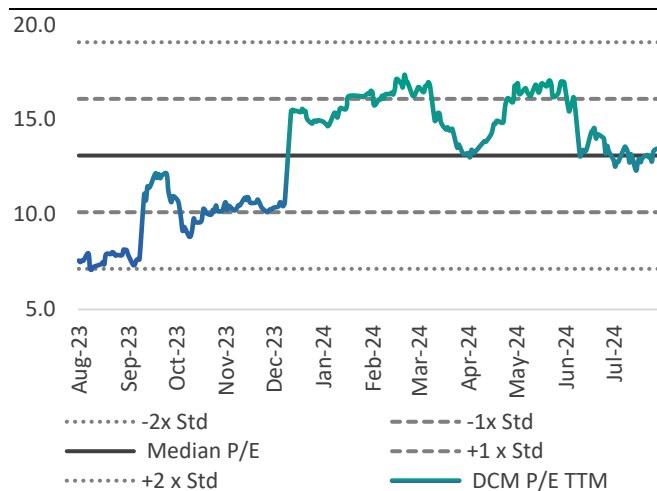


目標 EV/EBITDA	5.8x
+ 現金と短期的な投資	11,136
- 短期債務と長期債務	694
目標株主資本	23,759
流行中株数(100万株)	529.4
目標価格	44,500

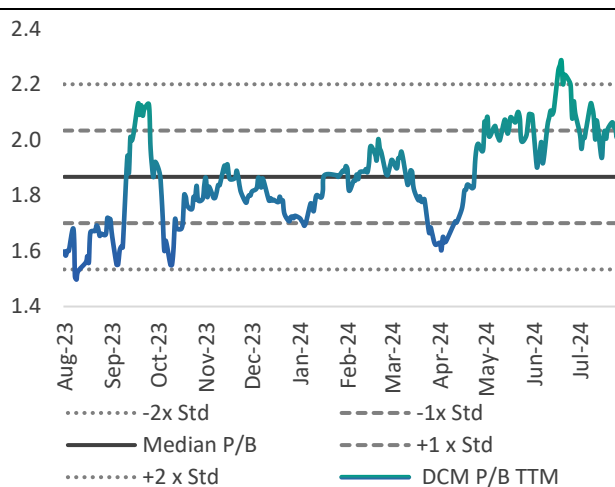
ソース: BSC Research

ソース: Bloomberg, BSC Research

P/E の評価



P/B の評価



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10億ドン)	2022	2023	2024F	2025F
売上高	15,925	12,602	13,535	14,245
売上原価	(10,221)	(10,620)	(10,650)	(10,722)
売上総利益	5,703	1,982	2,885	3,523
販売費用	(698)	(786)	(851)	(893)
企業管理費用	(653)	(510)	(545)	(572)
営業利益/損失	4,593	1,229	1,490	2,058
金融活動事業からの収益	301	570	477	491
財務費用	(60)	(27)	(40)	(38)
関連会社からの利益	-	-	-	-
他の収益	3	22	198	22
税引前利益	4,596	1,251	2,125	2,534
法人税額	(275)	(143)	(170)	(207)
親会社株主帰属利益	4,316	1,107	1,949	2,320
少数株主持分	5	1	7	8
EBITDA	5,751	1,770	1,750	2,276
EPS	7,701	2,091	3,689	4,391

バランスシート(10億ドン)	2022	2023	2024F	2025F
現金及び現金相当	2,126	2,284	2,006	1,942
短期投資	6,812	8,242	8,165	9,194
短期未収金	188	389	405	421
棚卸資産	2,283	2,137	2,236	2,252
その他流動資産	216	191	167	179
流動資産	11,624	13,244	12,980	13,987
有形資産	2,207	1,600	2,024	2,025
原価償却	1,398	1,084	259	218
建設中非流動資産	33	127	-	-
長期投資	-	-	-	-
他の非流動資産	303	308	312	310
非流動資産	2,543	2,034	2,336	2,335
総資産	14,167	15,278	15,351	16,575
買掛金	1,028	1,408	2,130	2,144
短期借入	3	846	772	691
他の短期借入	1,843	2,272	900	868
短期借入総額	2,874	4,525	3,802	3,703
長期借入	1	3	3	3
他の長期借入	686	756	873	1,013
長期借入総額	687	759	876	1,015
負債総額	3,561	5,285	4,678	4,718
出資金	5,294	5,294	5,294	5,294
株式会社化による資本剰余金	3,018	2,075	2,120	2,542
他の株主資本	2,260	2,593	3,231	3,992
少数株主持分	29	28	28	29
株主資本総額	10,605	9,993	10,673	11,857
総資本	14,167	15,278	15,352	16,575
流行中株数(10万)	529	529	529	529

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2022	2023	2024F	2025F
税引前利益	4,596	1,251	2,125	2,534
原価償却及び割当て	(1,398)	(1,084)	(259)	(218)
流動資本変更	4,381	(104)	343	968
他の修正	749	339	391	365
営業活動からキャッシュフロー	5,732	2,305	620	2,278
固定資産購入額	(192)	(481)	(473)	(336)
他の投資金	(2,193)	(989)	79	(1,028)
投資活動からキャッシュフロー	(2,385)	(1,470)	(394)	(1,364)
配当金	(847)	(1,059)	(794)	(1,059)
他の未収金	(784)	314	290	80
金融活動からキャッシュフロー	(1,631)	(745)	(504)	(978)
初期キャッシュフロー	428	2,126	2,284	2,006
最終期キャッシュフロー	2,143	2,215	2,006	1,942

指数(%)	2022	2023	2024F	2025F
支払能力				
流動比率	4.5	3.1	4.5	5.0
当座比率	3.6	2.6	3.7	4.2
資本構成				
負債比率/総資産	25%	35%	30%	28%
負債比率/株主資本	34%	53%	44%	40%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	80.1	76.0	75.0	76.4
売掛金回収期間	4.3	8.4	10.7	10.6
買掛金回収期間	86.9	102.1	104.5	92.5
現金回転率	-2.5	-17.8	-18.9	-5.5
利益性				
売上総利益率	36%	16%	21%	25%
税引後利益率	27%	9%	14%	16%
ROE	41%	11%	18%	20%
ROA	34%	8%	13%	15%
評価				
PE	3.4	15.5	10.0	8.4
PB	1.3	1.7	1.8	1.7
成長率(前年同期比)				
売上高	61%	-21%	7%	5%
税引後利益	238%	-84%	217%	138%
税引前利益	135%	-73%	70%	19%

株)

EPS 成長率	251%	-73%	76%	19%
---------	------	------	-----	-----

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

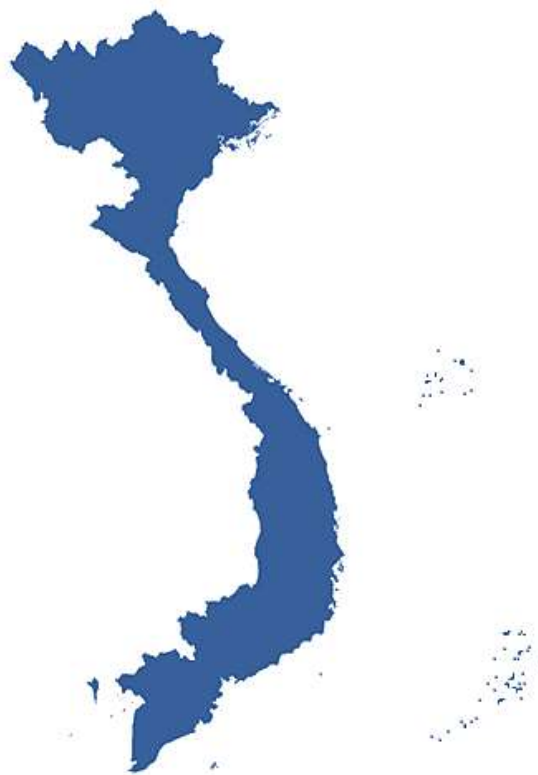
Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, mua chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Toà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place,
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510



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

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>