

業界：肥料業

ベトロトナム化学肥料社 (HSX: DPM)
肥料業の新しい機械

推奨

買い

現値:	19,100
前理論価格:	18,440
新理論価格:	23,030
配当率:	7.9%
上昇率:	20.6%

レポート作成日:	11/03/2021
流行中株数(100 万)	391
時価総額(10 億ドン)	7,474
過去 6 ヶ月平均売買高:	3,369,240
外国人投資家保有率	12.9%

株主構成	
PVN	59.59%
Nghe An 農業設備	3.93%
Edgbaston	3.73%

業界分析:

Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn

テクニク分析:

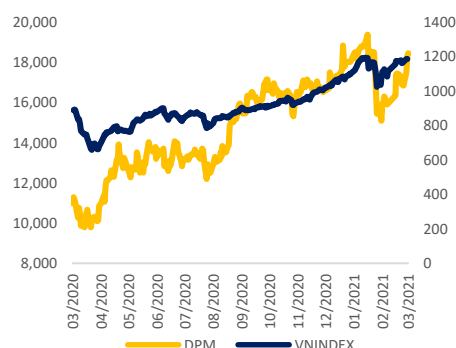
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

推奨価格:	21,500 VND
損切り値:	17,000 VND

評価

BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく、(1) 2021 年 2 ヶ月に価格変動によると、FO 石油価格及び尿素肥料価格が上昇する、(2) 尿素肥料の販売量が 2021 年第 2 四半期に工場保守計画により、前年同期比 -4.5% 減となる、(3) PE 目標が 11.8x に上方修正されるという仮定を変更したため、DPM 株の理論株価を 2021 年 3 月 10 日の終値比 20.6% 増の 2 万 3,030VND/株と評価し、DPM の投資評価を「買い」と推奨しております。

株価の推移



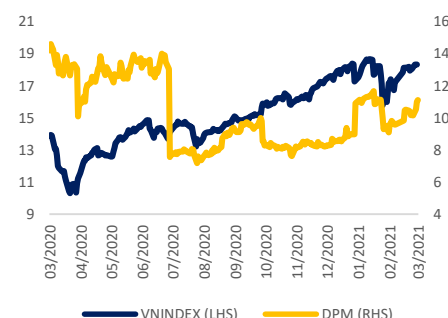
業績予測

BSC は 2021 年には DPM の売上高を前年比 26.9% 増の 9 兆 8,460 億ドン、税引後利益を同 24.7% 増の 8,650 億ドン、EPSfw を 1,942VND/株、PEfw を 9.8、PBfw を 0.98x と予測しております。

投資観点

- 売上総利益率の改善は販売価格が原材料価格より高い水準で維持すると期待から由来する。2021 年には、原油価格が増加し、肥料需要からのポジティブなシグナルを維持する。
- 観察中要素は評価に入られていない:
 - (1) 保険賠償金による特別な利益を計上する。
 - (2) 2021 年に改正税法が承認されると、還付される税に期待する。

P/E



テクニク観点

投資家は株価の 21.5 で買い、株価の 17 で損切ることを検討するべきだ。

リスク

- 投入ガスの価格が予測値より早く上昇し、販売価格が期待水準より低い調整する。
- 工場の生産能力は定期メンテナンスにより、期待に比べてより低いです。

企業アップデート

- 2020 年の収入と税引後利益は投入ガス価格の急落、肥料輸出需要の増加のおかげで、それぞれ前年比 1%増の 7 兆 7,620 億ドン、同+83%増の 6,930 億ドンを達した。また、DPM は 2020 年第 4 四半期に保険賠償金から 2,000 億ドンうちの 900 億ドンの特別な利益を受けた。
- DPM は 2021 年業績目標を慎重に設定する。それによると、DPM の 2021 年業績目標は売上高が 8 兆 3,310 億ドン、税引後利益が 3,650 億ドン、尿素肥料の生産量が 2021 年第 2 四半期の定期メンテナンス計画により77万tに設定されている。

2020	2021	Peer	VN-Index
12.3	9.8	11.73	14.7
1.01	0.99	0.79	2.0
0.96	0.76	0.3	1.5
8.4%	10.3%	4.8%	14%
6.1%	6.9%	3.4%	2%
6.14	4.69	9.52	11.5

	2019	2020	2021	2022
売上高	7,684	7,762	9,846	10,424
売上総利益	1,402	1,730	2,329	2,318
税引後利益	378	693	865	845
EPS	863	1,557	1,942	1,898
EPS 成長率	-44.4%	80.4%	24.7%	-2.3%
純借入/株主資本	40.2%	36.9%	49.7%	54.1%

企業アップデート

(10 億ドン)	2020 年第 4 四 半期	2019 年第 4 四 半期	前年 比	2020 年	2019 年	前年 比	2021 年計 画	2020 年業績
売上高	1,930	2,285	-15%	7,762	7,683	+1%	8,331	2020 年: 売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 1%増の 7 兆 7,620 億ドン、同
売上総利益	387	557	-30%	1,730	1,402	+23%		

販売費用	-235	-202	+16%	-654	-554	+18%	
管理費用	-148	-96	+54%	-409	-415	-2%	
資産運用による収益	62	59	+5%	179	140	+28%	
財務費用	-19	-26	-27%	-93	-108	-14%	
他利益	86	-4		95	1		
税引前利益	133	290	-54%	850	467	+82%	437
税引後利益	103	237	-56%	693	378	+83%	365

+83 % 増 の 6,930 億ドン を達した。売上総利益率が (1) 尿素肥料の販売量が前年比+19.7%増となり、(2) 投入ガスの価格が-17.2%減となったことのおかげで、16.8%から 21%に上昇した。

2020 年第 4 四半期には、売上高と税引後利益がそれぞれ、前年同期比-15%減の 1 兆 9,300 億ドン、同-56%減の 1,030 億ドン を達した。

- 2020 年第 4 四半期には、投入ガス価格が大幅に上昇した。
- 広告費、プロモーション費、輸送費、倉庫賃貸料が上昇したことで、販売費用が前年同期比+22%増となった。
- 一般的な管理費用が前年比+81%増となったのは社員費用及び研究開発基金の 200 億ドン を計上したことから由来した。
- DPM は 2020 年第 4 四半期に保険賠償金の 2,000 億ドンから特別な利益の 900 億ドン を計上した。残り分は 2021 年に計上される見込みです。

他のアップデート

- DPM は 2021 年業績目標を慎重に設定した。それによると、DPM の 2021 年業績目標は売上高が 8 兆 3,310 億ドン、税引後利益が 3,650 億ドン、尿素肥料の生産量が 2021 年第 2 四半期の定期メンテナンス計画により 77 万 t に設定されている。
- 2020 年第 1 次現金配当計画は、基準日が 2021 年 2 月 19 日、割当比率が 700VND/株である。

販売量 (,000t)

尿素肥料	827	680	+20%	770
NPK 肥料	94	76	+23%	140
自営	179	200	-13%	106

ソース: BSC Research

2021 年見通しー肥料業の新しい機会

BSC は 2021 年には DPM の売上高を前年比 26.9%増の 9 兆 8,460 億ドン、税引後利益を同 24.7%増の 8,650 億ドン、EPSfw を 1,942VND/株、PEfw を 9.8、PBfw を 0.98xと予想しております。この予想は販売価格が原材料価格より早く上昇することで、売上総利益率が 22.3%から 23.7%に上昇するという仮定に基づく。

Phu My 肥料事業による収入は前年比+27.3%増となると期待されている。

(1)Phu My 肥料販売量は 2021 年第 2 四半期の工場定期メンテナンス計画により前年比-4%減、年間計画の 3%を上回る可能性がある。肥料需要が増えると予想されるだろう。

(2)2021 年の原油価格が前年比+27%増となるが、尿素肥料価格が前年比+29%増となることで、売上総利益率が 23.7%で、22.3%から増加すると仮定されている。

2015 年～2019 年の期間における肥料価格の成長余地が供給源過剰に殆どなかった。具体的には(1)多くの肥料生産工場が稼働を開始し、能力を向上したが、(2)エルニーニョ現象が作物に影響を与え、栽培地の面積が狭くなったことで、需要が減少したということです。

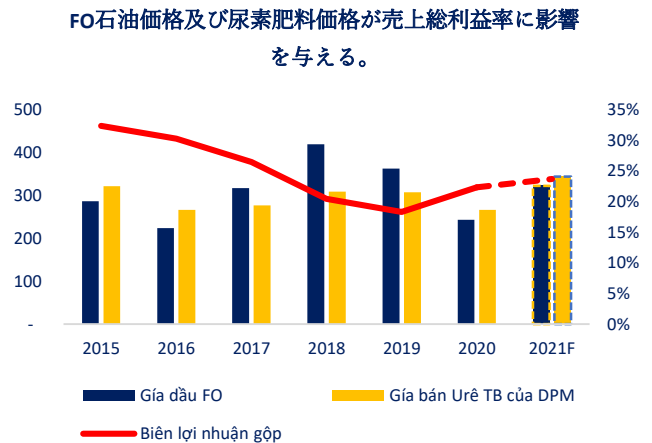
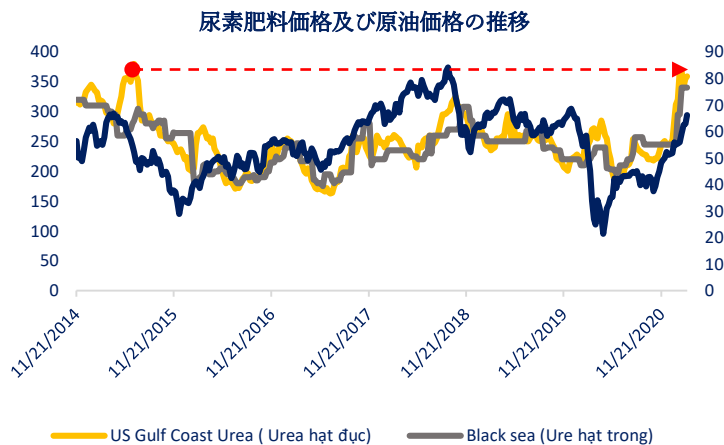
2021 年には、肥料価格は上昇すると予測されている。この原因は(1)新型コロナウイルス感染症の流行により、中国などの主要な国々で供給源が中断されているが、(2)新型コロナウイルス感染症中後の食料安全保障政策及び順調な気候のおかげで肥料需要が増えるということです。さらに、原材料価格及び輸送費が上昇することで、世界肥料価格が 2020 年平均価格より軒並み上昇し、特に 2021 年 2 ヶ月の価格が 2015 年の最高値を上回った。具体的には尿素肥料価格が前年比+42%増、DAP 肥料価格が同+46%増、MAP 肥料価格が同+32%増となった。

国内の尿素肥料価格は世界尿素肥料価格と共に上昇し、2020 年の平均価格より+42%増の 1 キロ当たりの 8,500 ドン～9,300 ドンに引き上げた。

(1)順調な気候のおかげで、栽培が勧められ、食用作物の生産量が増加することで、国内肥料需要及び輸出需要が増えている。2020 年末の国内肥料在庫量が前年比-39%減となった。

(2)FO 原油価格は 2020 年平均価格に比べて+40%増の 1 バレル当たり 340 ドルですが、値上げ幅が肥料価格より狭くなった。

しかし、BSC によると、販売価格が現水準で維持する可能性は低いですが、2021 年第 3 四半期～第 4 四半期には、下落する可能性がある。そのために、肥料価格が 1 キロ当たり 7,900 ドンという直近の 5 年間最高値に推移すると予測されている。



ソース: Bloomberg, DPM, BSC Forecast

DPM の業績予測

単位: 10 億ドン	2020E	2021F	2022F
FO 石油価格 (USD/MMBTU)	253	322	345
前年比	-30%	27%	7%
天然ガス価格(USD/MMBTU)	4.73	5.71	6.01
前年比	-17%	21%	5%
肥料事業の収入	5,865	7,464	8,021
前年比	5.5%	27.3%	7.5%
化学製品事業の収入	727	700	702
前年比	131.9%	96.3%	100.2%
輸入肥料販売事業の収入	1,276	1,816	1,843
前年比	-23%	42%	1%
販売量(1000t)			
尿素肥料	827	790	798
前年比	20%	-4%	1%
NPK 肥料	94	130	170
前年比	23%	38%	31%
輸入肥料	171	189	189
前年比	-16%	10%	0%
収入	7,762	9,846	10,424
売上原価	6,032	7,517	8,107
売上総利益	1,730	2,329	2,318
販売費用	655	801	848
管理費用	409	520	550
税引前利益に支払利息(EBIT)	666	1,008	919
資産運用による収益	180	190	219
財務費用	93	115	111

税引前利益	753	1,083	1,027
法人税	147	199	164
少数株主持分	10	19	18
税引後利益	596	865	845
EPS (VND/株)	1,557	1,942	1,898
売上総利益率	22.3%	23.7%	22.2%
純利益率	7.7%	8.8%	8.1%
ROE	8.4%	10.3%	9.9%

ソース: BSC Research の予測

評価

BSC は DCF 方法と PE 方法を基づく、(1)2021 年 2 ケ月に価格変動によると、FO 石油価格及び尿素肥料価格が上昇する、(2)尿素肥料の販売量が 2021 年第 2 四半期に工場保守の予定により、前年同期比-4.5%減となる、(3)PE 目標が 11.8x に上方修正されるという仮定を変更した後、DPM 株の理論株価を 2021 年 3 月 10 日の終値比 20.6%増の 2 万 3,030VND/株と評価し DPM の投資評価を「買い」と推奨しております。

方法	評価 (VND/株)	比重(%)	寄付率(VND/株)
DCF	23,143	50%	11,571
P/E (PE 目標が 11.8x)	22,918	50%	11,459
理論価格(VND/株)			23,030
2021 年 3 月 10 日の終値			19,100
配当率			7.9%
TSR			20.6%
P/E			11.83
DCF 方法			
平均資本使用費用(%)		FCFF (10 億ドン)	
Beta	0.80	FCF の現価値	3,022
非リスク金利	3.5%	売却額	4,799
市場リスクプレミアム	10.7%	FCF の現価値の合計	7,821
株主資本費用	12.1%	(+)現金及び短期投資額	2,634
財務費用	8.7%	(-)短長期的な借入	(1,379)
法人	18.4%	(-)少数株主持分	(19)
%借入	11.3%	EV	9,057
% 株主資本	88.7%	流行中株数(100 万株)	391
WACC	11.5%	株価 (VND/株)	23,143

P/E 方法			
2021 年の EPS (VND/CP)			1,942

P/E 目標(倍)

11.8

2021 年理論価格(VND/株)

22,918

ソース: BSC Research

時価総額別肥料企業

銘柄	社名	証券取引所	時価総額((100万 VND)	P/E (TTM)	P/B (TTM)	P/S (TTM)	EV/EBITDA
DCM	ペトロベトナム・カマウ肥料株式会社	HOSE	7,914.53	11.92	1.26	1.05	4.35
DPM	ベトロベトナム化学肥料社	HOSE	7,161.42	10.33	0.89	0.92	5.13
DHB	ハバク化学肥料株式会社	UPCOM	1,959.84	-1.34		0.70	40.04
DDV	DAP – Vinachem 株式会社	UPCOM	1,784.00	109.72	1.40	0.95	9.39
BFC	ビンディエン肥料株式会社	HOSE	1,137.64	8.52	1.17	0.21	6.27
LAS	ラムタオ化学肥料株式会社	HNX	1,015.71	133.78	0.82	0.44	9.66
SFG	南部肥料株式会社	HOSE	440.18	156.11	0.79	0.32	28.67
VAF	バンディエン溶成リン肥会社	HOSE	376.65	17.43	0.82	0.51	10.79
QBS	クアンビン輸出入株式会社	HOSE	185.80	-3.23	0.29	0.15	-25.93
PSW	西南部ペトロベトナム化学肥料株式会社	HNX	151.30	18.08	0.77	0.09	23.63
NFC	ニンビン・リン酸肥料株式会社	HNX	124.28	13.56	0.68	0.29	5.87
PCE	ペトロベトナム中部化学肥料株式会社	HNX	103.00	8.03	0.64	0.06	13.57
PSE	ペトロベトナム中南部化学肥料株式会社	HNX	97.50	11.55	0.63	0.05	10.95
HPH	フンファット・ハバック化学品株式会社	UPCOM	40.32	13.50	0.40	0.53	3.84
HSI	生物化学肥料総合物資株式会社	UPCOM	19.53	-30.11	43.15	0.11	18.31
DCI	ダナン化学工業ダナン化学工業株式会社	UPCOM	2.84	0.39	0.09	0.01	0.29
平均			281.23	11.73	0.79	0.30	9.52

ソース: Fiin Pro

2021 年 3 月に第 11 回議会で VAT 税律が承認されれば、変換される税額を期待されている。

ベトナム財務省が 2021 年 3 月に第 11 回の議会で肥料製品に対する付加価値税(VAT)について現行の全額免除から5%課税への変更を国会決議草案に盛り込むと期待されている。BSC によると、この出来事が 2021 年～2024 年期間の原価に影響を与える可能性がある。

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	7,762	9,846	10,424	10,848	11,155
売上総利益	1,730	2,329	2,318	2,315	2,259
売上総利益率	22.3%	23.7%	22.2%	21.3%	20.3%
EBIT	666	1,008	919	860	763
EPS	1,557	1,942	1,898	1,871	1,785
P/E 方法 (ドン)	22,918				

ソース: BSC Research の予測

ケース 2: VAT 税律が承認される。

BSC は DPM が 2,860 億ドンの VAT を還付されるのが DPM の 2021 年売上総利益率にポジティブな影響を与えると期待しております。

***販売価格が 1 キロ当たり 7,900 ドンで、ケース 1 の価格と比べて変動しない。

単位:10 億ドン	2020	2021	2022	2023	2024
収入	7,762	9,846	10,424	10,848	11,155
売上総利益	1,730	2,614	2,622	2,639	2,604
売上総利益率	22%	27%	25%	24%	23%
EBIT	666	1,294	1,223	1,184	1,108
EPS	1,553	2,538	2,549	2,565	2,523
P/E 方法 (ドン)	29,946				

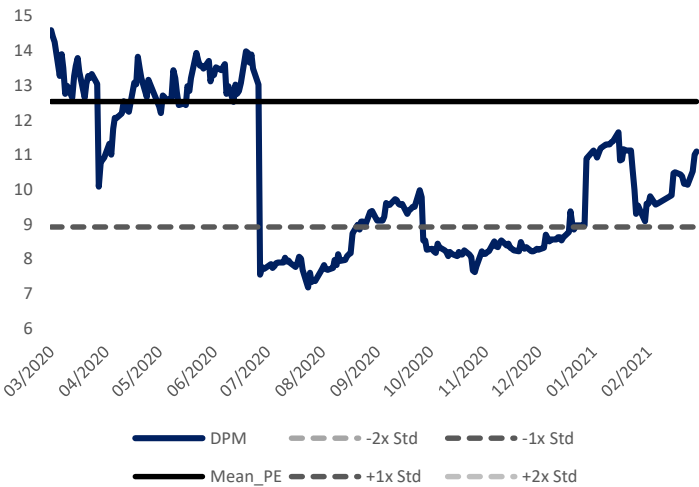
ソース: BSC Research 予測

*** 販売価格がケース 1 の価格と比べて 5%減となる。

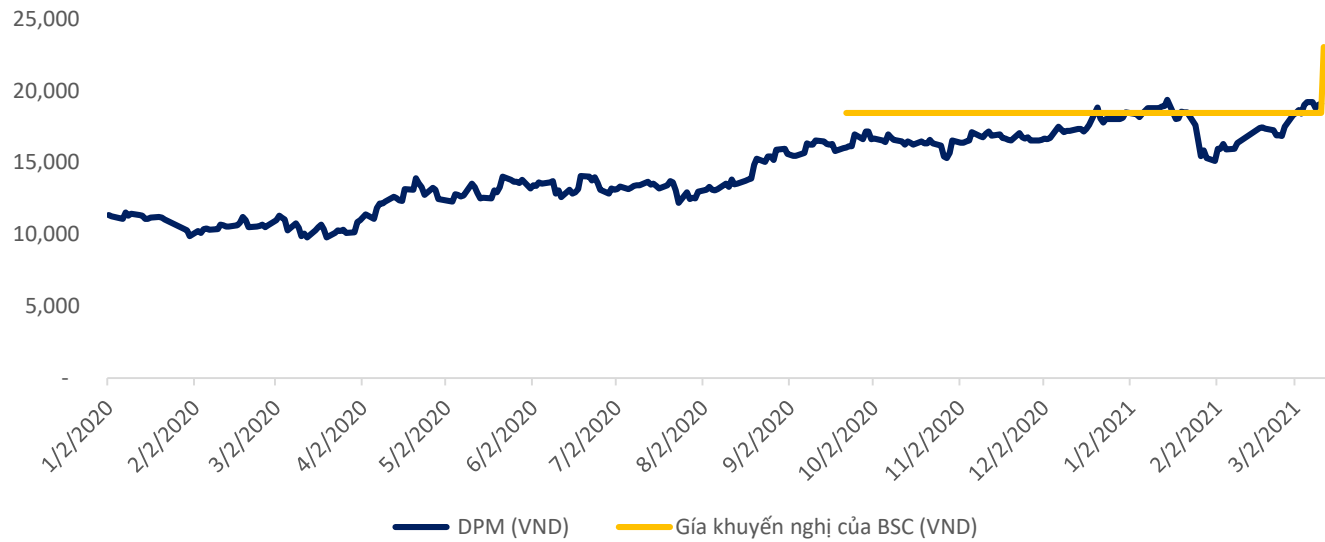
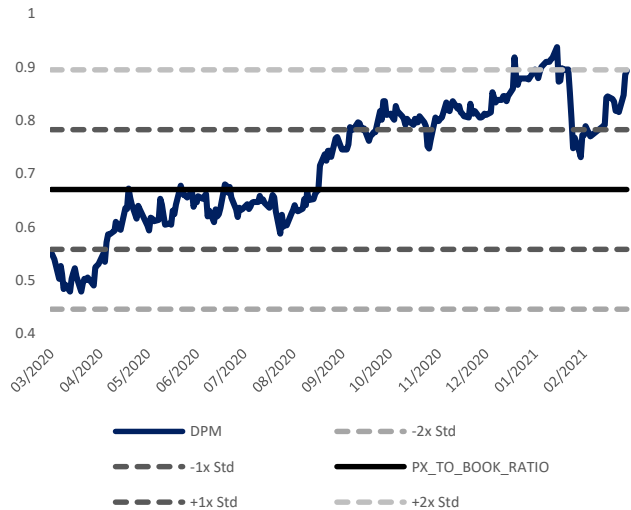
単位:10 億ドン	2020	2021	2022	2023	2024
収入	7,762	9,449	10,018	10,432	10,729
売上総利益	1,730	2,317	2,319	2,330	2,287
売上総利益率	22%	25%	23%	22%	21%
EBIT	666	1,050	975	930	848
EPS	1,553	2,101	2,073	2,055	1,980
P/E 方法(ドン)	24,795				

ソース: BSC Research の予測

STOCK PE



STOCK PB



テクニク分析
目標値: 21,500VND

損切り値 : 16,920VND

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 上昇傾向
- MACD 指標: シグナル線の下にある。
- RSI 指標: レベル 50 を上回った。
- MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

DPM は去年の 4 月から中期的な上昇している傾向にあり、エリオット波動の上昇第 3 波に間もなく入る。直近の数週に、売買高が増加していた。テクニク指標は状態が明暗で分かれたが、RSI 指標が増加したいるが、買われ過ぎゾーンにまだ入らないことで、DPM がフィボナッチ 78.6%を上回る可能性がある。中期には、DPM が株価の 20 に迫る可能性がある。

推奨: 投資家は株価の 21.5 で買い、株価の 17 で損切ることを検討するべきだ。



ソース: BSC, PTKT iTrade

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>

