

企業レポート

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

2020 年 6 月 3 日

推奨

Nguyễn Thị Cẩm Tú (企業分析)

tuntc@bsc.com.vn

目標価格	43,200
終値	38,900
Upside	11%

Nguyễn Tiến Đức (テクニク分析)

ducnt@bsc.com.vn

目標価格	N/A
終値	N/A

市場データ

発行済株式数 (100 万株)	129.3
時価総額 (10 億ドン)	4,760
過去 52 週間の最高値 (VND)	43,000
過去 10 日の売買高 (株)	274,325
外国人投資家の保有率	0.87%

大口株主 (%)

Đào Hữu Huyền	17.83%
ベトナム化学グループ	8.85%
Ngô Thị Ngọc Lan	6.79%
Đào Hữu Kha	6.10%
Đào Hữu Duy Anh	2.92%

株価の推移 (1 年間)



企業概要: DGC のコア事業は化学品・化学製品の生産・販売である。DGC の黄燐生産量はベトナムでの黄燐生産総量の 50% を占めている。

評価

BSC は DGC の理論価格を 11% 増の 4 万 3,200VND / 株と評価し、DGC の投資評価を「観察」と推奨しております。

2020 年業績予測

BSC は 2020 年には、DGC の売上高を前年比 23.4% 増の 6 兆 2,820 億ドン、税引後利益を同 47.4% 増の 8,420 億ドン、EPS を 6,121VND / 株、PE_{fw} を 6.4、PBF_w を 1.1 と予測しております。

2020 年業績計画

DGC は収入を前年比 19.5% 増の 6 兆 840 億ドン、税引後利益を同 5.1% 増の 6,000 億ドンと計画しております。しかし、株主総会には、DGC は順調な経営状況のおかげで税引後利益を前年比 22.5% 増の 7,000 億ドンに上方修正しています。

事業傾向

- DGC は 2020 年 6 月にホーチミン証券所へ転換する予定。
- ベトナム化学グループは 2020 年に保有している DGC 株を売却する予定。

投資理論

(1) DGC は完全なバリューチェーンを提供する大手企業である。(i) 投入材料 (国内、自社) からの完全なバリューチェーン; 最大生産能力と韓国、日本などの厳しい市場への輸出。化学業は参入障壁を持っている業界である。

(2) 2020 年の経営活動はポジティブな要素にサポートされている。(i) 輸出市場で回復需要、(ii) 投入費用の削減のおかげで、利益率が改善される。

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

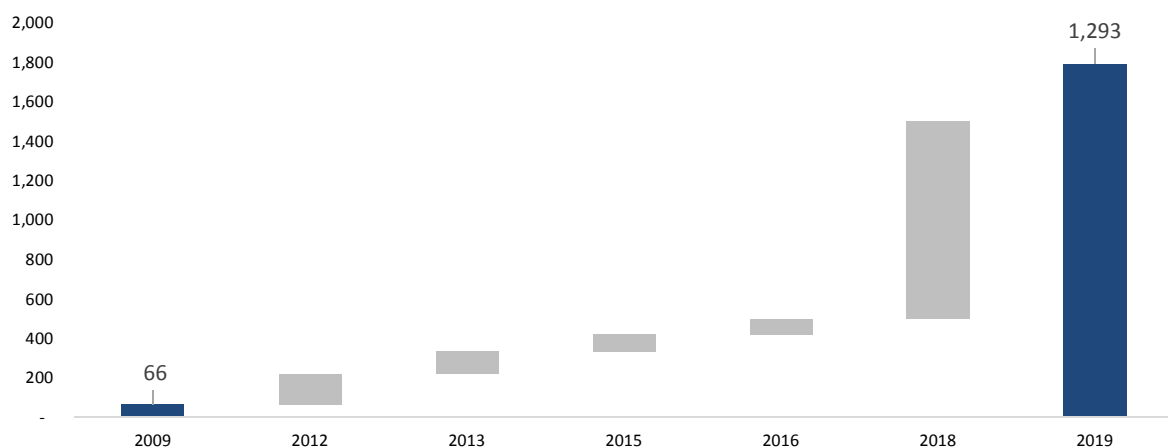
BSC

投資リスク

- (1) 環境保護の傾向がますます注目されていることにより、政策リスクがある。
- (2) 「Duc Giang-Nghi Son 化学コンプレックス」案件建設の展開が遅れた。
- (3) 輸出市場における肥料製品と競争。

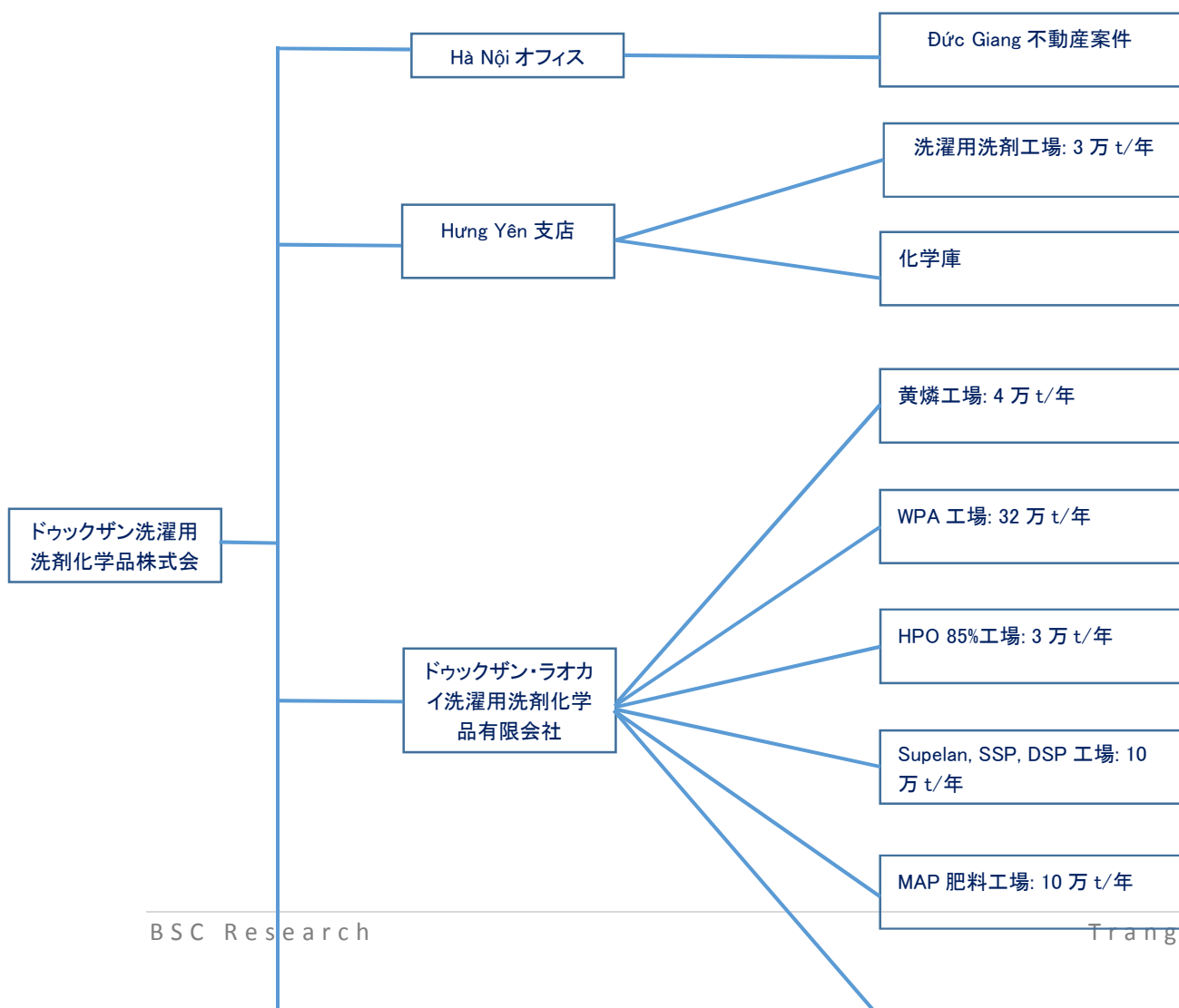
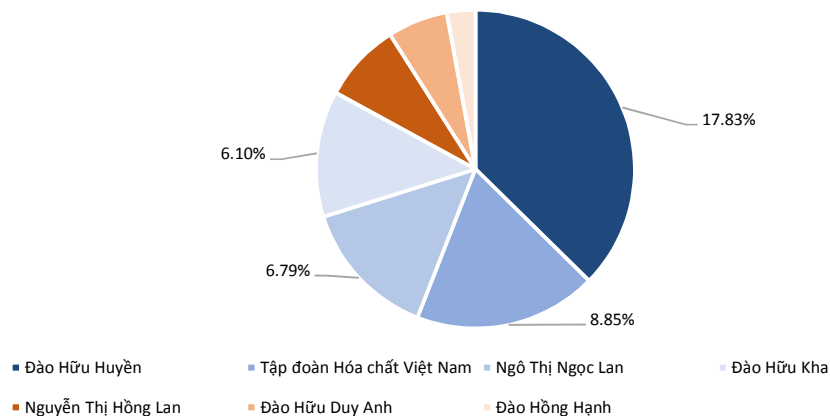
企業概要

DGCの資本金引き上げの過程



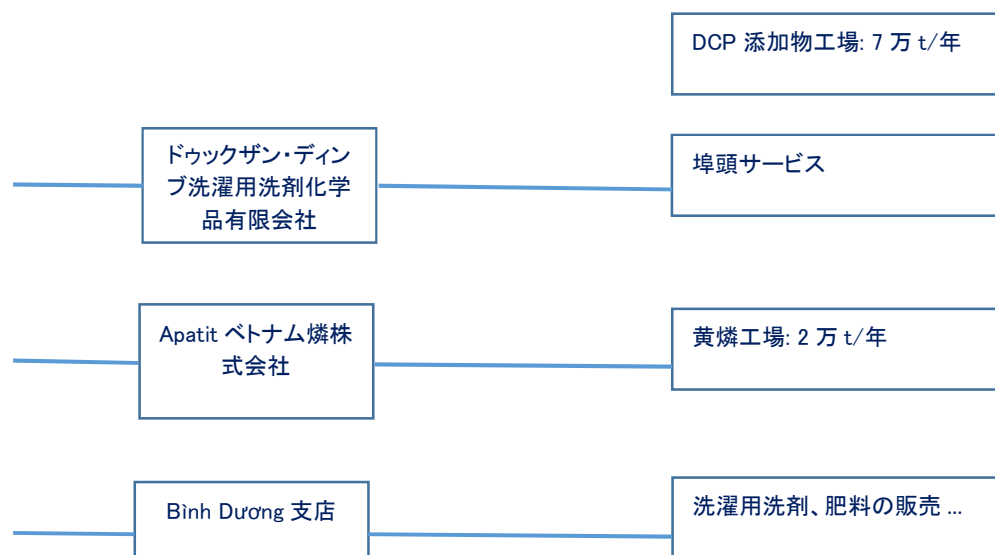
ソース: DGC

DGCの株主構成



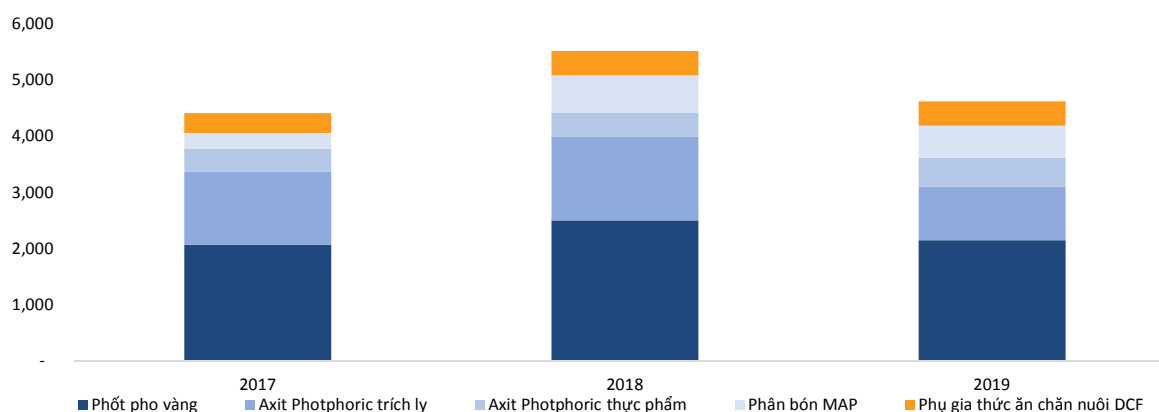
DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC



DGC の現製品構造は主に燐と他の 6 つの化学製品から来ています。

DGCの重要な製品の収入構成

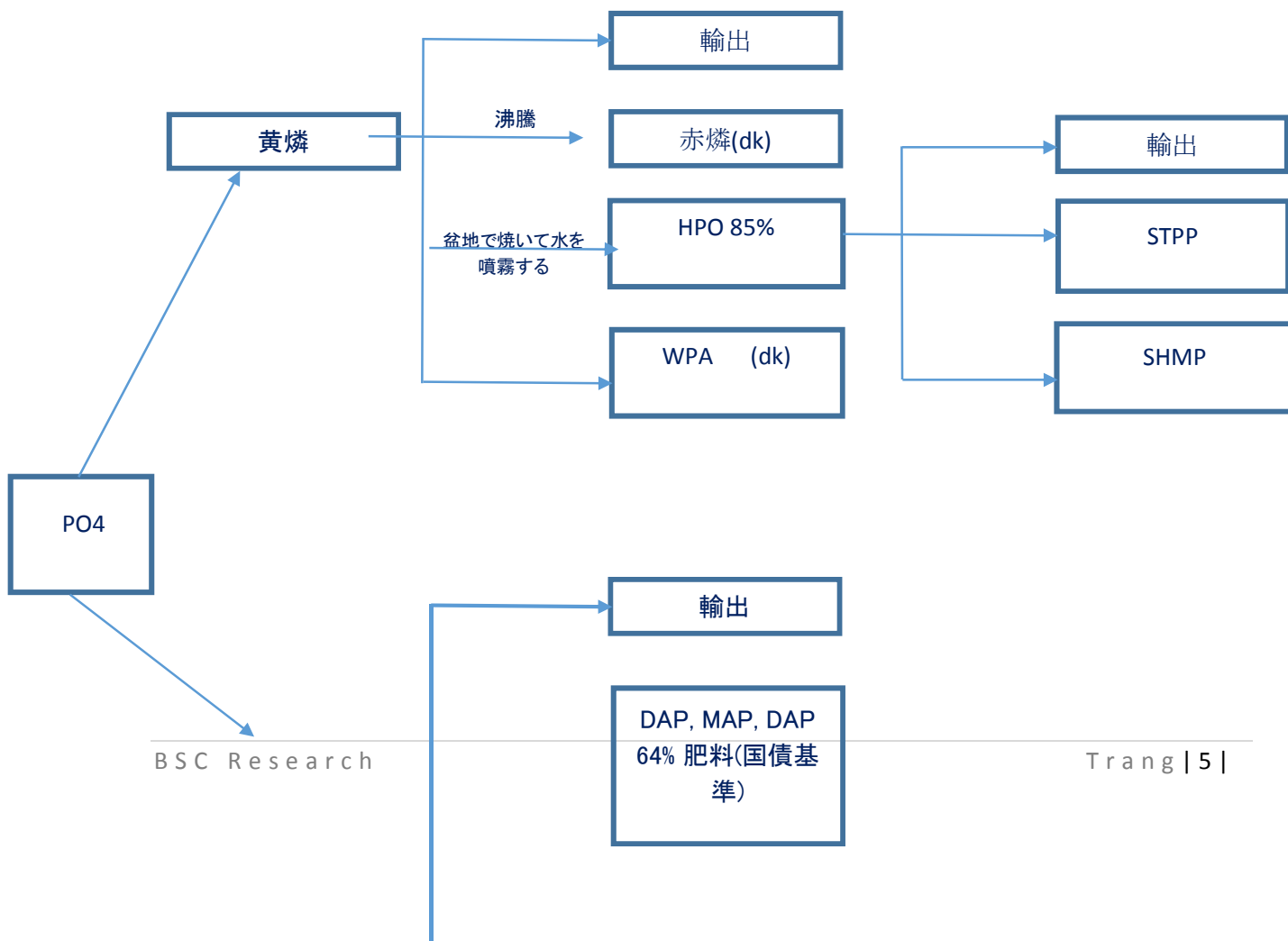


ソース: DGC, DGL

いくつかの重要な製品の消費量と輸出市場

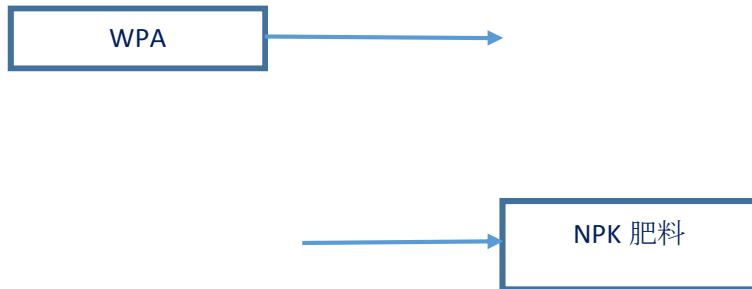
	2019 年販売 量	% 生産能力	輸出市場
黄燐	34,461	57%*	韓国、日本、インドなど
HPO 85%	26,939	88%	
WPA	129,428	40%	日本、インド
MAP 肥料	69,693	69%	国内、インド、マレーシア
DCP 飼料添加物	59,755	85%	国内、インド、インドネシアなど

DGC の燐からの製品バリューチェーン



DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC



投資観点

(1) DGC は完全なバリューチェーンを提供する大手企業である。

(i) 投入材料(国内、自社)からの完全なバリューチェーン；最大生産能力と韓国、日本などの厳しい市場への輸出

投入材料:DGC は、ベトナムの主要な原材料を使用して、燐からの材料を集中的に処理することができる。このことのおかげで、(i) 材料を自主的に確保及び(ii) 関連化学物質の生産コストを削減することができます。

生産能力。ベトナムでは、黄燐生産能力は 12 万t/年であり、そのうち、DGC の生産能力が総生産能力の 50%(約 6 万t/年)を占めている。ベトナムでの第 2 位企業の生産能力は 2 万t/年である。

輸出市場。DGC は高品質のリン製品(ヒ素と硫黄の比率が低い)を持っていることで、韓国、日本、台湾などの厳しい市場へに輸出することができます。また、これらの輸出市場への輸出シェアは大きな割合を占め、とりわけ、DGC は日本市場への輸出シェアの 75%を占めている。

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

「Duc Giang-Nghi Son 化学コンプレックス」案件は DGC が新しい化学製品を開発すると期待されている。

DGC の取締役はドゥックザン・ギソン化学品有限会社の設立に関する議決を承認した。同会社の資本金は 1 兆 VND である。同会社はこの案件を 2 段階に分けます。第 1 期案件の投資金は 2 兆 VND である。

DGC によると、第 1 期の利益は 1,920 億ドンを達することができると見込まれた。

同案件の第 1 期重要な製品

	産量 (t)	価 格 (100 万 VND)	収 入 (100 万 VND)	利 益 (100 万 VND)
NaOH 98%	50,000	9.3	465,000	50,000
HCl 35%	15,000	2.3	35,000	7,500
PAC	20,000	4.7	93,000	20,000
Ca(Ocl)2 70%	20,000	24.9	498,000	40,000
Javen 30%	10,000	2.0	20,000	2,000
Cl2 (lỏng) (99%	2,000	6.0	12,000	2,000
Chloramin B	2,000	100	200,000	40,000
合計			1,533,000	191,500

ソース: DGC

(ii) 化学業は参入障壁を持っている業界である。

企業レポート

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

(2) 2020 年の経営活動はポジティブな要素にサポートされている。

BSC は DGC が(i)黄燐消費量は輸出市場で回復している。(ii)投入費用の削減のおかげで、利益率が改善されるという要素によりサポートされると考えております。

(i) 黄燐消費量は輸出市場で回復している。

2020 年 4 ヶ月には、ベトナムラオカイ省での燐輸出額は前年同期比 35%増の 8,560 万ドルを達した。

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

重要な市場へのベトナム燐輸出額

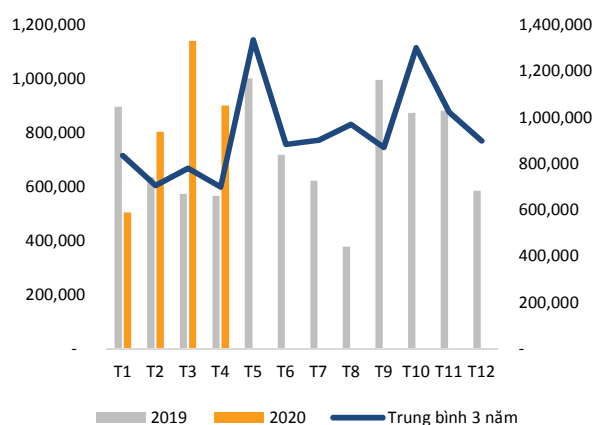
	2020年第1四半期	前年同期比	2020年4ヶ月	前年同期比
ラオカイ	58.27	+18.7%	85.63	+35%
輸出市場				
日本	16.53	-2%	22.54	-4%
インド	14.64	-19%		
韓国	7.47	+15%	10.28	+25%
台湾	5.27	+59%	7.13	+72%

ソース: BSC

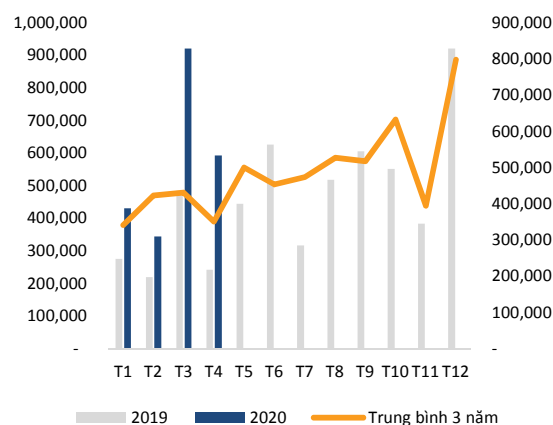
DGC の重要な輸出市場は日本、韓国、台湾と米国である。

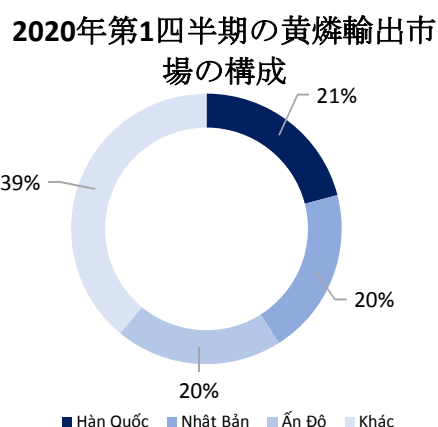
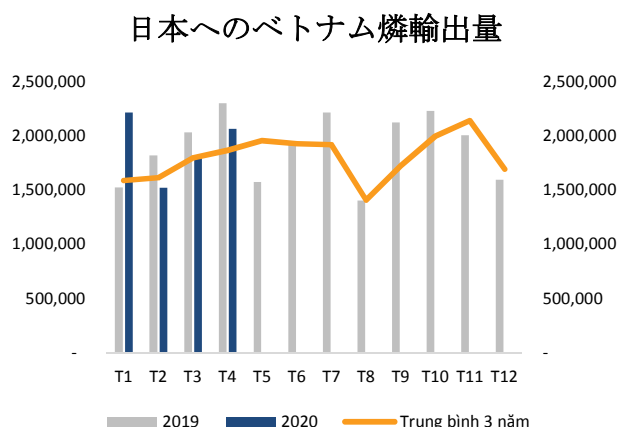
2020 年第 1 四半期の業績は上昇した。DGC の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 30.6%増の 1 兆 5,200 億ドン、同 66.3%増の 1,990 億ドンを達した。

韓国へのベトナム燐輸出量



台湾へのベトナム燐輸出量

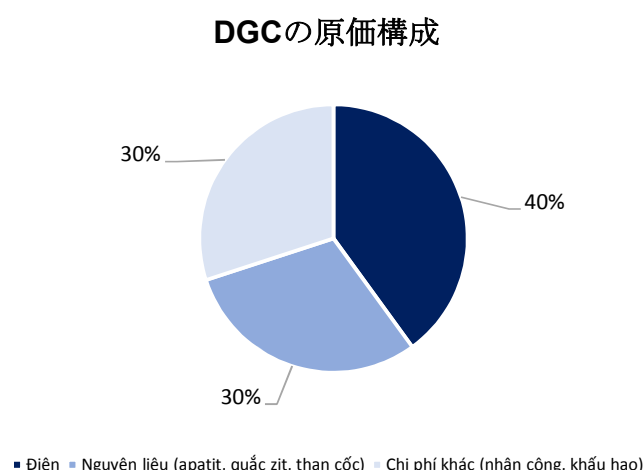




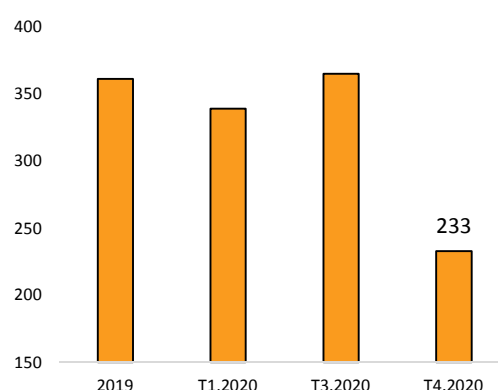
ソース: BSC

(ii) 投入費用が削減したこと及び販売価格が変わらなかったことのおかげで、2020 年第 1 四半期の利益率が改善された。

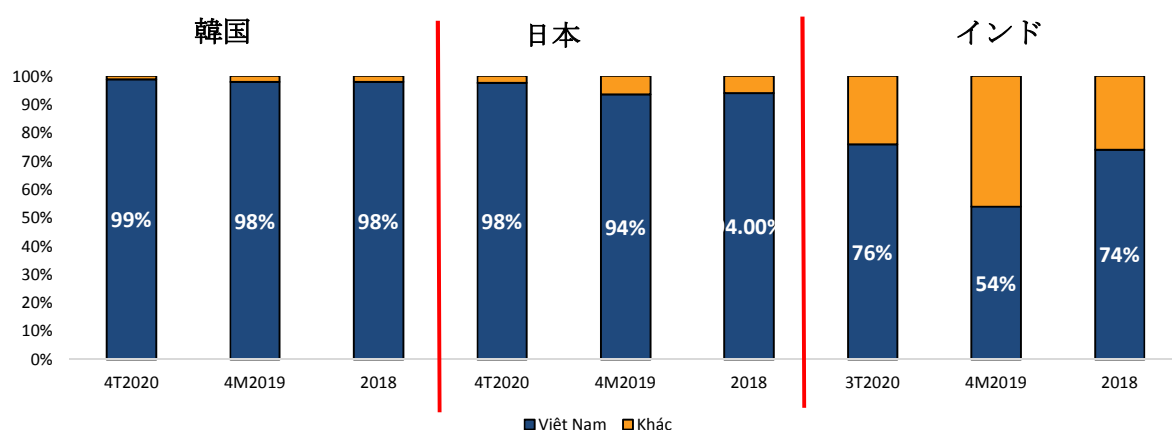
BSC は、DGC が原価の 40%を占めている電気が 4 月と 5 月に 10%を引き下げた、原価の 40%を占めている投入材料価格が前年同期比 28%減少したという投入費用の削減のおかげで、恩恵を受けていると考えております。



ラオカイへ輸入コークス価格 (USD/t)



いくつかの輸出市場でのベトナム黄燐シェア



ソース: 諸国の税関総局

2020 年業績のアップデート。DGC は収入を前年比 19.5%増の 6 兆 840 億ドン、税引前利益を同 5.1%増の 6,000 億ドンと設定しています。しかし、株主総会には、DGC は順調な経営状況のおかげで税引後利益を前年比 22.5%増の 7,000 億ドンに上方修正しています。

2020 年におけるいくつかの製品の生産経営計画

製品	生産量	販売価格	収入	前年同期比
黄燐	48,000	60	2,880	+34%
HPO 85%	30,000	19	570	+9%
WPA 50%	144,000	7	936	0%
MAP 肥料	100,000	7	720	+27%
DCP 添加物	72,000	7	468	+7%
合計			6,085	+20%

ソース: DGC

DGC のホーチミン証取への上場日は 7 月 28 日である。

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

リスク

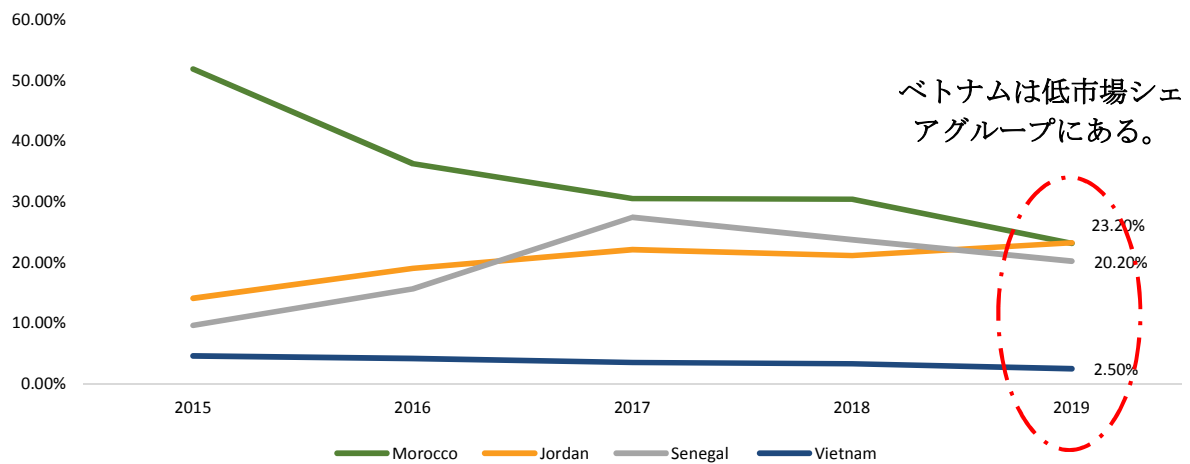
(1) 環境保護の傾向がますます注目されていることにより、政策に関するリスク。

環境問題に関する政府と国民の関心がますます高まっています。そのために、化学産業に関連し、環境に影響を与える案件は、多くの障害に直面し、実施するには多くの時間と労力が必要です。

(2) 「Duc Giang-Nghi Son 化学コンプレックス」案件建設の展開が遅れた。

(3) 輸出市場特にインド市場における肥料製品と競争。

インド市場でのAxit Photphoric製品シェア



ソース: BSC

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

予測と評価

BSC は 2020 年には、DGC の売上高を前年比 23.4%増の 6 兆 2,820 億ドン、税引後利益を同 47.4%増の 8,420 億ドン、EPS を 6,121VND／株、PEfw を 6.4、PBFw を 1.1 と予測しております。

(i) 収入構成:

+ 黄燐の収入は前年比 38.1%増の 2 兆 9,660 億ドンで、総収入の 47.2%を占めている。

+ Axit Photphoric の収入は前年比 10.5%増の 1 兆 6,260 億ドンで、総収入の 25.9%を占めている。

(ii) 2020 年の売上総利益率は 22.3%で、前年同期の 19.8%から増加すると予測された。

(iii) DGC の 2020 年販管費用率は収入の 8.2%を占め、2019 年と相当する。

DGC の 2020 年業績予測

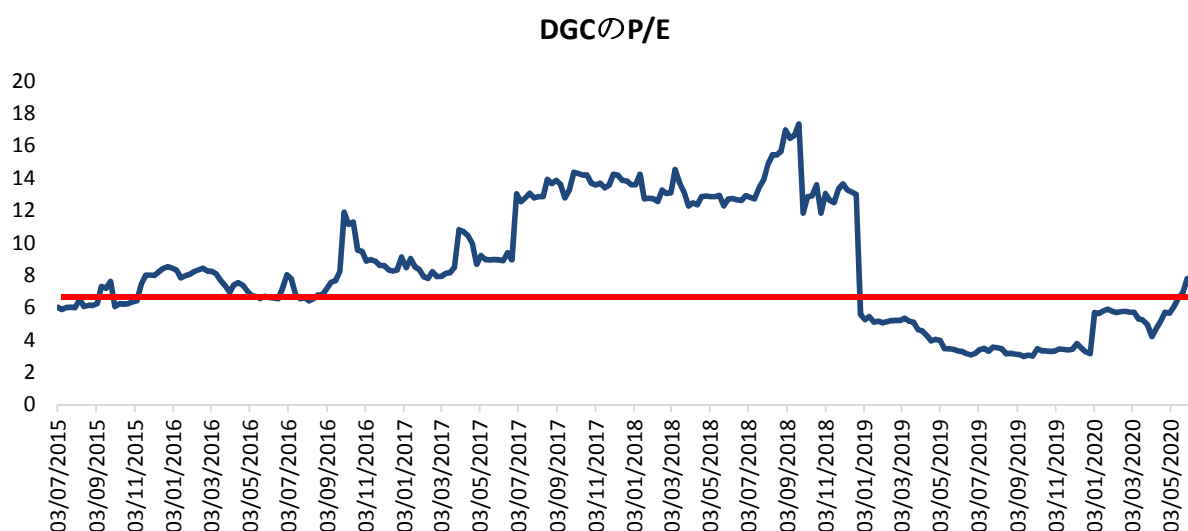
単位:10 億ドン	2018	2019	2020F	2021F
売上高	6,062	5,091	6,282	6,624
前年比	869%	-16%	23%	5%
黄燐の収入	2,497	2,147	2,966	3,026
Axit photphoric の収入	2,047	1,471	1,626	1,888
MAP 肥料の収入	656	564	631	637
DCP 添加物の収入	436	436	512	520
売上原価	(4,694)	(4,084)	(4,880)	(5,163)
アパタイト鉱石			-5%	2%
電気			-2%	2%
コークス			-20%	0%

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

売上総利益	1,367	1,006	1,401	1,461
売上総利益率	22.6%	19.8%	22.3%	22.0%
販売費用	(341)	(314)	(389)	(412)
販売費用率	5.6%	6.2%	6.2%	6.2%
管理費用	(92)	(101)	(124)	(131)
管理費用率	1.5%	2.0%	20%	2.0%
税引前利益	916	599	915	992
税引後利益	882	572	842	912
EPS	7,674	4,241	6,121	6,629

+ PE 方法: 現在、DGC の P/E trailing は 8.7 である。



ソース: Bloomberg

PE 方法	2020	2021	2022
EPS	6,121	6,629	6,539
PE	7.5	7.5	7.5
合理的な価格	45,900	49,900	48,800

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

+ DCF 方法:

	2020	2021	2022	2023	2024
Dòng tiền tự do của công ty	731	625	465	331	452
Tiền và tương đương tiền	770				
Tổng giá trị doanh nghiệp	6,084				
Nợ	735				
Vốn chủ sở hữu	5,349				
Số lượng cổ phiếu	129,363,616				
Giá trị mỗi cổ phiếu	41,400				

Chi phí vốn bình quân	
Rf	7%
Beta	0.7
Ke	12%
Kd	8%
E/A	60%
Tax rate	20%
WACC	10%
g	1%

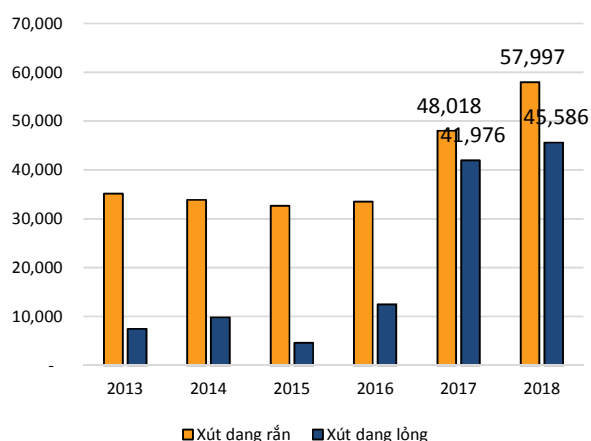
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	41,400	60%	24,840
P/E	45,900	40%	18,360
		Giá mục tiêu	43,200
		Giá hiện tại	39,200
		Upside	10.20%

BSC là DGC の理論価格を 11%増の 4 万 3,200VND／株と評価し、DGC の投資評価を「観察」と推奨しております。

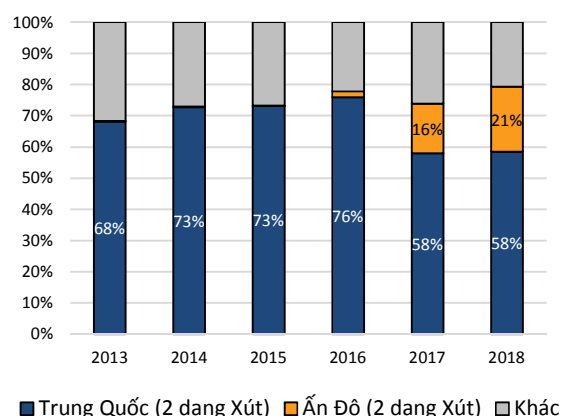
付録: ベトナムでの苛性ソーダ製品

苛性ソーダの消費需要は年を経て増加している。ベトナムでの苛性ソーダ消費量は 35 万t/年であり、年間成長率は 10%上昇している。その時、国内で苛性ソーダ生産量は 15 万t/年である。そのために、中国とインドから苛性ソーダ輸入量は大きな割合を占め、国内製品と直接に競争している。

ベトナムへ苛性ソーダ輸入額(1千 USD)



中国とインドから苛性ソーダ輸入の割合



ソース: Trademap

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC

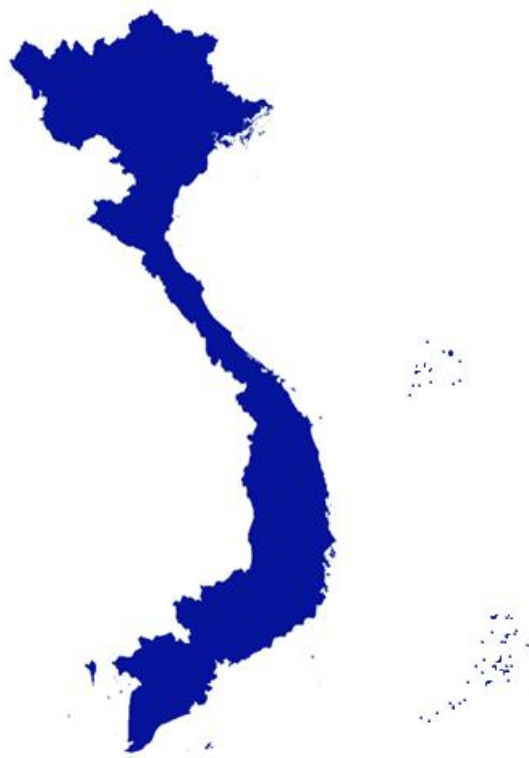
利用規約

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。

企業レポート

DGC_ドックザン化学洗剤株式会社

BSC



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

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

Bloomberg: BSCV <GO>