

推奨 **買い** **ビナケム DAP 株式会社(UPCoM: DDV)**
明るい見通し

現値	20,000	レポート作成日:	18/12/2024	株主構成	
前理論価格	24,400	流行中株数(100万)	146	ベトナム化学グループ	64.0%
新理論価格	22,900	時価総額(10億ドン)	2,937	Việt Kim サービス・商業株式会社	4.4%
配当率	3%	過去30日間平均売買高	1.5	The Golden Group 株式会社	1.7%
上昇率	18%	外国人投資家保有率	5.1%		

Research:

Lưu Thuỳ Linh
 (肥料 - 化学)
Linhl2@bsc.com.vn

評価

BSC は DDV 株の 2025 年理論価格を 2024 年 12 月 18 日の終値比 18%増の 22,900VND/株と評価し、DDV の投資評価を「買い」としております。

業績予測

2024 年には、BSC は DDV の売上高を前年比+4%増の 3 兆 2,810 億ドンで、税引後利益を前年比+105%増の 1,440 億ドン、EPS を 982VND/株と予測しております。2025 年には、BSC は DDV の売上高を前年比+3%増の 3 兆 4,140 億ドンで、税引後利益を前年比+49%増の 2,140 億ドン、EPS を 1,466VND/株と予測しております。この予測は以下の仮定を基づく。

- 2024 年と 2025 年の期間における DAP 消費量はそれぞれ、前年比-1.3%減の 24 万 7,000t、同+3.3%増の 25 万 5,000tである。
- 2024 年と 2025 年の期間における DAP の平均販売価格は前年比+4.6%増の 1,320 万 VND/t、同+1%増の 1,340 万 VND/tである。
- 2025 年の売上総利益率は前年比+2.9%ポイント増の 12.5%である。

業績アップデート

- 2024 年第 3 四半期業績: DDV の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比-8%減の 7,550 億ドン、同+3 倍の 200 億ドンだった。そのうち、DAP の販売量と販売価格はそれぞれ、前年同期比-25%減、同+13%増となった。
- 売上総利益は前年同期比+3%増の 670 億ドンだった。売上総利益率は+9%だった。

投資観点:

- (1) BSC は DDV の 2025 年利益は新水準を記録すると予測しております。しかし、2024 年~2025 年の期間における CAGR は 84%から 75%に下方修正されるだろう。
- (2) 案件進捗の更新: 酸の品質の向上及び生産能力の 6 万t/年で MAP 生産工場案件が投資証明書を受けた。

リスク

- 中国は輸出活動を強化すると、平均販売価格が予想より低い。

株価の推移

- 鉱産の不足で、生産量は予想より低い。

指数	2023	2024F	2025F	VNIndex
PE (x)	32.7	20.4	13.6	14.3
PB (x)	1.4	2.2	2.2	1.7
PS (x)	0.7	0.9	0.9	1.7
ROE (%)	4%	11%	16%	12%
ROA (%)	3%	8%	13%	2%

業績	2022	2023	2024F	2025F
売上高	3,270	3,210	3,330	3,414
売上総利益	490	262	318	427
親会社株主利益	357	70	144	214
EPS	2,377	481	982	1,466
EPS 成長率	82%	-80%	104%	49%

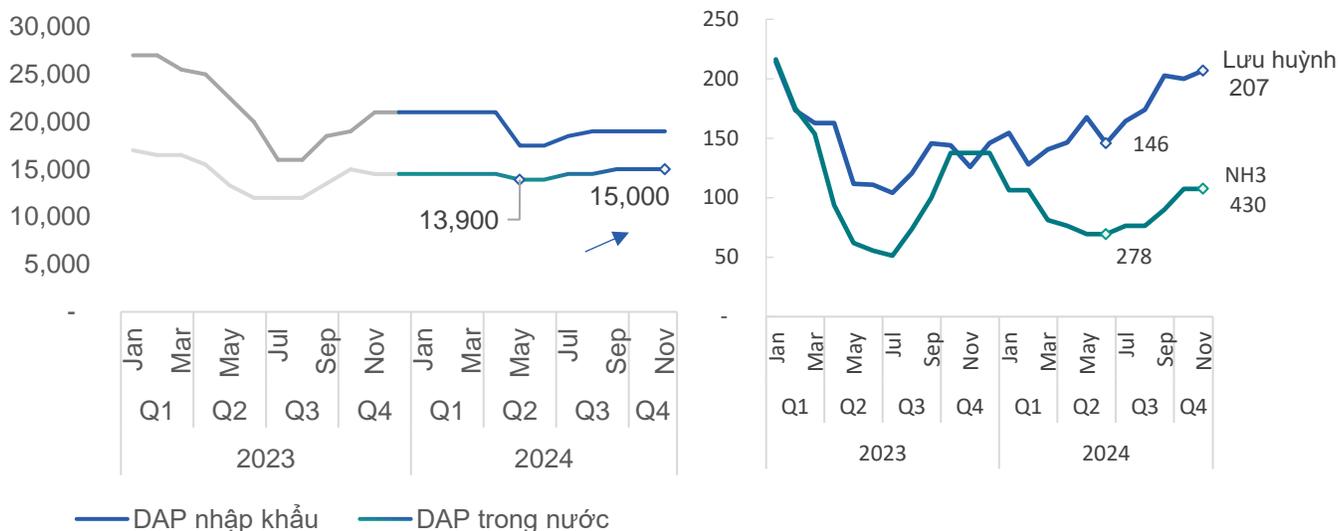
企業アップデート

2024年第3四半期業績の更新

10 億 VND	Q3/24	%YoY	%QoQ	9T/24	9T/23	% YoY	業績のアップデート
売上高	755	-8%	-19%	2,468	2,374	4%	<p>2024年第3四半期業績:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 売上高は前年同期比-8%減、前四半期比-19%減の7,550億ドンだった。 - 売上総利益は前年同期比+3%増、前四半期比-39%減の670億ドンだった。売上総利益率は9%となった。 - 金融活動による収入は前年同期比-66%減の70億ドンだった。預金利息は86億VNDであり、為替差益は35億ドンを減少した。 - 管理費用と販売費用は前年同期比-45%減の450億ドンだった。 - 2024年第3四半期少数株主等控除利益は前年同期比+201%増、前四半期比-68%減の200億ドンだった。 - 2024年9ヶ月業績: 売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年同期比+2%増の9兆2,420億ドン、同+75%増の1兆350億ドンだった。
売上原価	(688)	-9%	-17%	(2,223)	(2,233)	0%	
売上総利益	67	3%	-39%	245	141	74%	
金融活動による収入	7	-66%	-60%	32	36	-11%	
財務費用	(3)	80%	247%	(5)	(7)	-35%	
借入コスト	(0)	34%	-5%	(0)	(1)	-67%	
連結会社からの利益	-			-	-		
販売費用	(21)	-56%	13%	(63)	(89)	-29%	
管理費用	(24)	-4%	-14%	(71)	(68)	5%	
経営活動による利益	26	170%	-68%	138	13	925%	
他の収入	(0)	-78%	5866%	(0)	(3)	-94%	
税引後利益	25	182%	-68%	138	11	1146%	
税額	(5)	126%	-68%	(28)	(3)	725%	
税引後利益	20	201%	-68%	111	8	1328%	
少数株主持分	-			-	-		
少数株主等控除利益	20	201%	-68%	111	8	1328%	
指数							
売上総利益率	8.9%	+1.0dpt	-2.9dpt	10%	6%	+4.0dpt	
純利益率	3%	+1.9dpt	-4.1dpt	4%	0%	+4.2dpt	
管販費用/収入	6%	-3.0dpt	+1.0dpt	5%	7%	-1.2dpt	

輸入 DAP 価格及び国内 DAP 価格の推移 (VND/kg)

投入原材料価格の推移: 硫黄、NH3 (USD/t)



ソース: Bloomberg, BSC Research

VAT 税が承認されること及び慎重なシナリオの場合 DDV の 2025 年売上総利益は 150 億ドンを増加すると予測されております。

2025 年の予測 (10 億 VND)	慎重なシナリオ	基本的なシナリオ	前向きなシナリオ
税率: 5%			
%出力 VAT / 収入	100% 収入	30%収入	0%収入
売上総利益	427	433	437
VAT が適用されないシナリオに比べて成長	15	23	31
%成長率	7%	12%	16%

ソース: BSC Research

2024 年～2025 年の期間における業績予測

2024 年～2025 年の期間における業績の予測と仮定

	単位	2023	2024F	2025F	2024Fcũ	2025F	%2024 年 予測変更	%2025 年 予測変更
完成品収入	10 億 VND	3,197	3,281	3,414	3,453	3,487	-5%	-2%
%YoY		-1.9%	3.8%	2.5%				
DAP 産量	1,000t	250	247	255	267	272	-7%	-6%
%YoY		41.4%	-1.3%	3.3%				
平均販売価格	100 万 VND/t	12.7	13.2	13.4	13.1	13.0	1%	3%
%YoY		-30.5%	4.6%	1.0%				
売上総利益	10 億 VND	262	318	427	371	507	-14%	-16%

2024年12月18日 - Upcom: DDV

%売上総利益率	%	8.2%	9.6%	12.5%	10.7%	14.4%	-1.1đpt	-1.9đpt
販管費用	10億 VND	(223)	(179)	(181)	(231)	(234)	-22%	-23%
%販管費用/売上高	%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	+0.2đpt	+0.2đpt
純利益		70	144	214	144	236	0%	-9%
%YoY		-80%	105%	49%				
%純利益率		2.2%	4.3%	6.3%	4.1%	6.7%	+0.2đpt	-0.4đpt
割引		158	157	100	157	100		

ソース: DDV, BSC Research

2024年には、BSCはDDVの売上高を前年比+4%増の3兆2,810億ドン、税引後利益を同+105%増の1,440億ドン、EPSを982VND/株と予測しております。2025年には、BSCはDDVの売上高を前年比+3%増の3兆4,140億ドンで、税引後利益を前年比+49%増の2,140億ドン、EPSを1,466VND/株と予測しております。この予測は以下の仮定に基づく。

- (1) 2024年と2025年の期間におけるDAP消費量はそれぞれ、前年比-1.3%減の24万7,000t、同+3.3%増の25万5,000tである
- (2) 2024年と2025年の期間におけるDAPの平均販売価格は前年比+4.6%増の1,320万VND/t、同+1%増の1,340万VND/tである。
- (3) 2025年の売上総利益率は前年比+2.9%ポイント増の12.5%である。

2025年の売上総利益及び少数株主等控除利益の予測

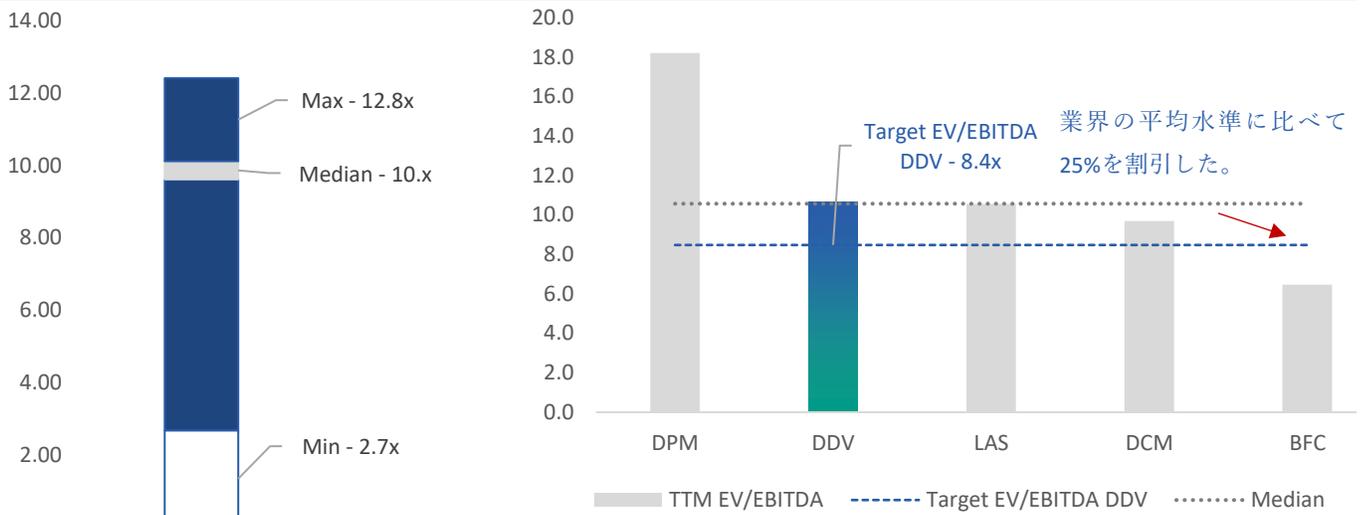
2025年 10億 VND	肥料商品の VAT: 5% (DDVが出力VATを共有する)				
	100%	70%	50%	30%	0%
売上総利益	427	433	437	447	447
少数株主等控除利益	214	219	223	231	231
理論価格	22,900	23,200	23,500	23,700	24,100
Upside	22%	24%	26%	27%	29%

ソース: BSC Research

評価と推奨

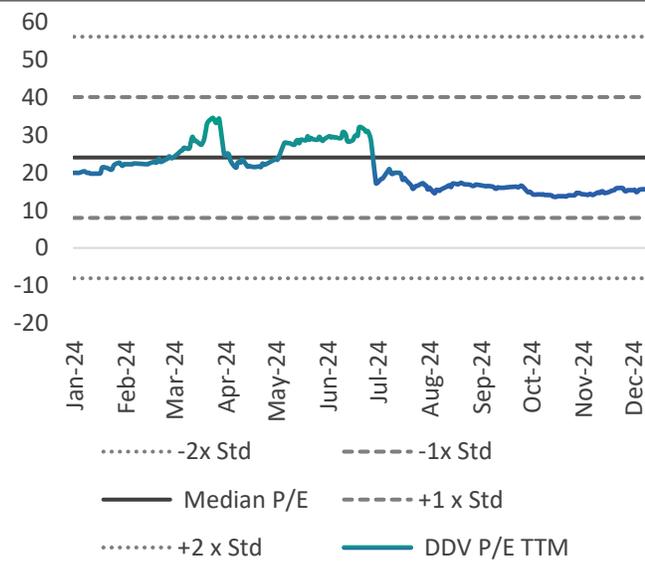
BSCはDDV株の2025年理論価格を2024年12月18日の終値比18%増の22,900VND/株と評価し、DDVの投資評価を「買い」としております。

2017年～2023年の期間における 同業界の企業のEV/EBITDA DDVのEV/EBITDA

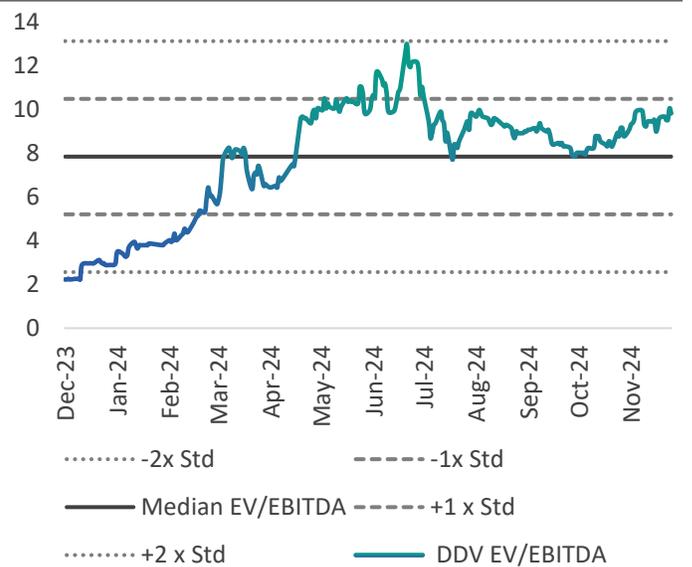


ソース: FiinX, BSC Research

PE



EV/EBITDA の評価



ソース: 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	3,270	3,210	3,330	3,414	税引後利益	380	82	168	268
売上原価	(2,780)	(2,947)	(3,012)	(2,988)	原価償却及び割当て	(154)	(156)	(157)	(100)
売上総利益	490	262	318	427	流動資本変更	515	63	(197)	109
販売費用	(59)	(119)	(84)	(82)	他の調整	(15)	(8)	(10)	(9)
管理費用	(75)	(104)	(95)	(99)	営業活動からキャッシュフロー	7	727	22	164
営業益損	380	84	139	245	固定資産購入額	(11)	9	18	10
金融活動事業による収入	33	54	36	32	他の投資	26	0	0	0
財務費用	(9)	(8)	(7)	(7)	投資活動からキャッシュフロー	15	9	18	10
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	配当金	-	(73)	(73)	(219)
他の収益	(1)	(3)	(3)	(3)	他の未収金	-	(614)	38	20
税引前利益	380	82	168	268	投資活動からキャッシュフロー	-	(687)	(35)	(199)
法人税額	(22)	(12)	(24)	(54)	初期キャッシュフロー	202	170	219	223
親会社株主利益	357	70	144	214	最終期キャッシュフロー	225	219	223	197
少数株主持分	-	-	-	-					
EBITDA	512	197	296	346					
EPS	2,377	481	982	1,466					
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	170	219	223	197	支払能力				
短期資産	212	609	215	223	流動比率	4.4	6.3	5.2	6.3
短期未収金	388	147	278	376	当座比率	2.6	4.7	3.1	3.9
棚卸資産	558	326	490	503	資本構成				
他の短期資産	10	14	18	16	借入/総資産	15%	12%	20%	19%
短期投資	1,338	1,315	1,224	1,315	借入/株主資本	17%	13%	24%	23%
有形固定資産	720	573	415	315	稼働能力				
原価償却	156	158	157	100	棚卸資産回転期間	70.2	54.7	49.4	60.6
設中長期資産	4	4	-	-	売掛金回収期間	27.0	30.5	23.3	34.9
長期投資	-	-	-	-	買掛金回収期間	33.6	23.0	31.7	37.3
他の長期資産	44	26	45	36	現金回転率	63.5	62.2	41.0	58.2
長期投資	774	609	467	357	利益性				
総資産	2,112	1,924	1,651	1,636	売上総利益率	15%	8%	10%	12%
買掛金	88	108	234	210	税引き後利益	11%	2%	4%	6%
短期借入	138	-	-	-	ROE	20%	4%	11%	16%
他の短期借入	0	0	0	0	ROA	18%	3%	8%	13%
短期借入の合計	308	221	328	309	評価				
長期借入	-	-	-	-	PE	3.9	32.7	20.4	13.6
他の長期借入	0	0	0	0	PB	0.8	1.4	2.2	2.2
長期借入総額	2	2	2	2	成長率				
負債総額	310	224	330	312	売上高	14%	-2%	4%	3%
出資金	1,461	1,461	1,461	1,461					
未処分利益	337	128	(222)	(227)					
他の株主資本	5	112	112	112					
少数株主持分	-	-	-	-					
株主資本総額	1,802	1,700	1,351	1,346					

総資本	2,112	1,924	1,681	1,658	EBIT	196%	11%	355%	177%
流行中株数(100万株)	146	146	146	146	税引前利益	102%	-78%	105%	60%
					EPS	82%	-80%	104%	49%

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。

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

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>

