

推奨

ホールド

ドウックザン洗濯用洗剤化学品株式会社 (HSX: DGC) NGHI SƠN 石油精製 – 明るい見通し

現値:	115,500	レポート作成日:	30/09/2024	株主構成	
前理論価格	147,100	流行中株数(100 万)	380	Đào Hữu Huyền	18.4%
新理論価格:	130,500	時価総額(10 億ドン)	43,675	VEIL	7.0%
配当率	3%	過去 30 日間平均売買高:	1.28	Ngô Thị Ngọc Lan	6.6%
上昇率	15%	外国人投資家保有率	18.1%	Đào Hữu Kha	6.0%

分析者:

Lưu Thuỳ Linh
(肥料・化学業、石油・ガス業)
Linhlt2@bsc.com.vn

評価

BSC は DGC の理論株価を 2024 年 9 月 30 日の終値比 15% 増の 13 万 500 VND/株と評価し、DGC の投資評価を「ホールド」と推奨しております。

業績予測

2024 年には、BSC は以下の仮定に基づく DGC の売上高を前年比 6% 増の 10 兆 3,380 億ドン、税引後利益を同 7% 増の 3 兆 3,240 億ドンと予測しております。

- (1) 黄燐販売の収入は前年比 13% 増となる。販売量と平均販売価格 (ASP) はそれぞれ前年比 +20% 増、同 -6% 減となる。
- (2) リン酸の収入は 前年比 -38% 減となる。
- (3) DAP/MAP 収入は 前年比 +114% 増となる。平均販売価格 (ASP) と販売量がそれぞれ、前年比 +7% 増となり、同 +100% 増となる。

2025 年には、BSC は以下の仮定に基づく DGC の売上高を前年比 13% 増の 11 兆 6,620 億ドン、税引後利益を同 +15% 増の 3 兆 8,140 億ドンと予測しております

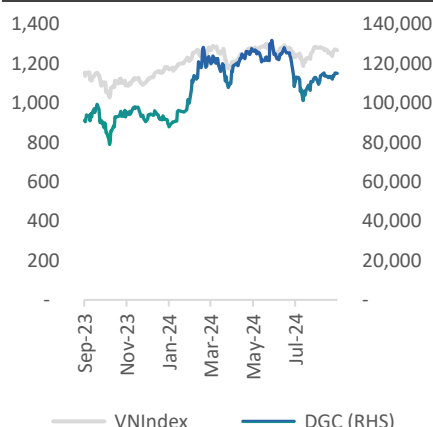
- (1) 黄燐販売の収入は ASP と販売量がそれぞれ前年比 5% 増、同 10% 増となることのおかげで、前年比 10% 増となる。
- (2) WPA と H3PO4 の収入がそれぞれ、前年比 +24% 増、同 +8% 増という仮定に基づく、リン酸の収入は前年比 11% 増となる。
- (3) DAP/MAP 収入は ASP と販売量がそれぞれ前年比 3% 増、同 +5% 増となることのおかげで、前年比 8% 増となる。

BSC は 2024 年 6 ヶ月業績をアップデートした後、2024 年の予想を以下の通りに修正しております。(1) 黄燐の収入は前年比 -11% 減となる。(2) リン酸事業: 平均販売価格が同 +14% 増となり、販売量が同 -54% 減となる。(3) 肥料事業: 販売量が同 +57% 増となる。(4) Nghi Sơn – Đức Giang 案件: 稼働期間を 2026 年第 1 読ん半期まで延長する。

投資観点

- (1) Nghi Sơn – Đức Giang 案件: この案件は 2026 年から収入に寄与すると予測されております。

DGC 価格の推移



(2)販売価格がゆっくり回復する背景に化学品の需要が回復することで、2024 年～2025 年の期間には、CAGR が 14%であると予測されております。

(3)M&A の機会を通じて化学業のリーダー的な地位を強化する。

リスク

- 販売価格と黄燐産量が予想より低い。
- 法的なリスク: 潜在的な環境事故、税務政策のリスク

指数	2023	2024F	2025F	VNIndex
PE (x)	11.6	15.0	11.5	14.7
PB (x)	3.0	3.1	2.6	1.7
PS (x)	3.7	4.2	3.7	1.3
ROE (%)	38%	27%	26%	12%
ROA (%)	30%	22%	22%	2%

業績	2022	2023	2024F	2025
売上高	14,444	9,748	10,338	11,662
売上総利益	6,750	3,440	3,823	4,367
少数株主利益等 控除利益	5,903	3,100	3,324	3,814
EPS	13,774	7,673	8,753	10,043
EPS 成長率	5%	-44%	14%	15%

企業アップデート

2024 年第 2 四半期と 2024 年上半期の業績

10 億 VND	Q2.24	%QoQ	%YoY	6T.24	6T.23	% YoY	評価
売上高	2,505	5%	4%	4,889	4,897	0%	2024 年第 2 四半期業績 – 2024 年第 2 四半期の売上高は前年同期比+4%増となり、前四半期比+55増となった。 + 重要な製品価格は前四半期比小幅増加し、とりわけ、黄燐、リン酸と肥料の販売価格がそれぞれ、前四半期比+4%増、同+5%増、同+4%増となった。 + 重要な製品の販売量は前年同期比と前四半期に比べて変わらなかった。MAP と DCP の販売量は前年同期比急増し、前四半期比+8%増となった。 – 売上総利益は前年同期比+4.5%増、前四半期比+28%増となった。売上総利益率は前年同期比+39.2%増、前四半期比+7.1%増となった。 – 販売費用と管理費用はそれぞれ、前年同期比+8.3%
売上原価	(1,521)	-6%	3%	(3,140)	(3,066)	2%	
売上総利益	983	28%	5%	1,750	1,830	-4%	
金融活動事業 による収入	165	0%	-9%	330	345	-4%	
財務費用	(16)	-11%	-36%	(34)	(45)	-24%	
借入コスト	(5)	-18%	-40%	(12)	(16)	-25%	
連結会社からの損益	-			-	-		
販売費用	(117)	11%	8%	(222)	(223)	0%	
管理費用	(40)	0%	4%	(81)	(73)	11%	
経営活動事業による利益	975	27%	3%	1,743	1,835	-5%	
他の収入	(11)	641%	-2241%	(12)	(1)	1875%	
税引前利益	966	26%	2%	1,735	1,835	-5%	
法税額	86	31%	21%	151	133	14%	
税引後利益	880	25%	0%	1,584	1,702	-7%	
少数株主持分	20	-38%	-49%	51	74	-31%	
少数株主利益等控除利益	861	28%	2%	1,533	1,628	-6%	
指数							
売上総利益率	39%	+7.1 dpt	+0.3dpt	36%	37%	-1.6dpt	
純利益率	34%	+6.2 dpt	-0.5dpt	31%	33%	-1.9dpt	
販管費用/収入	6%	+0.2 dpt	+0.2dpt	6%	6%	+0.2dpt	

増の 1,170 億ドン、同 +36.1%増の 530 億ドンだった。管販費用/売上高のひりツは+6.8%だった。

- 2024 年第 2 四半期の少数株主利益等控除利益は前四半期比 +25 % 増の 8,420 億ドンだった。

2024 年上半期業績: 売上高と少数株主利益等控除利益はそれぞれ、前年同期比-0.2%減の 4 兆 8,890 億ドン、同-6.9%減の 1 兆 5,150 億ドンで、年間計画の 49%を達成した。

ソース: DGC, BSC Research

BSC の評価

- DGC は 2024 年第 2 四半期前向きな業績を記録した。

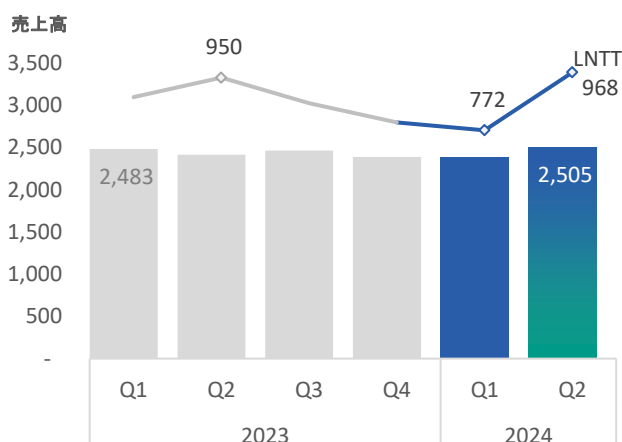
- 重要な製品の販売価格:

- 2024 年上半期の平均販売価格は 2023 年上半期の高い水準比 10~15%低かった。
- 2024 年第 2 四半期の販売価格は回復兆しを見せて、前四半期比 3~5%増となった。

- **販売量:**

- 2024 年上半期の販売量では、黄燐販売量は前年同期比+15%増となり、WPA 販売量は同+40~140%増となった。

DGC の 2024 年第 2 四半期業績は直近 6 カ月のピークを記録した。



ソース: DGC, BSC Research

BSC は、化学品の需要が底を打って回復したが、その回復は予想よりも遅いと考えている。特に、製品の販売量はより顕著に増加し、販売価格は若干上昇する傾向にある。

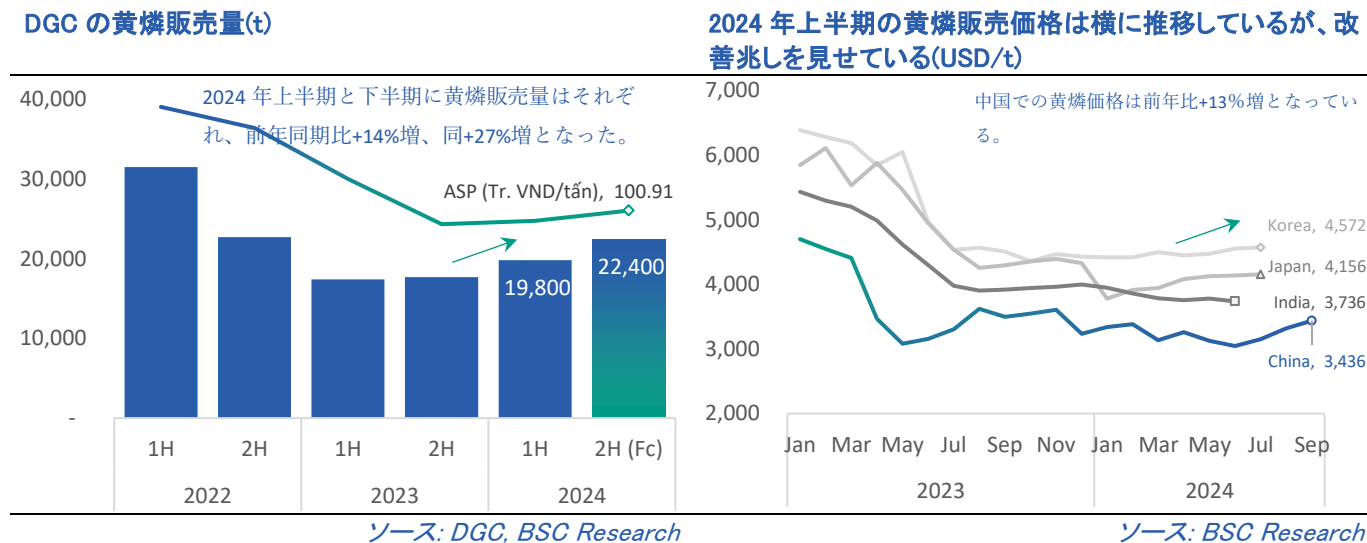
投資観点

1. Nghi Sơn - Đức Giang 案件: 案件展開の新ステップだが、この案件は 2026 年から収入に寄与すると予測されております。

案件進捗のアップデート: この案件の用地整理作業が完了し、第 1 段賃貸土地面積は 17.8 ヘクタールであり、実行額は 4,615 億ドンだった。BSC は案件が 2024 年第 4 四半期に着工すると予測されております。それによると、Nghi Sơn - Đức Giang 案件の進捗を調整することに基づく、BSC は同案件が 2026 年から収益を計上すると予測しております。

2. 販売価格がゆっくり回復する背景に化学品の需要が回復することで、2024 年～2025 年の期間には、CAGR が 14%であると予測されております

黄燐: 販売量は大幅に増加したが、販売価格はゆっくり上昇した。

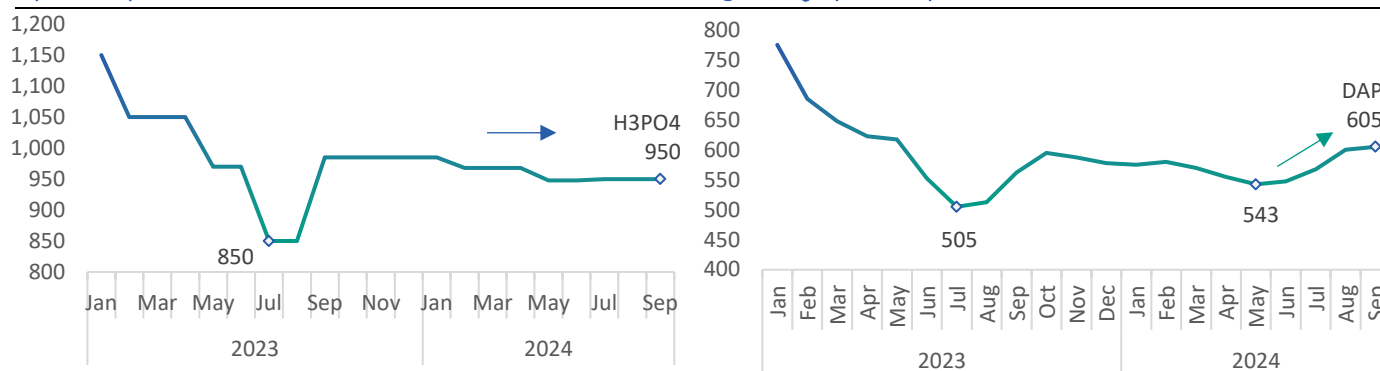


2024 年上半期の黄燐消費量は前年同期比+14%増となり、2023 年下半期比+12%増となった。

2024 年上半期の黄燐の平均販売価格は横に推移したが、2024 年第 3 四半期には、中国での黄燐販売価格は 6 月の底値比+13%増となった。

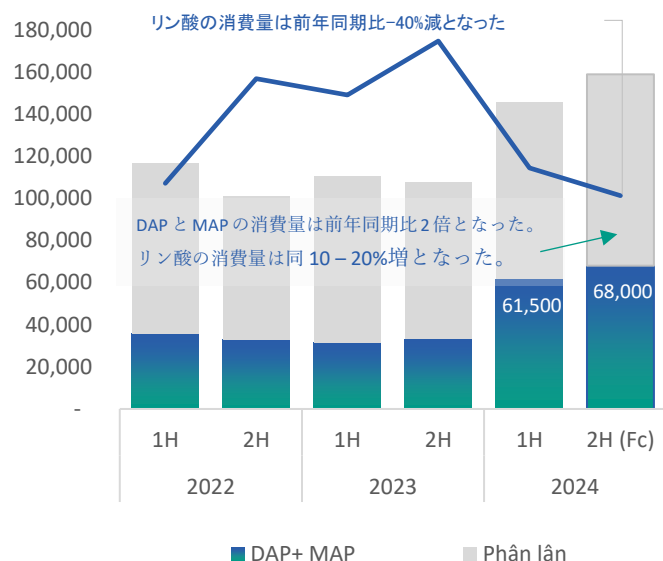
肥料の需要は高まっている背景には、リン酸の消費量は減少した。

2024 年上半期のリン酸価格は横に推移している DAP の価格は 2024 年 5 月の底値から 11% 増となった。(USD/t)

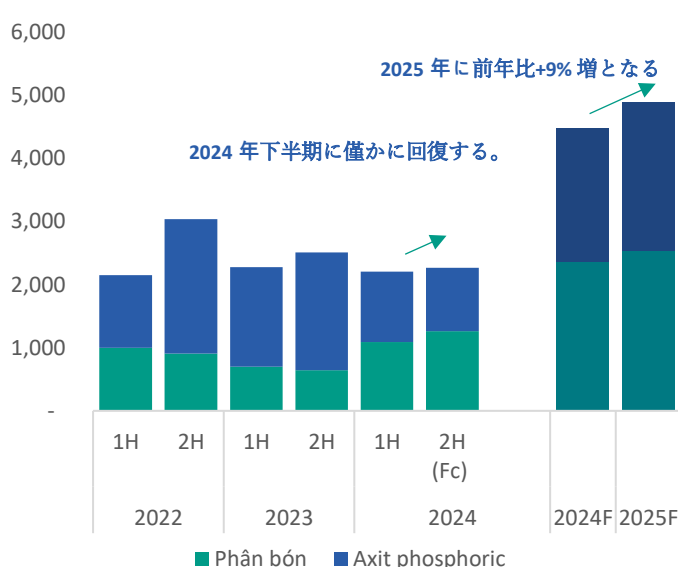


ソース: Bloomberg, BSC Research

リン酸の消費量は減少した (t)



リン酸と肥料の収入は 2024 年下半期から回復すると期待されております (10 億 VND)



ソース: DGC, BSC Research

リン酸と肥料の収入は 2024 年下半期に僅かに回復し、2025 年に前年比+9%増加すると予測されております。

BSC は 2024 年～2025 年の期間における DGC の CAGR が 14%であると期待しております。

3. M&A の機会を通じて化学業界のリーダー的地位を強化する- Đại Việt アルコールが次の M&A である。

Dai Viet 有限会社の Dai Viet アルコール工場を 253 兆 2,590 億ドンで買収したと発表した。

この工場の生産能力は 5 万t/年間であり、2024 年 11 月から稼働を始める予定だ。

リスク

- 販売価格と黄燐産量が予想より低い。
- 法的なリスク: 潜在的な環境事故
- 税務政策のリスク

2024 年～2025 年業績予測

2024 年には、BSC は DGC の売上高を前年比+6%増の 10 兆 3,380 億ドン、税引後利益を同+7%増の 3 兆 3,240 億ドンと予測しております。

- (4) 黄燐収入は前年比+13%増となる。
- (5) リン酸収入は同-38%減となる。
- (6) DAP と MAP の収入は前年比+114%増となる。

2025 年には、BSC は DGC の売上高を前年比+13%増の 11 兆 6,620 億ドン、税引後利益を同+15%増の 3 兆 8,140 億ドンと予測しております。

- (4) 黄燐収入は前年比+10%増となる。
- (5) リン酸収入は同+11%増となる。
- (6) DAP と MAP の収入は前年比+8%増となる。

2024 年～2025 年業績予測

単位:10 億 VND	2023	2024F 変更前	2024F 変更後	2025F 変更後	%2024 年 変動率	%YoY 2024F	%YoY 2025F
売上高	9,761	12,084	10,338	11,662	-14%	6%	13%
そのうち:							
・ 黄燐販売の収入	3,692	5,065	4,164	4,591	-18%	13%	10%
・ Axit Phosphoric (WPA と HPO)の収入	3,441	4,097	2,121	2,356	-48%	-38%	11%
・ DAP 肥料と MAP 肥料の収入	841	1,174	1,794	1,940	53%	113%	8%

ソース: DGC, BSC Research

2024 年～2025 年業績予測

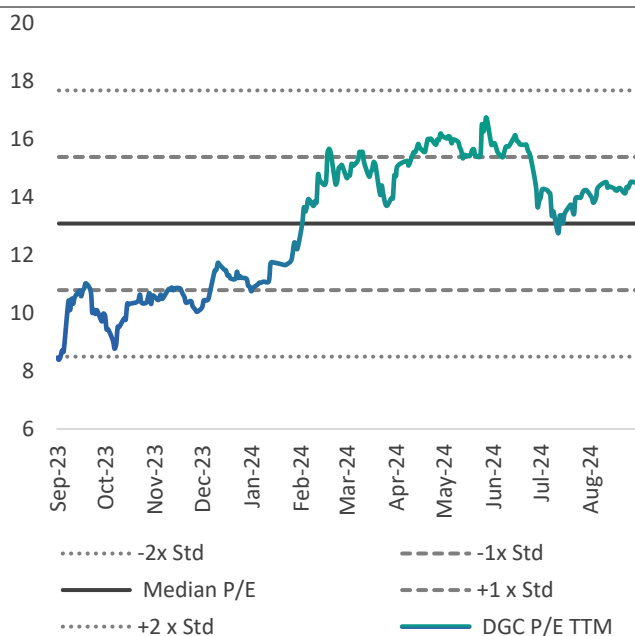
	2023	2024F(変更前)	2024F(変更後)	2025F	2024 年 変動率	%YoY 2024F	%YoY 2025F
売上高	9,748	12,084	10,338	11,662	-14%	6%	13%
売上原価	-6,308	-7,729	-6,515	-7,295	-16%	3%	12%
売上総利益	3,440	4,355	3,823	4,367	-12%	11%	14%
売上総利益率	35%	36%	37%	37%	+1.0bsp	+1.7bsp	+0.5bsp
販売費用	(436)	-520	(520)	(516)	0%	19%	-1%
販売費用/売上高	-4%	-4%	-5%	-4%	-1.0bsp	-0.6bsp	+0.6bsp
管理費用	(159)	-163	(163)	(165)	0%	3%	1%
管理費用/売上高	-2%	-1%	-2%	-1%	-0.6bsp	+0.0bsp	+0.2bsp
税引前利益	3,488	4,224	3,762	4,317	-11%	8%	15%
税引後利益	3,100	3,733	3,324	3,814	-11%	7%	15%
純利益率	32%	31%	32%	33%	+1.2bsp	+0.4bsp	+0.6bsp
EPS	7,673	9,829	8,753	10,043	-11%	14%	15%

ソース: DGC, BSC Research

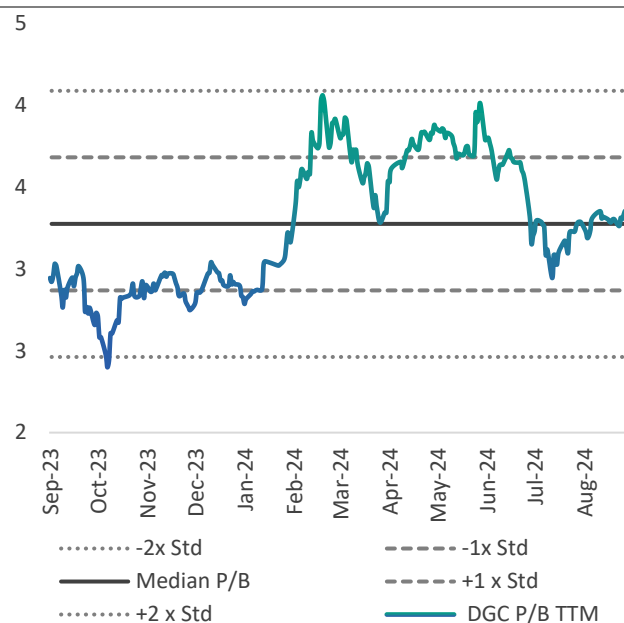
評価と推奨

BSC は DGC の理論株価を 2024 年 9 月 30 日の終値比 15%増の 13 万 500VND/株と評価し、DGC の投資評価を「ホールド」と推奨しております。

PE の評価

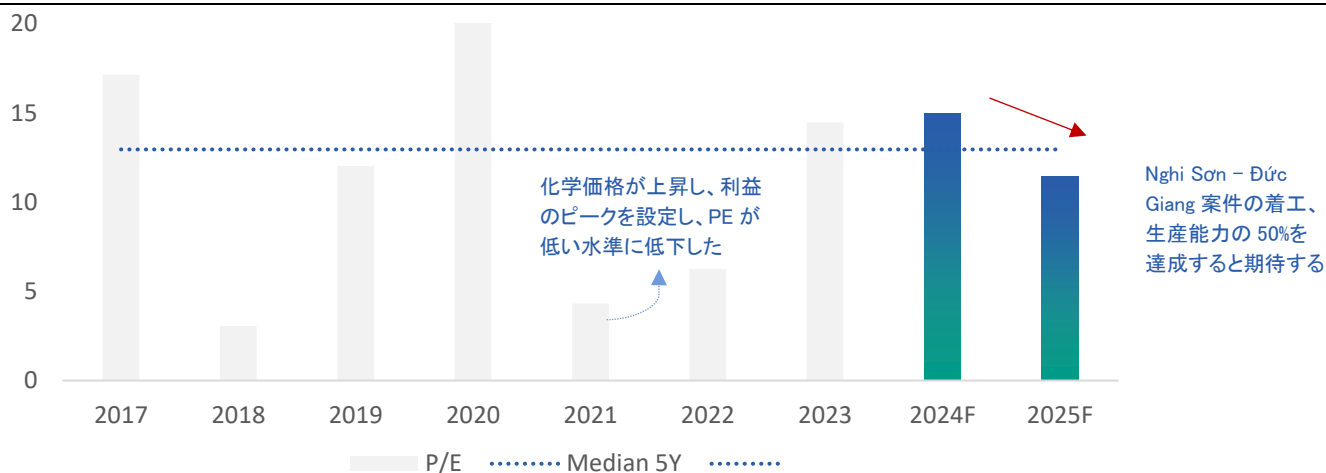


PB の評価



ソース: BSC Research

2017 年～2025 年の期間における DGC の P/E



ソース: FiinX, BSC Research

付録

業績(10 億 VND)	2022	2023	2024F	2025F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2022	2023	2024F	2025F
売上高	14,444	9,748	10,338	11,662	税引後利益	6,376	3,485	3,762	4,317
売上原価	(7,694)	(6,308)	(6,515)	(7,295)	原価償却及び割当て	285	358	358	358
売上総利益	6,750	3,440	3,823	4,367	流動資本変更	6,363	3,250	4,163	4,722
販売費用	(600)	(436)	(520)	(516)	他の修正	5,639	2,190	4,701	3,734
企業管理費用	(152)	(159)	(163)	(165)	営業活動からキャッシュフロー	5,937	2,784	4,659	3,687
営業利益／損失	6,382	3,487	3,774	4,327	固定資産購入額	(157)	(251)	(1,010)	(2,000)
金融活動収益	533	739	687	700	その他の投資額	(7,232)	(9,667)	(8,407)	(8,874)
金融活動費用	(150)	(98)	(52)	(58)	投資活動からキャッシュフロー	(3,828)	(2,338)	(1,204)	(2,076)
借入コスト	(18)	(32)	(39)	(44)	配当金	(411)	(1,774)	(1,139)	(1,139)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	他の未収金	(371)	853	(546)	94
他の収益	(6)	1	(12)	(10)	金融活動からキャッシュフロー	(697)	(920)	(1,686)	(1,046)
税引前利益	6,376	3,488	3,762	4,317	初期キャッシュフロー	124	1,535	1,061	2,830
法人税額	(339)	(490)	(226)	(259)	中期キャッシュフロー	1,412	(475)	1,769	565
税引後利益	6,037	3,241	3,537	4,058	最末期キャッシュフロー	1,535	1,061	2,830	3,395
少数株主持分	472	142	212	243					
少数株主利益等控除利益	5,565	3,100	3,324	3,814					
EBITDA	6,679	3,878	3,969	4,646					
EPS	13,774	7,673	8,753	10,043					

バランスシート(10 億ドン)	2022	2023	2024F	2025F	指数	2022	2023	2024F	2025F
現金及び現金相当	1,535	1,061	2,830	3,395	支払能力				
短期投資	7,471	9,342	8,407	8,874	流動比率	2.90	4.27	4.43	4.34
短期未収金	919	1,130	1,198	1,351	当座比率	1.87	3.50	3.72	3.63
棚卸資産	1,000	855	883	989	資本構成				
その他流動資産	60	80	56	63	負債比率/総資産	24%	19%	18%	17%
流動資産	10,985	12,467	13,374	14,672	負債比率/株主資本	32%	24%	21%	20%
有形資産	1,781	2,133	2,481	3,212	稼働能力				
原価償却	(2,071)	(2,535)	(2,697)	(2,966)	棚卸資産回転期間	54.59	52.37	48.68	46.82
建設中非流動資産	234	225	225	225	売掛金回収期間	26.38	14.46	26.10	25.35
長期投資	-	-	-	-	買掛金回収期間	18.39	19.71	10.83	10.41
他の非流動資産	376	669	628	666		62.58	47.12	63.96	61.76
非流動資産	2,420	3,069	3,869	5,621	利益性				
総資産	13,405	15,536	17,242	20,293	売上総利益率	47%	35%	37%	37%
買掛金	832	904	934	1,046	税引後利益率	42%	33%	34%	35%
短期借入	468	1,328	782	875	ROE	65%	38%	27%	26%
他の短期借入	1,272	1,261	1,302	1,458	ROA	51%	30%	22%	22%
短期借入総額	2,571	3,493	3,018	3,379	評価				
長期借入	-	-	-	-	PE	3.05	11.56	14.99	11.45
他の長期借入	-	0	-	-	PB	2.06	2.98	3.07	2.58
長期借入	0.10	16.06	0	0	成長率(前年同期比)				
負債総額	2,572	3,509	3,018	3,379	売上高	51%	-33%	6%	13%
出資金	3,798	3,798	3,798	3,798					
株式会社化による資本剰余金	1,787	1,787	1,787	1,787					
未処分利益	5,084	5,989	7,642	9,706					
その他の株主資本	-	-	-	-					
少数株主持分	-	-	-	-					

株主資本の合計	10,834	12,027	14,225	16,914	EBIT	160%	141%	8%	15%
総資本	13,405	15,536	17,242	20,293	税引前利益	142%	-45%	8%	15%
流行中株数(100 万株)	380	380	380	380	EPS	5%	-44%	14%	15%

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>

