

推奨

買い

ペトロベトナム・カマウ肥料株式会社(HSX: DCM)

2021年に明るい見通しを期待

現値:	17,450	レポート作成日:	1/4/2021	株主構成	
前理論価格:	-	流行中株数(100万)	529.4	PVN	75.56%
新理論価格:	21,100	時価総額(10億ドン)	9,159	PVFCG	8.43%
配当率:	3.5%	過去6ヶ月平均売買高:	4,134,200		
上昇率:	20.9%	外国人投資家保有率	2.44%		

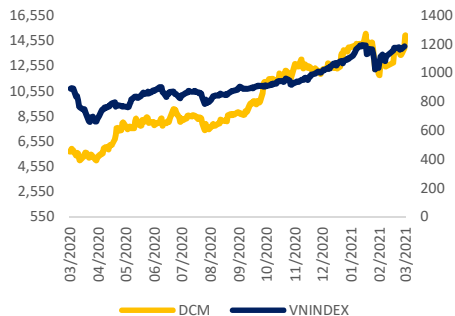
業界分析:

Phạm Thị Minh Châu  
[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức  
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)  
 目標値: 20,370VND  
 損切り値: 12,270VND

株価の推移



評価

BSCはDCF方法とPE方法を基づく、DCM株の理論株価を2021年3月31日の終値比20.9%増の2万1,100VND/株と評価し、DCMの投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSCは2021年にはDCMの売上高を前年比23.5%増の9兆4,930億ドン、税引後利益を同34.3%増の8,880億ドン、EPSfwを1,366VND/株、PEfwを13x、PBfwを1.4xと予測しております。

投資観点

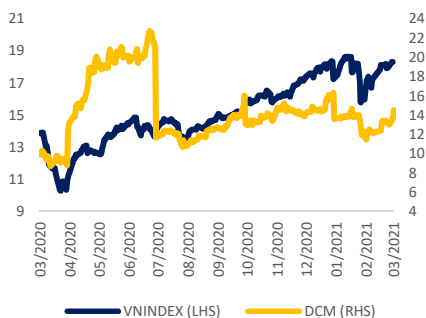
- 売上総利益率の改善は販売価格が原材料価格より高い水準で維持すると期待から由来する。2021年には、原油価格が増加し、肥料需要からのポジティブなシグナルを維持する。
- カマウ肥料工場は殆どの減価償却が2024年に完了し、DCMの純利益が前年比125.9%増加すると見込まれた。
- 2021年に改正税法が承認されると、還付される税に期待する。

P/E方法を基づく、

- 基本シナリオ: 2021年の目標価格は1万8,440VND/株である。
- 付加価値税(VAT)を調整する。
  - 慎重なシナリオには、2021年の目標価格は2万2,210VND/株である。
  - 最も理想的なシナリオには、2021年の目標価格は2万8,070VND/株である。

- 観察すべきな情報: ペトロベトナムグループ(Vietnam National Oil and Gas Group=PVN)はDCMからの出資金を回収する見込

P/E



みです。NPK 肥料工場が 2021 年に稼働する。NPK 肥料工場の合併買収 (M&A) を実施する。有機肥料生産工場を投資する。

### テクニク観点

投資家は株価の 20~20.5 で利益確定売り、株価の 12.5 で損切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及び肥料輸出需要の増加のおかげで、それぞれ前年比 7%増の 7 兆 5,630 億ドン、同+56%増の 6,650 億ドンに達した。
- DCM の 2021 年業績計画。DCM は売上高を 7 兆 8,390 億ドン、税引後利益を 1,970 億ドン、尿素肥料の生産量を 86 万tと設定しております。

	2020	2021	Peer	VN-Index
PE (x)	17.2	12.8	11.73	14.7
PB (x)	1.5	1.4	0.79	2.0
PS (x)	1.2	1.0	0.3	1.5
ROE (%)	10.4%	13.5%	4.8%	14%
ROA (%)	7.6%	9.9%	3.4%	2%
EV/ EBITDA (x)	2.5	1.9	9.52	11.5

	2021F	2022F	2023F	2024F
売上高	9,335	9,651	9,996	10,299
売上総利益	1,742	1,683	1,600	2,607
税引後利益	888	810	705	1,592
EPS	1,366	1,246	1,084	2,450
EPS 成長率	34.3%	-8.8%	-13.0%	125.9%
純借入/株主資本	35.9%	35.6%	36.7%	33.5%

### 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	2,258	2,111	+7%	7,563	7,043	+7%	7,839	売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 7%増の 7 兆 5,630 億ドン、同+56%増の 6,650 億ドンに達した。売上総利益率は 13.6%から 18.3%に上昇した。この上昇の原因は下記の通りです。  ● 尿素肥料の平均価格が前年比-10%減、販売量が同+20.6%増となったのはアジアの
売上総利益	446	300	+48%	1,312	959	+37%		
販売費用	-106	-128	-17%	-368	-364	+1%		
管理費用	-136	-56	+143%	-299	-201	+49%		

資産運用による収益	33	22	+50%	128	127	+1%		<p>国々の需要が高まったことで、輸出量が増加したから由来する。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>原油価格が下落した背景に、浮動ガス価格の新政策のおかげで、ガス平均価格は前年比-24.2%下落した。</li> </ul>
財務費用	-8	-12	-33%	-63	-103	-39%		
税引前利益	230	127	+81%	719	463	+55%	210	
税引後利益	207	119	74%	665	427	+56%	197	<p>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+7%増の2兆2,580億ドン、同+74%増の2,070億ドンに達した。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>販売量が前年比+15%増となった。</li> <li>尿素肥料価格が新型コロナウイルス感染症の流行及び天候により、前年比低い水準で維持した。</li> <li>投入ガス価格は前年比+3%上昇した。</li> </ul>
尿素肥料(,000t)				931	801	+16%	860	<p>BSCはDCMの2021年業績計画がかなり慎重だと評価している。それによると、売上高が7兆8,390億ドン、税引後利益が1,970億ドン、尿素肥料の生産量が86万tに設定されている。</p>

## 2021年見通し—2021年に明るい見通しを期待

BSCは2021年にはDCMの売上高を前年比23.5%増の9兆4,930億ドン、税引後利益を同34.3%増の8,880億ドン、EPSfwを1,366VND/株、PEfwを13x、PBfwを1.4xと予測しております。この予測は(1)2021年に販売価格が原材料価格より高い水準で維持することで、売上総利益率が17.4%から18.7%に上昇する、(2)2024年の売上総利益率が25.3%に達するのはカマウ肥料工場の減価償却が終わることのおかげで、DCMが前年比減価償却費の1兆2,000億ドンを削減するという仮定から由来する。

BSCは尿素肥料事業の収入が19.2%増となると期待しております。

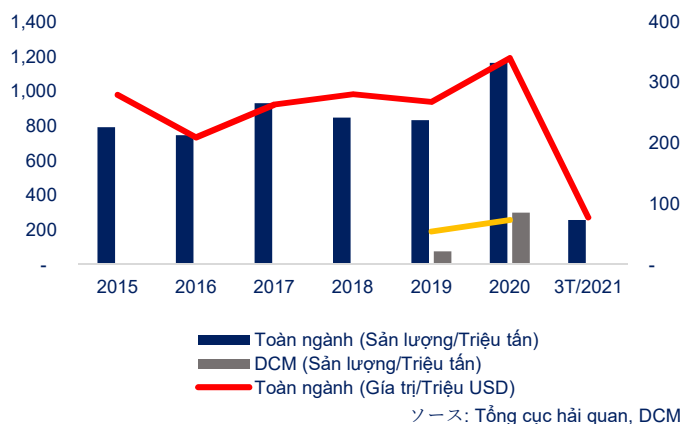
(1)尿素肥料の販売量は前年比5%減少するが、年間計画の12%を上回ると予測された。この減少は尿素肥料生産工場がNPK費用を生産するために投入材料としてカマウ尿素の利用を強化していることから由来した。2021年上半期に、肥料需要は引き続きプラス成長すると予測された。

(2)2021年の尿素肥料の販売価格が前年比+25%増、売上原価の40%を占めている投入原材料価格より高くなる。そのために、仮定された売上総利益率が17.4%から18.66%まで上昇する。この変更はブレント原油価格及び2021年2ヶ月の尿素価格について仮定を基づいた。

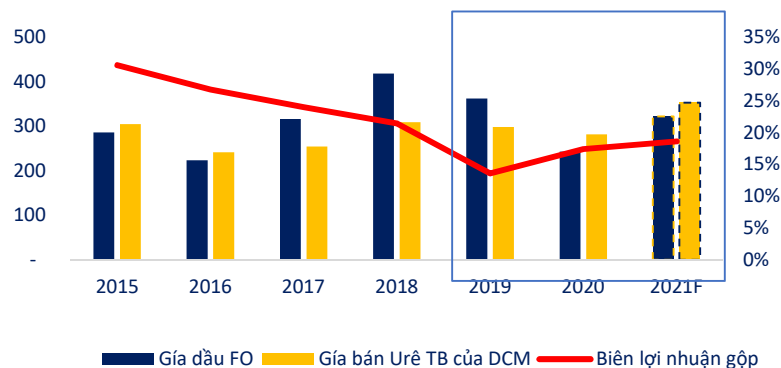
肥料業界のデータを基づく、尿素肥料の売値は現在のような高い水準で維持する可能性が低い。新型コロナウイルス感染症の後、食料の需要が安定し、供給源が回復する時に、2021年第3四半期及び第4四半期に下落する可能性がある。その為に、DCMの尿素肥料の販売価格は1キ

口当たり 8,200 ドンで、競争企業に比べて 4%高となると仮定される。この仮定は DCM が肥料業界における大手輸出企業となる期待から由来する。

肥料業界及びDCMの産量、輸出額



FO石油価格及びDCMの販売価格の推移



\* 2019: Áp dụng cơ chế thả nổi giá

DCM の業績予測

単位: 10 億ドン	2020	2021	2022	2023	2024
ブレント原油 (USD/バレル)	43	55	59	63	67
前年比 (% YoY)	-33%	27%	7%	7%	7%
FO 石油価格 (USD/MMBTU)	253	322	345	369	395
前年比 (% YoY)	-30%	27%	7%	7%	7%
天然ガス価格 (USD/MMBTU)	4.27	5.11	5.38	5.68	6.31
前年比 (% YoY)	-11%	20%	5%	5%	11%
肥料事業の収入	6,073	7,241	6,918	6,937	6,920
前年比 (% YoY)	9.0%	19.2%	-4.5%	0.3%	-0.2%
NPK 収入	-	1,032	1,594	1,888	2,179
前年比 (% YoY)	-	-	54.5%	18.4%	15.4%
販売量 (1000t)					
尿素肥料	929	883	819	809	799
前年比	15%	-5%	-7%	-1%	-1%
NPK 肥料	-	120	180	210	240
前年比	-	-	50%	17%	14%
収入	7,561	9,335	9,651	9,996	10,299
売上原価	6,244	7,593	7,968	8,396	7,692
売上総利益	1,317	1,742	1,683	1,600	2,607
販売費用	369	484	500	518	534
管理費用	304	411	425	440	453
税引前利益に支払利息 (EBIT)	643	847	759	642	1,620
資産運用による収益	128	148	148	148	148
財務費用	63	20	13	11	9
税引前利益	709	975	893	779	1,758
法人税	54	84	67	60	134
税引前利益	654	891	826	719	1,624
EPS (VND/株)	1,017	1,366	1,246	1,084	2,450

売上総利益率	17.4%	18.7%	17.4%	16.0%	25.3%
純利益率	8.7%	9.5%	8.6%	7.2%	15.8%
ROE	10.4%	13.5%	12.4%	11.1%	23.0%

ソース: BSC Research 予測

## 評価

BSC は DCF 方法と PE 方法を基づく、DCM 株の理論株価を 2021 年 3 月 31 日の終値比 20.9%増の 2 万 1,100VND/株と評価し、DCM 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	25,097	40%	10,039
P/E (P/E 目標 13.5x)	18,439	60%	11,064
<b>理論価格(VND/株)</b>			<b>21,100</b>
2021 年 3 月 31 日の終値			17,450
配当率			3.4%
TSR			<b>20.9%</b>
3 年間の P/E			13.5
<b>DCF 方法</b>			
<b>平均資本使用費用(%)</b>		<b>FCFF (10 億)</b>	
Beta	0.86	FCF の現価値	5,336
非リスク金利	3.5%	売却額	5,196
市場リスクプレミアム	11.5%	FCF の現価値の合計	10,532
株主資本費用	13.3%	(+)現金及び短期投資額	3,205
財務費用	3.1%	(-)短長期的な借入	(447)
法人	8.6%	(-)少数株主持分	(4)
%借入	11.5%	EV	13,286
%株主資本	88.5%	流行中株数(100万株)	529
<b>WACC</b>	<b>11.9%</b>	<b>株価 (VND/株)</b>	<b>25,097</b>
<b>P/E 方法</b>			
2021 年の EPS (VND/株)			1,366
P/E 目標(倍)			13.5
<b>2021 年理論価格(VND/株)</b>			<b>18,439</b>

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	ペ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
<b>平均</b>			<b>281.23</b>	<b>11.73</b>	<b>0.79</b>	<b>0.30</b>	<b>9.52</b>

ソース: Fiin Pro

## 評価に入らない注意べきな要素

VAT 税律が 2021 年国民議会で承認される時に、投入 VAT 税額が返還されると期待しております。

2014 年 11 月 26 日日付税法第 71 号/2014/QH13 の改正に関する財政省の国会への提案は肥料製品に対し付加価値税 (VAT) 率の 5% を適用する方向で、2021 年 3 月に開催する国会会議で承認されると期待しております。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	7,561	9,335	9,651	9,996	10,299
売上総利益	1,317	1,742	1,683	1,600	2,607
売上総利益率	17.4%	18.7%	17.4%	16.0%	25.3%
EBIT	643	847	759	642	1,620
EPS	1,017	1,366	1,246	1,084	2,450
P/E(ドン)		18,440			

ソース: BSC Research 予測

### ケース 2: VAT 税律が承認される。

BSC は DCM が 2,360 億ドンの VAT を還付されるのが DCM 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。

#### 2.1 慎重な予測シナリオ

財務省の起案書によると、販売価格は 5% 減となる。

単位: 10 億ドン	2020	2021	2022	2023	2024
収入	7,561	8,980	9,312	9,656	9,960
売上総利益	1,317	1,695	1,655	1,587	2,625

売上総利益率	17.4%	18.9%	17.8%	16.4%	26.4%
EBIT	643	834	763	661	1,671
EPS	1,017	1,645	1,524	1,349	3,049
P/E (ドン)		22,210			

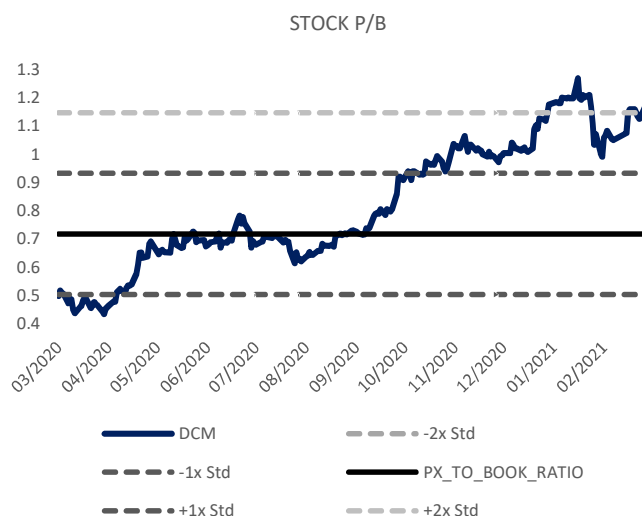
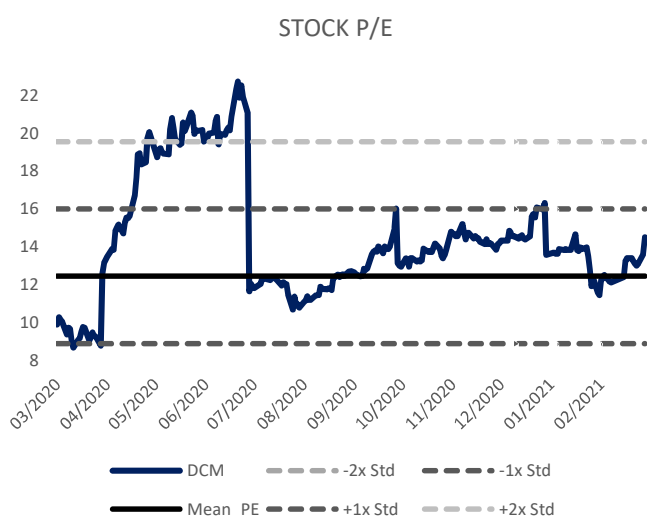
ソース: BSC Research の予測

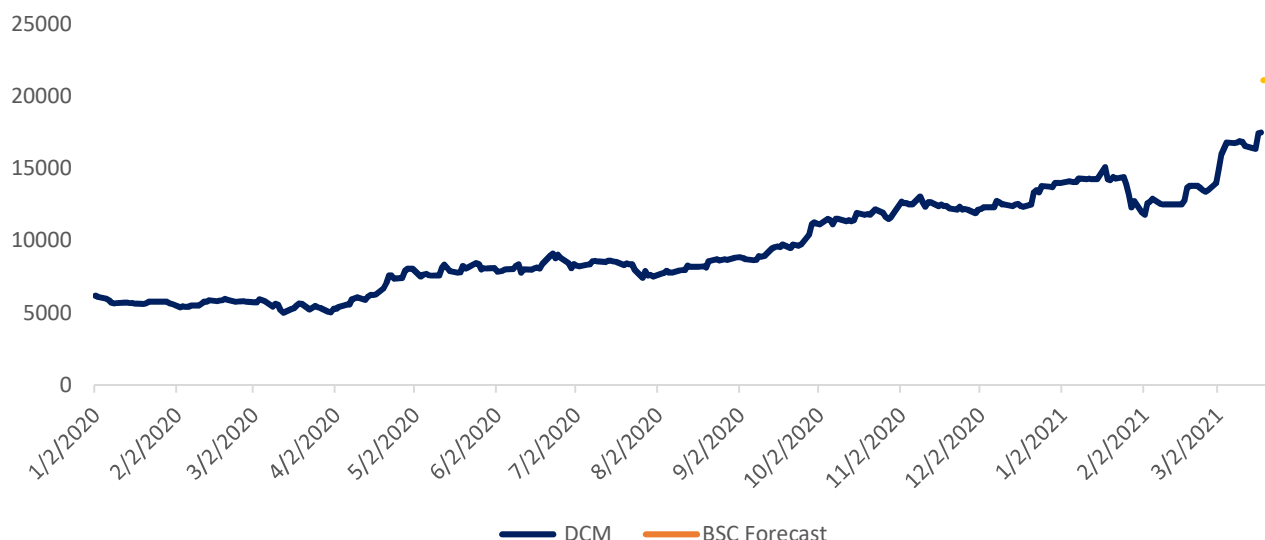
## 2.2 最も理想的なシナリオ

販売価格は変わらない。

単位:10 億ドン	2020	2021	2022	2023	2024
収入	7,561	9,335	9,651	9,996	10,299
売上総利益	1,317	1,978	1,915	1,841	2,873
売上総利益率	17.4%	21.2%	19.8%	18.4%	27.9%
EBIT	643	1,084	990	883	1,886
EPS	1,017	2,079	1,906	1,728	3,417
P/E 方法(ドン)		28,070			

ソース: BSC Research 予測





## テクニク分析

目標値: 20,370VND

損切り値: 12,270VND

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: 買われ過ぎゾーンにまだ入った。
- ・MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

DCM は去年の 4 月初から中期的な上昇している傾向にあり、過去最高値を更新している。直近の数週に、売買高が増加していた。RSI 指標が買われ過ぎゾーンに入ったところが、MACD 指標がシグナル線を間もなく上回ること、DCM が短期的に上昇する可能性がある。フィボナッチ分析によると、DCM がフィボナッチ 161.8%に迫る可能性がある。

推奨: 投資家は株価の 20~20.5 で利益確定売り、株価の 12.5 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>

