

推奨

買い

ドゥックザン洗濯用洗剤化学品株式会社(HSX: DGC) 2021 年上半期業績のアップデート

現値	96,500
前理論価格	72,800
新理論価格	115,000
配当率	0%
上昇率	19%

レポート作成日:	27/07/2021	株主構成	
流行中株数(100 万)	171	Đào Hữu Huyền	18.5%
時価総額(10 億ドン)	15,807	ベトナム化学グループ	8.8%
過去 10 日間平均売買高	1,881,180	Đào Hữu Duy Anh	2.9%
外国人投資家保有率	6.06%		

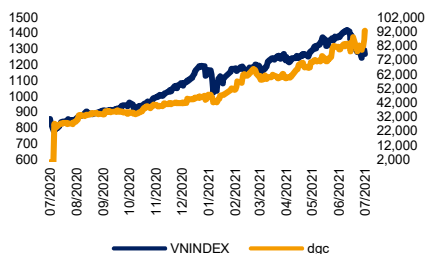
業界分析:

Nguyễn Thị Cẩm Tú
(化学、水産、繊維・アパレル)
tuntc@bsc.com.vn

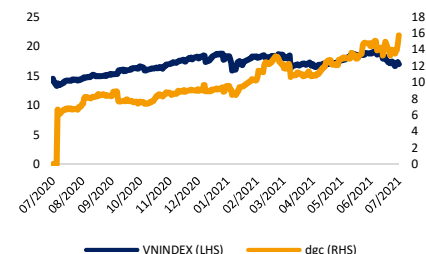
テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
推奨価格: VND
損切り値: VND

DGC 価格の推移



P/E の推移



評価

- BSC は FCFF、PE と RNAV 方法に基づく DGC の理論価格を 2021 年 7 月 26 日の終値比 19%増の 11 万 5,500VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

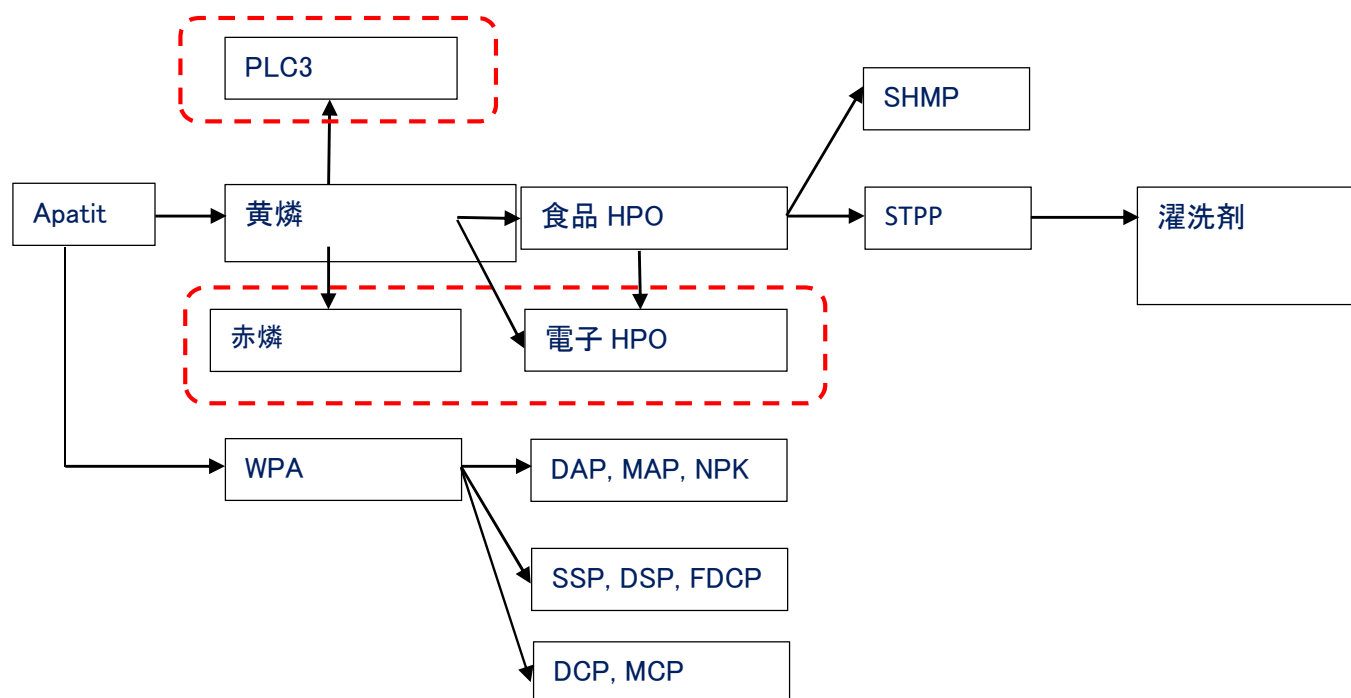
- BSC は 2021 年には、以下の仮定に基づく DGC の収入を前年比 32%増の 8 兆 2,310 億ドン、税引後利益を同 56%増の 1 兆 4,810 億ドン、EPSFW を 8,414VND/株、PEFW を 11.6xと予測しております。
- BSC は 44Duc Giang 不動産案件の RNAV を 3,520 億ドンと予測しております。
- 環境に関する政策リスク

企業アップデート

- 2021 年第 2 四半期の業績は大きく成長した。売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 29%増の 2 兆 380 億ドン、同+24%増の 3,330 だった。2021 年 6 カ月には、売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 28%増の 3 兆 9,870 億ドン、同 33%増の 6,250 億ドンだった。
- 2021 年 6 カ月の製品別収入: 黄燐: 1 兆 6,660 億ドン(収入: 同+11%増、産量: 同+16%増)、WPA: 5,200 億ドン(収入: 同+39%増、産量: 同-8%減)、H3PO4: 4,720 億ドン(同+56%増、産量: 同+51%増)、DAP: 5,020 億ドン、MAP: 2,020 億ドン(同-49%減、産量: 同-55%減)だった。

	2020	2021F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020	2021F
PE (x)	8.9	10.9	11.1	17.3	収入	6,062	5,090	6,236	8,231
PB (x)	1.9	2.1	2.7	2.4	売上総利益	1,368	1,006	1,479	2,220
PS (x)	0.8	1.9	0.9	2.0	税引後利益	882	572	948	1,481
ROE (%)	25%	34%	24%	13%	EPS	7,674	4,241	5,728	8,414
ROA (%)	18%	26%	18%	2.4%	EPS 成長率		-44%	35%	53%

DGC の製品チェーン



*赤燐: 赤燐: 研究中製品

DGC の製品

製品	用途
黄燐	電子工業、半導体、難燃剤などの分野における使用される
食 品 HPO(A xit photph oric 食 品)	リン酸塩製造の原料として使用され、電子機器半導体、食品および飲料産業で使用される。
WPA (Axit photph oric)	複雑な肥料を生産するための原料として使用され、食品産業、農業で使用される。
STPP, SHMP	製紙業、繊維染色、石油化学産業で使用されます
DAP, MAP, NPK,	複雑な肥料

SSP, 過リン酸石灰肥料
DSP,
FDCP

DCP, 飼料
MCP

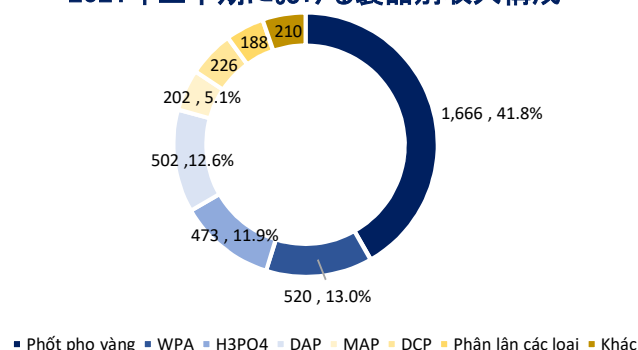
ソース: DGC

I. 2021 年上半期業績のアップデート

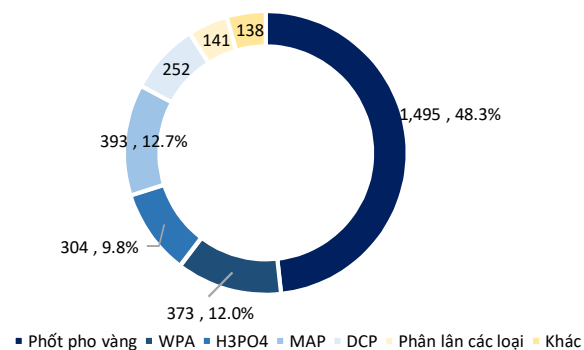
DGC は 2021 年第 2 四半期の好調な業績をは引き続き達した。売上高と税引後利益は前年同期比 29%増の 2 兆 380 億ドン、同 24%増の 3,330 億ドンだった。2021 年上半期には、売上高と税引後利益は前年同期比 28%増の 3 兆 9,870 億ドン、同 33%増の 6,250 億ドンだった。

2021 年第 2 四半期の売上総利益率は 24.2%で、前年同期の 24.3%から減少した。この減少は(1)2020 年第 2 四半期には、DGC が電気価格についてサポートを受けることから恩恵を受けた、(2)DGC の販売価格の上昇と世界価格の上昇の間には遅れがある、(3) WPA 工場の修繕は生産活動に部分的に影響を及ぼし、運用コストを増加させたということから由来した。

2021年上半期における製品別収入構成



2020年上半期における製品別収入構成



10 億ドン	6T/21	6T/20	% YoY	評価
売上高	3,987	3,096	+28.7%	
黄燐	1,666	1,495	+11%	殆どの製品の収入は前年同期より大きく上昇した。最も上昇したのは WPA、DAP(肥料生産用製品)、H3PO4(食品業と電子工業用製品)である。
WPA	520	373	+39%	
H3PO4	473	304	+55%	

DAP	502			収入構成には、黄燐の収入は収入構成の 42% (前年同期の 48% から減少した) を占めた。一方、DAP 肥料の収入は収入構成の 13% (前年同期の 0% から上昇した) を占めた。 売上総利益率は前年同期比小幅に減少した。この減少は (1) 2020 年第 2 四半期には、DGC が電気価格についてサポートを受けることから恩恵を受けた、(2) DGC の販売価格の上昇と世界価格の上昇の間には遅れがある、(3) WPA 工場の修繕は生産活動に部分的に影響を及ぼし、運用コストを増加させたということから由来した。 財政収入の増加は現金及び現金相が前年度期比 29% 増加したことから由来した。
MAP*	202	393	-49%	
売上総利益	925	742	24.6%	
売上総利益率	23.2%	23.9%		
販売費用	(237)	(191)	24.0%	
管理費用	(57)	(59)	-3.0%	
管販費用／売上高	7.4%	8.1%		
財政収入	65	58	+12%	
財政費用	(30)	(45)	-33%	
税引前利益	664	493	34.6%	
税引後利益	625	469	33.3%	
税引後利益率	5.6%	2.3%		
EPS (VND/株)	3,327	2,811	18.3%	

ソース: DGC

WPA、DAP などの肥料に関する製品は (1) 世界的な肥料の需要が高まったこと及び (2) 投入原材料の値上がりという要素のおかげで 2021 年上半期の成長原動力だった。

重要な製品の産量及び販売価格

	産量(t)			販売価格(100 万 VND/t)				
	2020 年 6 月	2021 年 6 月	%YoY	2019 年 12 月	2020 年 6 月	2020 年 9 月	2021 年 6 月	%YoY
黄燐	24,963	28,971	+16%	62.3	59.89	59.07	57.51	-4%
H3PO4	15,258	23,047	+51%	19.38	19.92	19.57	20.52	+3%
WPA	63,862	58,847	-8%	7.33	5.84	5.99	8.84	+51%
DAP		44,775					11.21	
MAP	54,031	24,163	-55%	7.29	7.27	7.27	8.36	+15%
DCP 飼料添加物	35,496	29,574	-17%	7.29	7.10	6.99	7.64	+8%

ソース: DGC

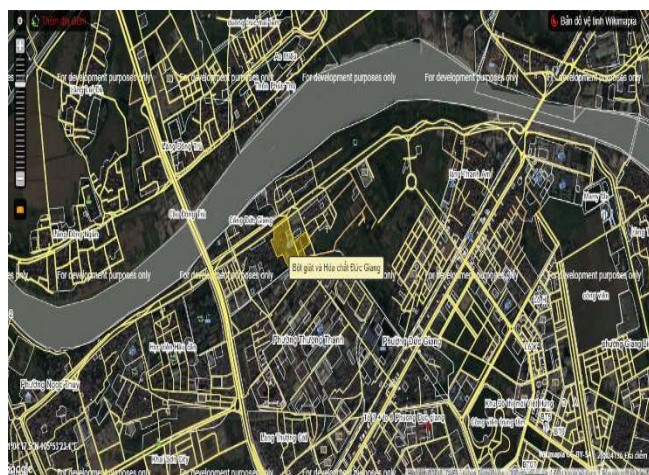
DGC の案件進捗のアップデート: 進捗状況: 影響力のある分野での人々の移転

グループ	案件	投資総額	生産能力	最初の計画	進捗
1 グループ: 長期的な成長案件	Duc Giang-Nghi Son 化学コンプレックス	第 1 期: 2 兆 VND	(Link)	2021 年 第 1 四半期に着工	2022 年第 1 四半期に着工 進捗状況: 影響力のある範囲における人々の移転
2 グループ: 燐リン製造案件	電子 HPO	660 億	3 万 5,000 t	T12/2020	2021 年第 3 四半期に完成
	赤燐	1,000 億	5,000 t	2021	2021 年第 3 四半期に着工
3 グループ: 費用削減案件	Khai trường 25	2,100 億			開拓中
	火力発電所 (発電能力 100MW)	2 兆	100MW	2021 年第 2 四半期予定	経済的な影響の再評価により進捗の延長
4 グループ: 不動産案件	44 Đức Giang 不動産			2021 年第 4 四半期	BSC はハノイでの社会的隔離措置が同案件の進捗に影響を与える可能性があると考えております。

44 Đức Giang 不動産案件の更新: 同案間は 1:500 許可証の申請を完了した。DGC は Duc Giang 不動産会社を設立し、資本金が 5,000 億 VND だった。

同案件は公共工事、学校と住宅(アパートとタウンハウス)を含むコンプレックスであり、面積が 54 ヘクタールであり、商業用面積が 26 ヘクタールである。

同案件のいくつかの情報



指標	情報
商業用面積	26 ヘクタール
アパート	831 戸
shophouse	53 戸
着工期間	2021 年第 4 四半期

ソース: DGC

ほかの企業の案件

案件	地位	アパート販売 価格(100 万 /m2)	案件の情報
Bình Minh Garden 案件	93 Đức Giang	28	アパート: 494 戸 低層住宅: 101 戸
An Quý Hưng Riverside 案件	18 Thượng Thanh	23 – 26	アパート: 378 戸
Hanoi Homeland 案件	29 Thượng Thanh	24 – 25	アパート: 1,000 戸
Berriver Long Biên 案件	390 Nguyễn Văn Cừ	30	

ソース: BSC

II. 2021 年下半期業績見通し

BSC は(1)DGC の輸出価格が世界的な製品価格と相当する引き上げる見込み、(2)生産費用が引き続き削減される見込みだという要素を基づく、DGC の 2021 年下半期業績見通しを「強気」と評価しております。

(i) DGC の輸出価格は世界的な製品価格と相当する引き上げると見込まれた。

BSC は 2021 年下半期の売上総利益率を 28%と予測しております。

WPA、DAP、MAP などの肥料に関する製品と肥料製品: BSC は WPA、DAP、MAP などの肥料に関する製品と肥料製品グループの経営見通しを「強気」と以下の要素を基づく評価しております。

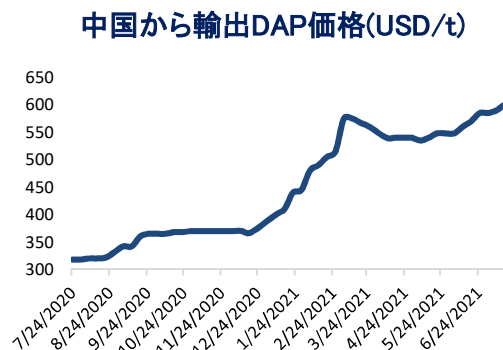
- (1) 世界の肥料需要はパンデミック後回復する
- (2) 生産用原材料源は満たさない(中国が輸出肥料を制限している)
- (3) 投入原材料価格の上昇は肥料製品の販売価格を上昇させる。肥料製品の販売価格は 2021 年下半期に高く上昇し、とりわけ、中国 DAP 肥料価格が前年比 87%増、年初比 63%増、前四半期比 9%増となる。

DGC の収入割合の 35%を占めている肥料製品は(1)販売価格が世界的な販売価格に近く上昇し、とりわけ、DGC の DAP 肥料と WPA 肥料がそれぞれ前年比 72%増、同 41%増

2021 年 7 月 27 日 – HSX: DGC

となる; (2) DGC が MAP の代わりに WPA と DAP の産量を増加する計画という要素に基づく 2021 年第 3 四半期に恩恵を引き続き受けるだろう。

	計画 第 1 四半 期	計画 第 2 四半 期	計画 第 3 四半 期
黄磷*	15,000	15,000	16,500
Axit HPO	9,000	10,500	
Axit WPA **	24,000	18,000	72,000
MAP 肥料	27,000	20,000	6,000
DAP 肥料	24,000	20,000	30,000
リン酸塩	36,000	40,000	36,000
DCP 飼料添加 物	19,000	12,000	18,000
MCP 飼料添加 物	2,400	1,800	2,700



ソース: DGC, Bloomberg

* 黄磷: 輸出量: 1 万 3,098 t, HPO 生産量: 3,402 t

** Axit WPA: 輸出量: 32,000 t, 肥料生産量: 4 万 2,000 t

黄磷・H3PO4 に関する製品: BSC は (1) インドでの肥料需要が大きく上昇しているの、ベトナムからの黄磷輸入量が前年比 94% 増加するので、DGC の販売量が増加する; (2) DGC が中国へ黄磷を販売することで恩恵を受けているという要素のおかげで、黄磷・H3PO4 に関する製品の業績見通しを「強気」と評価しております。

+ Giá P4 Trung Quốc: ~4,422 USD/tấn, +91% YoY;

+ Giá P4 của DGC: ~2,500 USD/tấn, -4% YoY

+ 中国 P4 価格: 1t 当たり 4,422 ドル、前年比 91% 増となる。

+ DGC の P4 価格: 1t 当たり 2,500 ドル、前年比 4% 減となる。

また、BSC はチップの不足と 5G の影響が黄磷価格に長期的にプラスの影響を与えると考えております。

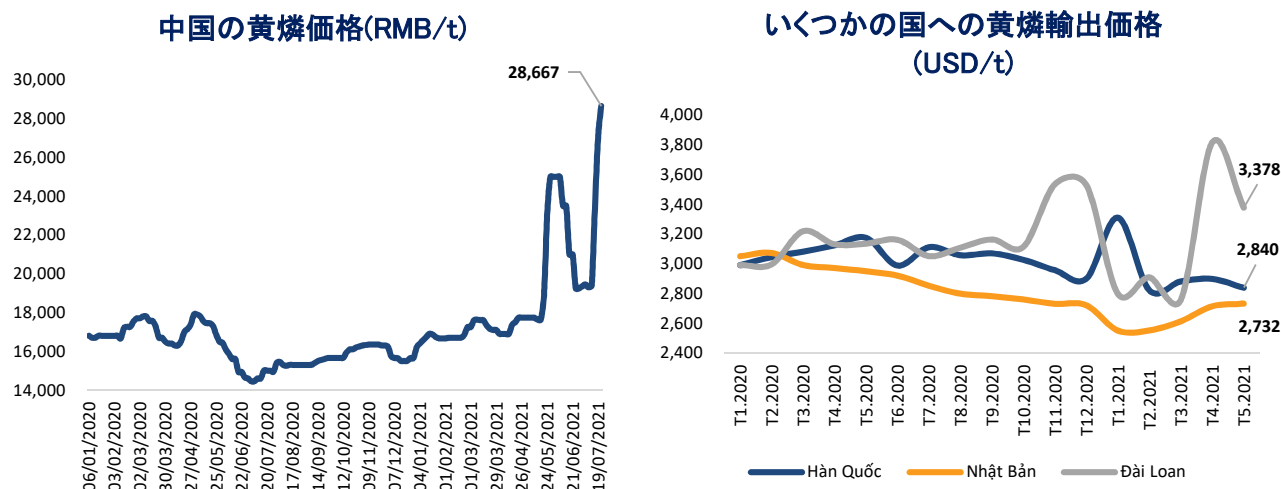
ベトナムの黄磷輸出額

	2021 年 6 カ月の輸出額	前年同期比
輸出先		
Lào Cai	141 (DGC が市場シェアの 50% を占めている)	+19%
輸出市場		

2021 年 7 月 27 日 – HSX: DGC

日本	26.1	-21%
韓国	13.3	+2%
台湾	23.0	+0%
インド	49.3	+94%

ソース: DGC



ソース: BSC

(ii)生産費用は 25Khai truong 油田からアパタイト鉱石を採掘したことのおかげでから引き続き削減されている。

鉱石のコストについて、25Khai truong 油田からアパタイト鉱石を採掘するのは採掘費用を削減させる。

25Khai truong 油田が稼働すると、費用削減予測表

指標	BSC が予測しているデータ
ベトナム Apatit 会社の採掘原価	500,000 VND/t
DGC の輸入価格 iang	1,200,000 VND/t
khai trường 25 の 2021 年採掘原価 (BSC の推定)	700,000 VND/t
鉱石の自給率(BSC の推定)	~30%
DGC が採掘する産量	第 1 年: 40 万 t (鉱産 I: 5 万 t, 鉱産 III: 35 万 t) 第 2~5 年: 67 万 t (鉱産 I: 9 万 t, 鉱産 III: 58 万 t) 第 6 年: 58 万 6,570 t (鉱産 I: 8 万 1,880 t, 鉱産 III: 50 万 4,690 t)

自社で採掘した鉱石に切り替えると 第 1 年: 2,400 億ドン
コストが削減される。 第 2～5 年: 4,020 億ドン
第 6 年: 3,520 億ドン

ソース: BSC の推定

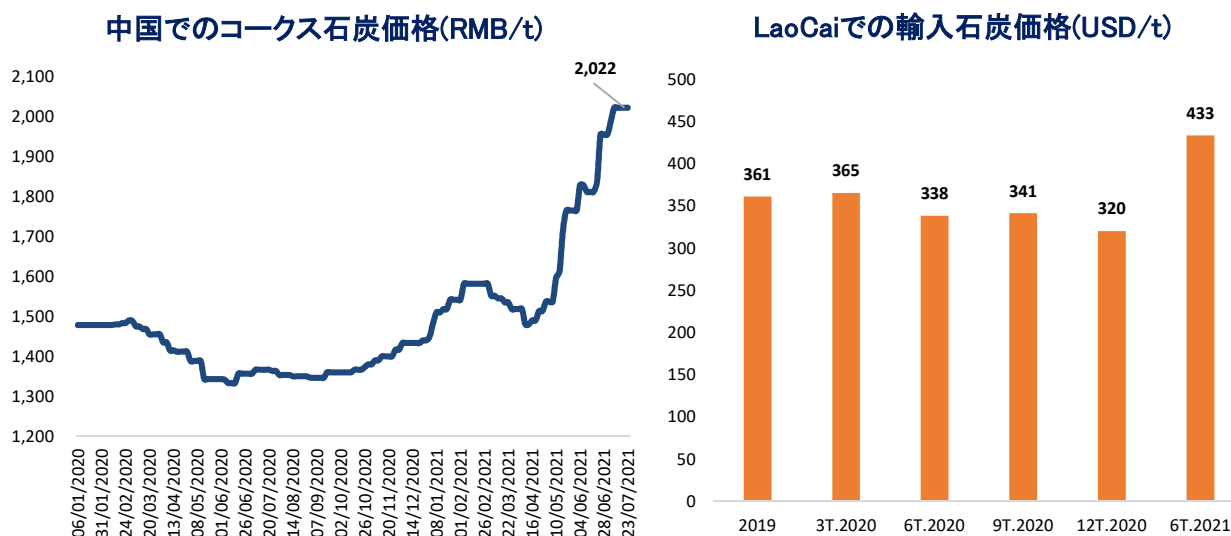
III. リスク

(1) 税関政策に関するリスク

(2) 投入費用の増加に関するリスク(鉱石費用を除く)

2020 年には、DGC は投入費用の減少から恩恵を受けた。2021 年には、BSC はいくつかの投入費用が以下の通りに増加すると考えております。

- + 電気費用: BSC は 2021 年の電気価格が普通な水準を戻すると予測しております。
- + 石炭費用: 世界的な石炭の価格は 2020 年の低い水準から上昇する傾向がある。現在の時点まで、中国のコークス石炭価格は前年同期比 48.3% 増、2020 年比 39.9% 増の 2,022RMB/t (約 312 ドル相当) だった。中国でのコークス石炭価格は急増したことで、LaoCai での輸入石炭価格は前年同期比 28% 増の 433 ドル/t である。



ソース: BSC

III. 予測と評価

BSC は FCFF、PE と RNAV 方法に基づく DGC の理論価格を 2021 年 7 月 26 日の終値比 19% 増の 11 万 5,500 VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

BSC は 2021 年には、以下の仮定に基づく DGC の収入を前年比 32% 増の 8 兆 2,310 億ドン、税引後利益を同 56% 増の 1 兆 4,810 億ドンと予測しております。

(i) 黄燐(前年比 19% 増)、WPA(同+29% 増)、DAP と MAP(同+72% 増)などの肥料製品と肥料関連製品について需要から恩恵を受けていることのおかげで、全製品の収入は順調に成長する。

単位:10 億ドン	2019	2020	2021F	2022F
売上高	5,091	6,236	8,231	8,176
前年比	-16%	+22%	+32%	-1%
黄燐製品の収入	2,147	2,939	3,508	3,408
Axit Photphoric の収入 (WPA と食品 HPO)	1,471	1,518	1,978	2,038
DAP 肥料と MAP 肥料の収入	564	760	1,303	1,207

- (ii) 利益成長は主な売上総利益率から由来する。2021 年の売上総利益率は 27%で、前年の 23.7%から急増すると期待されています。売上総利益率の急増は(1)輸出価格が高く上昇し、とりわけ WPA(前年比+35%増)、DAP と MAP(同+45%増);(2)費用の削減:アパタイト鉱石の費用が 1,120 億ドンを減少することから由来する。

DGC の店頭的な事業の業績予測

単位:10 億ドン	2019	2020	2021F	2022F
売上高	5,091	6,236	8,231	8,176
売上原価	(4,084)	(4,757)	(6,011)	(5,953)
売上総利益	1,006	1,479	2,219	2,223
売上総利益率	19.8%	23.7%	27.0%	27.2%
販売費用	(314)	(378)	(510)	(491)
販売費用率	6.2%	6.0%	6.2%	6.0%
管理費用	(101)	(115)	(148)	(147)
管理費用率	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
税引前利益	599	1,001	1,576	1,604
税引後利益	572	948	1,481	1,508
EPS(VND/株)	4,241	5,728	8,414	8,530

ソース: BSC Research

FCFF 方法:BSC は(1)DGC の 2021 年と 2022 年業績予測を引き上げる、(2)業界の PE trailing が 10 から 11 に引き上げる際に、目標 PE を 9.5 から 12.5 に引き上げる。

PE 方法	2021F	2022F	2023F
EPS	8,414	8,530	9,051
PE	12.5	12.5	12.5
合理的な価格	105,200	106,600	113,200

RNAV 方法:

平均資本費用

Rf	7%
Beta	0.7
Ke	12%
Kd	8%
E/A	60%
Thuế	20%
WACC	10%
g	5%

	2021F	2022F	2023 F	Terminal
DGC の	914	1,126	958	12,488
フリーキャッシュフロー				
現価値	19,511			
企業の総価値	21,350			
負債	1,148			
株主資本	20,202			
流行中株数	169,685,082			
株価(VND/株)	110,500			

44 Đức Giang 不動産案件の RNAV 方法:

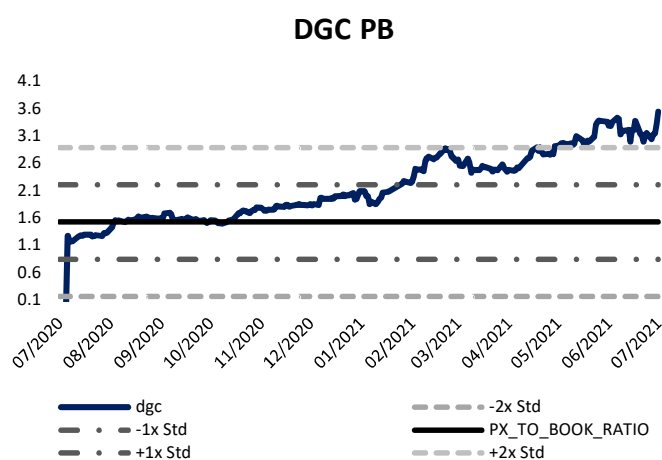
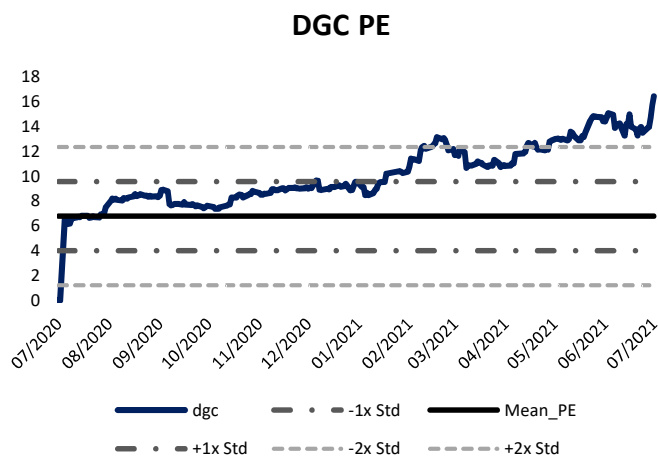
不動産案件の概要

商業用面積	26 ヘクタール
アパート	831 戸
ショップハウス	53 戸
着工期間	2021 年第 4 四半期
販売価格(BSC の推定)	2,300VND/m2

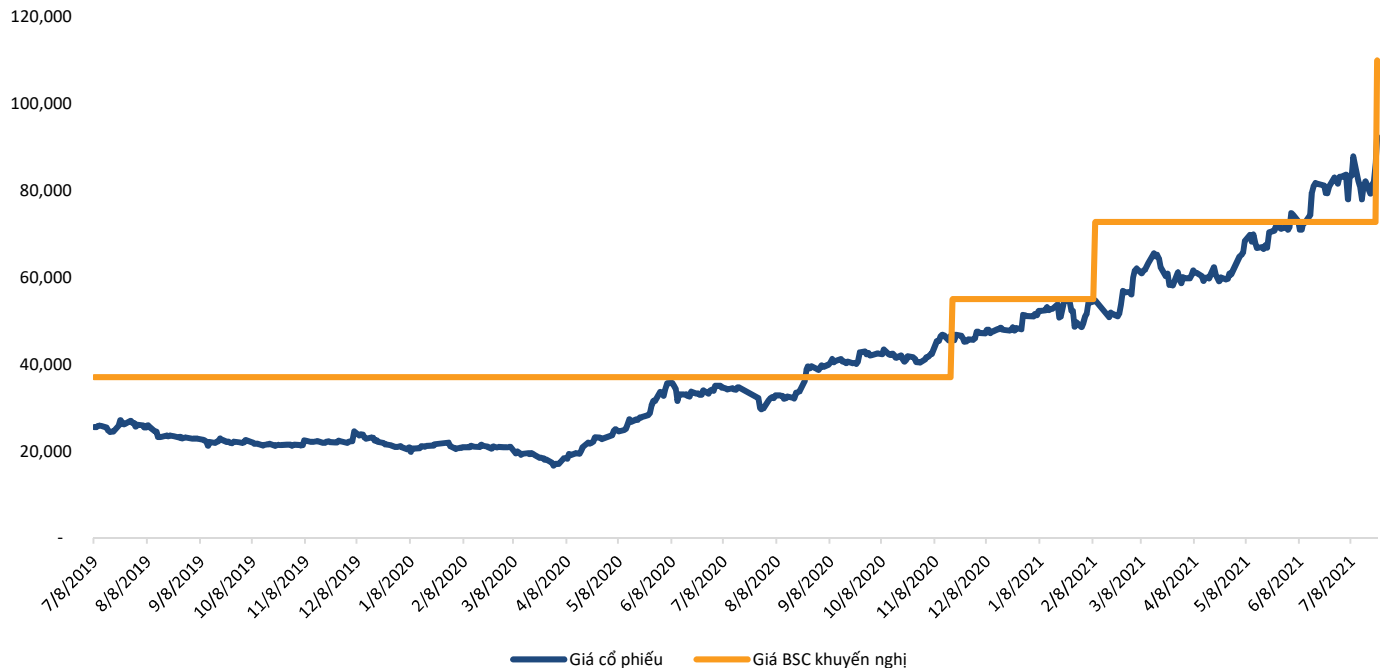
案件引き渡し進捗

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
流入キャッシュフロー		494	881	589	165
支出キャッシュフロー	-141	-705	-423	-141	
純キャッシュフロー	-141	-211	326	285	93
合理的な価値(10 億ドン)	352				
EPS(VND/株)	2,300				

	価格	割合	平均価格
FCFF	119,000	60%	71,400
P/E	105,200	40%	42,100
RNAV			2,300
目標価格			115,500
現値			95,600
Upside			19%



株価の推移



付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	6,062	5,091	6,236	8,231
売上原価	-4,694	-4,084	-4,757	-6,011
売上総利益	1,368	1,006	1,479	2,219
販売費用	-341	-119	-378	-510
企業管理費用	-92	-306	-115	-148
営業利益／損失	920	596	1,023	1,570
金融活動収益	42	62	122	106
金融活動費用	-56	-57	-85	-96
借入費用	-27	-28	-18	-20
合併・関連会社関連収益	0	0	0	0
他の収益	-5	3	-22	0
税引前利益	916	599	1,001	1,576
法人税額	-34	-27	-53	-94
税引後利益	882	572	948	1,481
少数株主持分	1	5	41	64
少数株主利益等控除利益	880	567	907	1,417
EPS	7,674	4,241	5,728	8,414

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
税引後利益	907	599	1,001	1,191
原価償却及び割当て	212	258	268	388
流動資本変更	-564	-21	-93	898
営業活動からキャッシュフロー	564	847	1,127	1,233
固定資産購入額	-403	-111	-299	-66
他の投資	-245	-367	-856	-95
投資活動からキャッシュフロー	-636	-478	-1,155	-1,311
配当金	0	-162	-193	-19
借入から金額	265	-408	377	300
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー	264	-515	183	107
初期キャッシュフロー	83	274	128	282
中期キャッシュフロー	192	-147	155	-3
最末期キャッシュフロー	275	127	283	279

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	274	128	282	279
短期投資	246	643	1,558	1,219
短期未収金	750	634	848	737
棚卸資産	797	808	702	860
他の流動資産	70	51	43	43
流動資産	2,136	2,263	3,433	3,896
有形固定資産	2,327	2,303	2,136	2,803
減価償却	212	258	268	320
建設中非流動資産	178	52	179	287
長期投資	0	0	0	0
他の非流動資産	89	104	126	259

指数(%)	2018	2019	2020	2021F
支払能力				
流動比率	1.4	1.8	2.1	1.6
当座比率	0.8	1.1	1.5	1.3
資本構成				
借入／総資産	33%	27%	31%	25%
借入／株主資本	49%	37%	44%	34%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	32	72	58	53
売掛金回収期間	26	46	43	40

2021 年 7 月 27 日 – HSX: DGC

非流動資産	2,594	2,459	2,441	3,021
総資産	4,730	4,722	5,874	6,917
買掛金	1,133	735	1,149	1,535
短期借入	78	94	243	323
他の短期借入	1,564	1,270	1,806	2,370
短期借入総額	0	0	0	0
長期借入	0	0	0	0
他の長期借入	0	0	0	0
長期借入	1,565	1,270	1,806	2,370
負債総額	1,078	1,293	1,488	1,488
出資金	1,787	1,787	1,787	1,787
株式会社化による資本剰余金	914	836	1,126	1,561
未処分利益	-1,114	-1,114	-1,114	-1,114
他の株主資本	123	128	170	200
少数株主持分	3,165	3,452	4,067	4,547
株主資本総額	4,730	4,722	5,874	6,917
総資本	107	129	148	148

買掛金回収期間	11	15	8	7
現金回転率	47	102	93	86

利益性				
売上総利益率	23%	20%	24%	27%
税引後利益率	15%	11%	15%	18%
ROE	46%	17%	25%	34%
ROA	31%	12%	18%	26%

評価				
PE	3.2	5.5	8.9	10.0
PB	1.4	0.9	1.9	2.0

成長率(前年同期比)				
売上高	869%	-16%	22%	32%
EBIT	573%	-34%	70%	57%
税引前利益	553%	-35%	67%	57%
税引前利益	587%	-35%	66%	56%

ソース:BSC Research

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
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

