

業界:肥料業

推奨	観察	ベトロトナム化学肥料社(HSX: DPM)			
現値:	16,900	レポート作成日:	21/10/2020	株主構成	
前理論価格	–	流行中株数(100 万)	391	PVN	59.59%
新理論価格:	17,440	時価総額(10 億ドン)	6.476	Edgbaston	4.82%
配当率	5.9%	過去 6 ヶ月平均売買高:	4,971,101	Nghe An 農業設備	3.93%
上昇率	8.8%	外国人投資家保有率	11.42%	Kwe Beteiligungen AG	1.95%

業界分析:

Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn

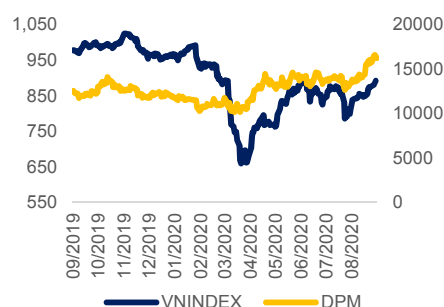
テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

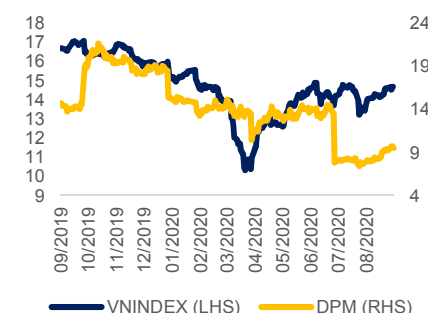
推奨価格: #N/A

損切り値: #N/A

株価の推移



P/E



評価

- BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく DPM 株の理論株価を 2020 年 10 月 21 日の終値比 8.8%増の 1 万 7,440VND/株と評価し、DPM の投資評価を「観察」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2020 年には、DPM の売上高を前年比 3.7%増の 7 兆 9,700 億ドン、税引後利益を同 104.3%増の 7,720 億ドン、EPS を 1,972VND/株、Pefw を 8.6xと予測しております。
- BSC は 2021 年には、DPM の売上高を前年比 6.5%増の 8 兆 4,870 億ドン、税引後利益を同 30.8%減の 5,340 億ドン、EPS を 1,364VND/株、Pefw を 12.4xと予測しております。

投資観点

- 肥料業の企業トップ
- 2020 年の売上総利益率は 22.7%で、前年の 18.25%から増加した。この改善は投入ガスの価格が 14.3%を下落したことから由来した。
- 2020 年末と 2021 年で保険から約 2,000 億ドンの補償を計上する予定。
- 2021 年に税法が改正される場合、変換される税額を期待します。

企業アップデート

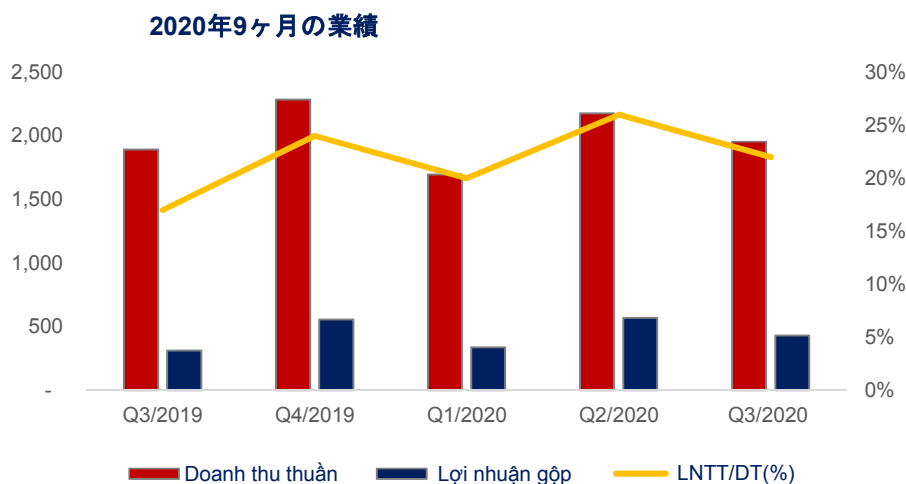
- 2020 年 9 ヶ月には、原材料用ガス価格が大幅に下落し、工場が生産能力を最適化し、輸出量が大幅に増加したのは是年同期に比べて特別な利益をもたらした。2020 年 9 ヶ月には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 8%増の 5 兆 8,950 億ドン、同+2.93 倍増の 5,970 億ドンを達した。
- BSC の推定によると、2020 年尿素肥料販売量は年間計画の 13%を上回るだろう。
- DPM は 2020 年現金配当として 1,000VND/株(額面比 10%)を支払う予定。

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	13.42	8.60	8.42	14.02	収入	9,297	7,684	7,970	8,487

PB (x)	0.69	0.89	0.70	2.01
PS (x)	0.66	0.83	0.70	1.85
ROE (%)	4.6%	9.3%	4.8%	13.6%
ROA (%)	3.3%	6.6%	3.4%	2.4%
EV/ EBITDA (x)	3.35	2.64	5.70	12.44

売上総利益	1,899	1,402	1,807	1,645
税引後利益	700	378	772	534
EPS	1.79	0.97	1.972	1.364
EPS 成長率	0.7%	-46.0%	104.3%	-30.8%
純借入/株主資本	34.9%	40.2%	41.5%	47.6%

2020 年 9 ヶ月の業績アップデート



ソース: DPM, BSC research

2020 年第 3 四半期には、売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 3.3%増の 1 兆 9,550 億ドン、同 195%増の 1,826 億ドンを達した。2020 年 9 ヶ月には、収入は前年同期比 8%増の 5 兆 8,950 億ドン、年間計画の 65%を達成した。また、税引後利益は同 293%増の 5,970 億ドン、年間計画の 137%を達成した。売上総利益率は 23%で、前年同期の 15.7%から増加した。

1) 2020 年 9 ヶ月には、尿素肥料の販売総量は前年同期比 41%増の 64 万 2,000tで、年間計画の 81.3%を達成した。そのうち、尿素肥料の輸出量は同 12 倍増の 6 万 1,000tで、輸出事業の売上総利益率が改善された。売上総利益率の改善は、(1)輸出価格は 1t当たり 268ドル、国内市場より高かった、(2)マーケティング費用と販売費用は国内市場のようにかからないということから由来した。一方、NPK 肥料の販売量は同 22%増の 6 万 9,300tで、年間計画の 60%を達成した。

2020 年 9 ヶ月には、PhuMy 窒素と PhuMyNPK 肥料の平均販売価格はそれぞれ、前年同期比 15%減、同 2%減となった。

2)2020 年 9 ヶ月には、原材料費用の 60%以上占めているガス価格は前年同期比 26%減となったことで、売上総利益率が 23%となった。

BSC の推定によると、2020 年第 4 四半期業績には、利益率は高い水準で維持されるだろう。原因は原材料価格が安い水準で維持され、輸出量が増加し、販売価格が 2020 年第 3 四半期から上方修正されるという恩恵を受けるためだ。しかし、尿素肥料の販売量が前年同期比 37.6%減の 14 万 8,000tと期待されています。

評価

BSC は、2020 年には、DPM の収入を前年比 3.7%増の 7 兆 9,700 億ドン、税引後利益を同 104.3%増の 7,720 億ドン、EPS を 1,972VND/株と予測修正しております。

	仮定	BSC の観点
尿素肥料事業 	・生産量は前年比 12%増の 79 万 5,000tである。 ・消費量は同 14%増の 79 万tである。 ・平均販売価格は同 9.9%減の 6,363VND である。	尿素肥料工場は 2020 年第 4 四半期にメンテナンスを実施する。 生産量と販売価格は 2020 年第 4 四半期に回復する見通しである。
NPK 肥料事業 	・販売量は前年比 31%増の 10 万tで、年間計画の 86%を達成する。 ・NPK 肥料の平均販売価格は同 2%減の 8,587VND である。	NPK 肥料生産工場は 2020 年第 1 四半期にメンテナンスを実施した後、年間生産能力の 40%で安定的に稼働するだろう。
原材料用ガス価格 	・年間平均販売価格は 4.9 USD/MMBTU である。 ・そのうち、FO 石油の年間平均価格は同 30%減の 253 ドルである。輸送費は同 32.9%増の 1.9 USD/MMBTU である。	2020 年上半期には、輸送費用は急増した。

2020 年のガス価格の推定

ガス田	輸送費用	比率	費用の合計
Bach Ho 田及び Rong Doi Moi 田 (*)	1.02	44%	
Cuu Long 堆積盆のガス田	60%		
その他のガス田 (*)	3.22		
Nam Con Son 堆積盆のガス田	40%		1.90
1-3/2020	1.26		
4-12/2020	1.29		
+ 販売費用	0.15	56%	

ソース: BSC Research

DPM の業績予測

単位:10 億ドン	2018A	2019A	2020E	2021F
BSC Equity Research	Bloomberg: RESP BSCV			Trang 3

ブレント石油の価格	72	64	41	50
前年比	59%	-11%	-35%	20%
FO 石油の価格	419	362	253	312
前年比	32%	-13%	-30%	23%
天然ガスの価格	5.93	5.71	4.90	5.66
前年比	26%	-4%	-14%	16%
肥料事業の収入(生産)	6,094	5,559	5,886	6,391
前年比	57.4%	-8.8%	5.9%	8.6%
化学製品事業の収入	581	551	597	609
前年比	108.2%	94.8%	108.3%	102.0%
輸入肥料販売事業の収入	2,720	1,647	1,487	1,487
前年比	8%	-39%	-10%	0%
販売量(1000t)				
Phu My 窒素	812	691	790	800
前年比	102%	85%	114%	101%
Phu MyNPK 肥料	37	77	100	130
前年比		107%	31%	30%
Amoniac NH3	52	58	70	70
前年比	110%	11%	21%	0%
他の化学	54	61	61	61
前年比	9%	13%	0%	0%
輸入肥料販売量	327	205	195	195
前年比	-13%	-37%	-5%	0%
収入	9,297	7,684	7,970	8,487
売上原価	7,398	6,281	6,163	6,842
売上総利益	1,899	1,402	1,807	1,645
販売費用	612	555	574	635
管理費用	486	415	351	443
税引前利益に支払利息	801	432	882	567
(EBIT)				
資産運用による収益	124	140	181	192
財務費用	74	108	105	101
税引前利益	851	464	957	657
法人	158	78	163	111
少数株主持分	13	11	23	12
税引後利益	680	375	772	534
EPS (VND/株)	1,788	965	1,972	1,364
売上総利益率	20.4%	18.2%	22.7%	19.4%
純利益率	7.3%	4.9%	9.7%	6.3%
ROE	8.5%	4.6%	9.3%	6.4%

ソース:財務諸表, EIA, CME Group, BSC Research の予測

BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく DPM 株の理論株価を 2020 年 10 月 21 日の終値比 8.8%増の 1 万 7,440VND/株と評価し、DPM の投資評価を「観察」と推奨しております。

BSC の評価

方法	評価(VND/株)	比率(%)	寄与率(VND/株)
DCF	18,288	50%	9,144
P/E	16,601	50%	8,301
理論価格(VND/株)			17,444
2020 年 10 月 21 日の終値			16,950
配当率			5.9%
TSR			8.8%
P/E			10.0

ソース: BSC Research の予測

評価方法

(1) FCFF 方法 (10 億ドン)		2020	2021	2022	2023	2024
EBIT		882	567	624	674	732
(-) 法人		(150)	(96)	(100)	(105)	(127)
(+) 原価償却		573	583	597	609	630
(-) CAPEX		(107)	(114)	(150)	(183)	(232)
(-) 流動資本の投資増加		(915)	(544)	(206)	(232)	(220)
FCF		283	395	765	763	783
FCF の現価値		276	338	572	500	449
FCF の合計		2,135				
平均資本使用費用(%)		FCFF (10 億ドン)				
Beta	0.77	FCF の現価値				
非リスク金利	5.5%	売却額				
市場リスクプレミアム	12.6%	FCF の現価値の合計				
株主資本費用	15.2%	(+) 現金及び短期投資額				
財務費用	8.7%	(-)短長期的な借入				
法人	16.7%	(-)少数株主持分				
%借入	13.2%	EV				
% 株主資本	86.8%	流行中株数(100 万株)				
WACC	14.2%	株価 (VND/株)				

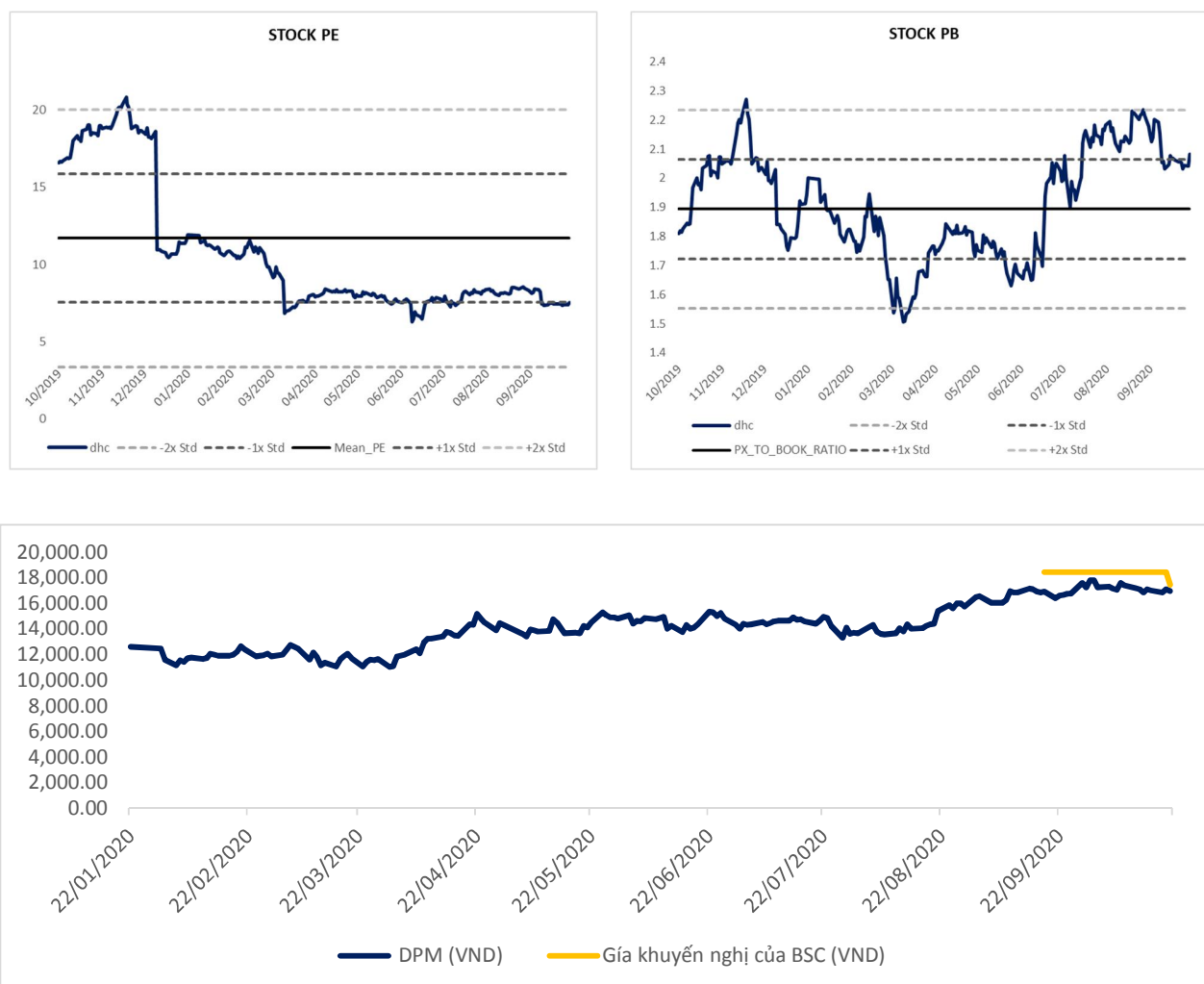
(2)P/E 方法

2020 年の EPS(VND/株)	1,972
目標 P/E(倍)	8.4
2020 年理論価格(VND/株)	16,601

ソース: BSC Research の予測

社名	時価総額 (100 万 VND)	収入 (100 万 VND)	P/E FW	P/E (2019)	P/B (2019)	Net D/E	ROE
Petrovietnam ca mau fertilizer	4,838,716	6,872,618	12.89	10.92	0.76	25%	5.84%
Jordan phosphate mines	6,881,653	20,997,220	9.59	10.45	0.31	36%	3.22%
Sinon corp	6,758,596	13,321,488	13.24	11.88	1.26	60%	9.51%
KG chemical corp	5,740,051	62,662,880	2.19	1.56	0.77	118%	41.38%
National fertilizers ltd	5,519,584	43,075,967	#N/A	5.86	0.92	417%	-8.80%
Fatima fertilizer co ltd	8,264,594	9,670,380	4.86	4.62	0.73	28%	15.5%
Namhae chemical corp	7,865,464	21,423,831	16.16	24.36	0.86	7%	5.5%
DPM	6,476,582	7,683,541	9.9	16.77	0.69	40%	10%
平均	6,552,665	25,432,055	8.42	9.95	0.80	0.99	10.31

ソース: Bloomberg



ソース: BSC Research の予測

評価にまだ入らない観察中要素

- 2020 年末と 2021 年で保険から約 2,000 億ドンの補償を計上する見込み。

2020 年末に保険から約 2,000 億ドンの補償を計上する				
シナリオ	予測			
	2020	2021	2020	2021
収入	7,970	8,487	7,970	8,487
売上総利益	1,807	1,645	1,807	1,645
売上総利益率	22.7%	19.4%	22.7%	19.4%
税引前利益	1,057	759	957	657
純利益	877	630	772	534
EPS	2,242	1,611	1,972	1,364

目標価格	17,931	17,444	
%変動率	2.79%	271	216

ソース: BSC Research の予測

2. 2021 年に税法が改正される場合、変換される税額を期待します

ケース 1: VAT 税律が承認されない

単位:10 億ドン	2020	2021	2022	2023	2024
収入	7,970	8,487	8,849	9,174	9,278
売上原価	6,163	6,842	7,101	7,333	7,367
売上総利益	1,807	1,645	1,748	1,840	1,911
売上総利益率	23%	19%	20%	20%	21%
EBIT	882	567	624	674	732
EPS	1,972	1,364	1,569	1,767	1,925

ソース: BSC Research の予測

ケース 2: VAT 税律が 2020 年末承認される。

単位:10 億ドン	2020	2021	2022	2023	2024
収入	7,970	8,487	8,849	9,174	9,278
売上原価	6,163	6,544	6,803	7,028	7,065
売上総利益	1,807	1,943	2,046	2,146	2,213
売上総利益率	23%	23%	23%	23%	24%
EBIT	882	864	921	980	1,034
EPS	1,972	1,971	2,180	2,394	2,527

ソース: BSC Research の予測

投資リスク

1. 投入ガス価格の変動リスク

EPS と投入ガス価格を変更させる要素の敏感度

FO 石油価格

219	228	240	252	277
-----	-----	-----	-----	-----

輸送費用	1.93	2,274	2,129	1,932	1,736	1,324
	1.90	2,314	2,168	1,972	1,775	1,363
	1.61	2,696	2,551	2,354	2,158	1,745
	1.43	2,930	2,784	2,588	2,392	1,979

ソース: BSC Research の予測

2. 工場稼働リスク
3. 競争リスク

付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	9,297	7,684	7,970	8,487
売上原価	(7,398)	(6,281)	(6,163)	(6,842)
売上総利益	1,899	1,402	1,807	1,645
販売費用	(612)	(555)	(574)	(635)
企業管理費用	(486)	(415)	(351)	(443)
営業利益／損失	801	432	882	567
金融活動収益	124	140	181	192
金融活動費用	(74)	(108)	(105)	(101)
借入費用	(63)	(107)	(105)	(100)
合併・関連会社関連収益	16	1	-	-
他の収益	3	2	-	-
税引前利益	871	467	957	657
法人税額	158	78	163	111
税引後利益	700	378	772	534
少数株主持分	186	95	154	107
少数株主利益等控除利益	514	283	617	427
EBITDA	1,321	994	1,456	1,149
EPS	1.79	0.97	1.97	1.36

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
現金及び現金相当	1,717	2,977	3,161	3,530
短期投資	955	1,035	1,099	1,227
短期未収金	521	289	659	683

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
税引後利益	700	378	772	534
原価償却及び割当て	519	562	573	583
流動資本変更	(754)	782	(796)	(181)
他の修正	(233)	(187)	153	171
営業活動からキャッシュフロー	381	1,759	725	1,118
固定資産購入額	(891)	(118)	(107)	(114)
他の投資金	69	63	-	-
投資活動からキャッシュフロー	(822)	(54)	(107)	(114)
配当金	(783)	(402)	(391)	(391)
借入から金額	578	(43)	22	(116)
他の未収金	-	-	-	-
金融活動からキャッシュフロー	(204)	(445)	(370)	(508)
初期キャッシュフロー	2,362	1,717	2,977	4,260
中期キャッシュフロー	(645)	1,260	1,283	496
最後期キャッシュフロー	1,717	2,977	4,260	4,757
—				

指数(%)	2018	2019	2020F	2021F
支払能力				
流動比率	3.4	2.9	3.4	3.4
当座比率	2.1	2.1	2.4	2.4

棚卸資産	1,663	1,351	1,604	1,781
その他流動資産	317	292	303	322
他流動資産	5,172	5,944	6,826	7,543
有形資産	12,793	12,782	12,909	13,338
原価償却	(7,480)	(7,991)	(8,564)	(9,147)
建設中非流動資産	137	146	146	-
長期投資	250	240	229	219
他の非流動資産	262	320	330	349
非流動資産	5,962	5,496	5,050	4,758
総資産	11,134	11,440	11,876	12,301
買掛金	1,202	1,441	1,278	1,381
短期借入	202	177	143	147
他の短期借入	110	442	597	703
短期借入総額	1,514	2,061	2,018	2,232
長期借入	1,032	1,064	1,120	999
他の長期借入	334	155	305	734
長期借入	1,365	1,218	1,424	1,733
負債総額	2,879	3,279	3,442	3,965
出資金	3,914	3,914	3,914	3,914
株式会社化による資本剰余金	21	21	21	21
未処分利益	657	566	668	704
他の株主資本	3,495	3,495	3,497	3,497
少数株主持分	168	165	188	200
株主資本総額	8,255	8,161	8,289	8,336
総資本	11,134	11,440	11,731	12,301
流行中株数	391	391	391	391

資本構成

負債比率/総資産	25.9%	28.7%	29.3%	32.2%
負債比率/株主資本	34.9%	40.2%	41.5%	47.6%

稼働能力

棚卸資産回転期間	82.0	78.5	95.0	95.0
売掛金回収期間	16.6	11.4	17.0	17.0
買掛金回収期間	20.5	27.8	18.0	18.0
現金回転率	78.1	62.0	94.0	94.0

利益性

売上総利益率	20%	18%	23%	19%
税引後利益率	8%	5%	10%	6%
ROE	8%	5%	9%	6%
ROA	6%	3%	7%	4%

評価

PE	9.5	17.6	8.6	12.4
PB	0.9	0.9	0.9	0.9

成長率(前年同期比)

売上高	16%	-17%	4%	6%
税引後利益	20%	-46%	104%	-36%
税引前利益	2%	-46%	105%	-31%
EPS	12%	-45%	118%	-31%

ソース:BSC Research.

テクニク分析

DPM – ベトロベトナム化学肥料社

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 上昇傾向
- ・MACD 指標: シグナル線の上にある。
- ・RSI 指標: 買われ過ぎを上回っている。
- ・MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

評価:

DPM は 5 月から 7 月まで横に推移した後、上昇している傾向にある。テクニク指標はポジティブな状態をサポートしている。DPM の売買高は直近の数日に高い水準で維持している。しかし、RSI 指標が買われ過ぎゾーンを上回ったことで、中期的な上昇傾向は間もなく終える可能性がある。最近のサポート線は株価の 16 である。BSC の評価によると、DPM は今後横に推移する期間に入る可能性がある。

推奨: 投資家は現時点で利益確定売ることができ、市場の動きを観察するべきだ。



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>

