

推奨

買い

ベトロベトナム化学肥料社(HSX: DPM) 消費需要と肥料価格が回復している

現値:	38,000
前理論価格:	
新理論価格:	42,000
配当率:	11%
上昇率:	21%

レポート作成日:	03/10/2023	株主構成
流行中株数(100 万)	391	ベトロベトナムグループ(PVN) 59.6%
時価総額(10 億ドン)	14,088	VanEck Vectors ETF Trust 4.51%
過去 6 ヶ月平均売買高:	3.97	Deutsche Bank AG London 4.47%
外国人投資家保有率	16.47%	AGRIMEX NGHE AN JSC 4.07%

分析者:

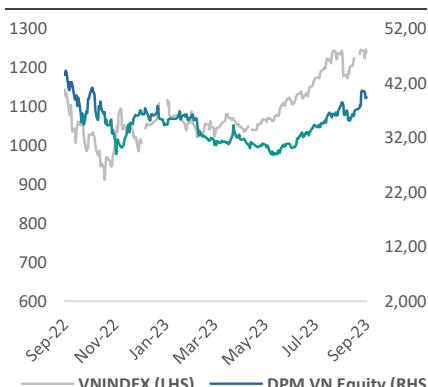
Luu Thuý Linh
(電気、肥料、化学)

.

評価

BSC は PB 方法を基づく、DPM の理論株価を 2023 年 10 月 3 日の終値比 21% 増の 4 万 2,000VND/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



投資観点

- 販売価格と販売量が引き続き回復していることのおかげで、回復見通しは 2023 年下半期に明るくなります。
- 配当率は額面比 10~12% である。これは多額な現金と健全な財務構成のおかげで、明るい点である。

業績予測

BSC は 2023 年の 売上高と税引後利益の成長率予測をそれぞれ前予測比+8%と+9%上方修正し、2022 年の 売上高と税引後利益の成長率予測をそれぞれ前予測比+11%と+12%上方修正しております。具体的には以下の通りだ。

- BSC は 2023 年には、以下の仮定を基づく DPM の売上高を前年比 27% 減の 13 兆 6,350 億ドン、税引後利益を同 78% 減の 1 兆 1,970 億ドン、EPS を 3,042VND/株、Pefw を 11.8x と予測しております。

- (1)尿素販売量は前年比 8% 増の 85 万 5,000t である。
- (2)平均販売価格は前年比 34% 減の 9,964VND/キロである。
- (3)平均ガス販売価格は前年比 2% 減の 9.27 USD/MMBTU である。

- BSC は 2024 年には、以下の仮定を基づく DPM の売上高を前年比 8% 減の 14 兆 6,950 億ドン、税引後利益を同 20% 増の 1 兆 4,330 億ドン、EPS を 3,642VND/株、Pefw を 9.9x と予測しております。

- (1)尿素販売量は前年比 1% 増の 86 万 4,000t である。
- (2)平均販売価格は前年比 5% 増の 10,462VND/キロである。
- (3)平均ガス販売価格は前年比 4% 増の 9.62 USD/MMBTU である。

リスク

- **下落リスク**: 需要回復の遅れと投入ガス価格の上昇により、販売量が予測より低い。
- **上昇リスク**: ヨーロッパでのガス価格が上昇することで、尿素生産量が減少すると、世界的な尿素販売価格が上昇する。

指数	2022	2023F	2024F	VNIndex	業績	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	3.3	11.8	9.9	14.6	売上高	9,870	15,925	13,635	14,695
PB (x)	1.3	1.1	1.1	1.7	売上総利益	2,781	5,703	2,551	2,778
PS (x)	0.9	1.0	1.0	1.3	親会社株主帰属利益	1,823	4,316	1,200	1,430
ROE (%)	41%	10%	11%	13%	EPS	3,073	7,701	3,049	3,636
ROA (%)	34%	7%	9%	2%	EPS 成長率	202%	151%	-78%	19%

企業アップデート

2023年第2四半期の業績

2023年第2四半期には、DPMの売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比26%減の3兆7,070億ドン、同60%減の1,050億ドンだった。2023年上半期には、DPMの売上高と税引後利益は3兆7,070億ドンで年間計画の51%、1,050億ドンで年間計画の305を達成した。

2023年第2四半期の業績はあまり好調ではなかった。原因是(1)製品別販売価格が前年同期比40%減となった、(2)DPMが運送費用を決済したことで、売上原価が前四半期比21%増、前年同期比8%増となった。

2023年第2四半期の利益率は前四半期比5.5bsp減となた。運送費用を除く場合、2023年第2四半期の売上総利益率は前四半期比+7.65bsp増となた。

BSCは、2023年第2四半期の業績は(1)産量が引き続き改善し、販売価格が2023年6月から上昇し始めている、(2)投入費用が2023年上半期より低いという要素のおかげで、はっきり改善されると予測しております。

2023年上半期の業績アップデート

	Q2/22	Q2/23	%YoY	1H/22	1H/23	%YoY	BSCの評価
消費量(t)							
尿素	204	267	31%	451	480	7%	2023年第2四半期の消費量は前年同期と第1四半期に比べて増加した。具体的には以下の通り。 + 尿素消費量は前四半期比25.3%増、前年同期比31%増となった。 + NPK消費量は前四半期比200%増、前年同期比215%増となった。
NPK	45	54	21%	79	72	-9%	2023年上半期には、尿素消費量とNPK消費量はそれぞれ、前年同期比7%増、同-9%減となった。
平均販売価格(VND/kg)							
尿素	15.40	9.00	-42%	16.30	9.20	-44%	販売価格は下落した。
NPK	15.60	13.00	-17%	15.00	13.20	-12%	

ソース: DPM, BSC Research の推定

投資観点

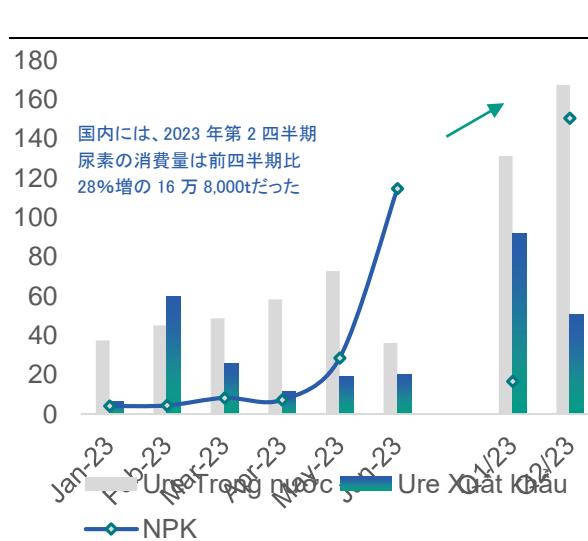
2023 年下半期には、消費量と販売価格がはっきり回復している。

国内には、2023 年第 2 四半期尿素の消費量は前四半期比 28% 増の 16 万 8,000t だった。この増加は生育期と高いコメ価格が農家の肥料需要を刺激した背景には、メコンデルタの肥料需要が改善されたということから由來した。

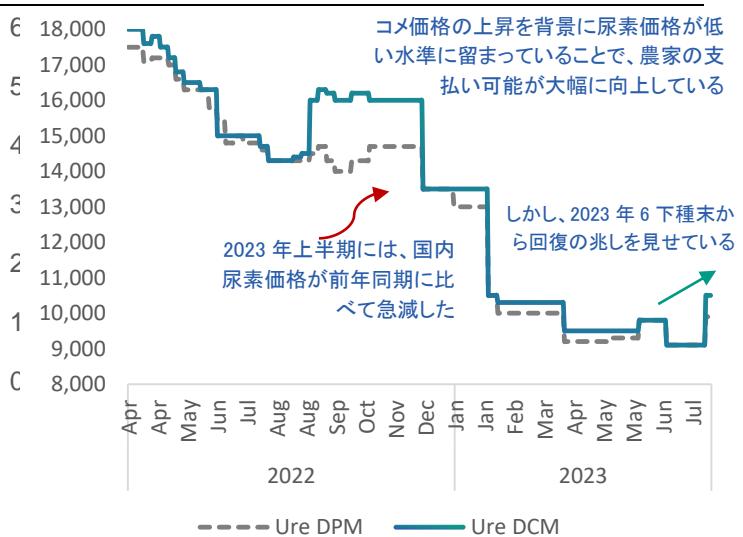
国内には、尿素価格は前年同期比 32% 減の 9,000~9,500VND/キロだったが、2023 年 6 月末から 15% 増となった。この増加は(1)世界的な肥料価格の上昇、(2)国内消費需要が高めているということのためだ。

BSC は国内肥料価格が 2023 年下半期に上昇傾向を維持すると評価しております。BSC は 2023 年下半期には、国内尿素価格が 6 月に比べて 25~30% 増の 10,500~11,000VND/キロであると推定しております。

国内肥料の需要が回復している(t)



国内尿素価格は 2023 年 6 月から底値を作成してから回復している(VND/キロ)



ソース: DPM, BSC Research

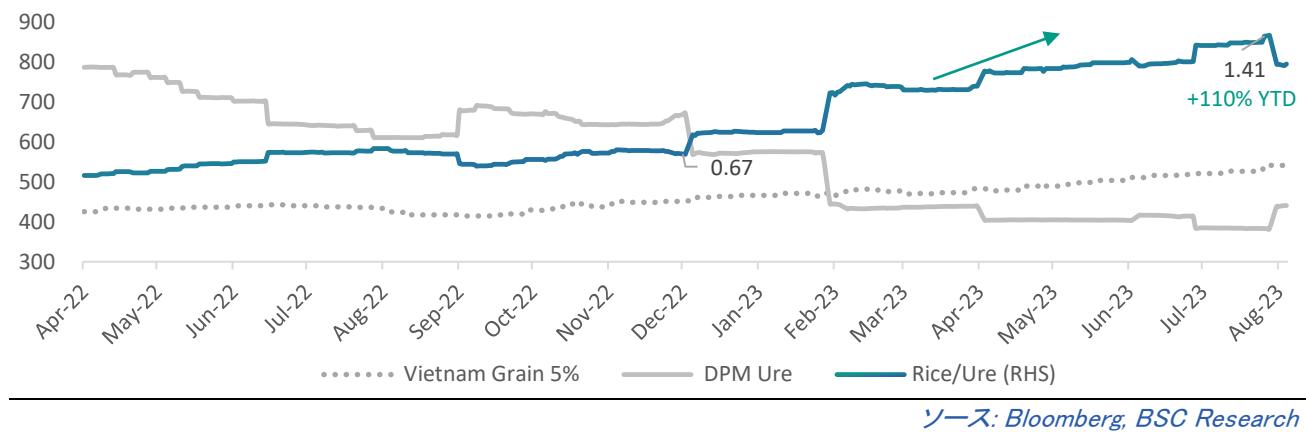
ソース: Wichart, BSC Research

BSC は 2023 年下半期には、(1)中部地方の夏～秋期と北部地方の冬～春期に肥料需要、(2)コメ価格の上昇を背景に尿素価格が低い水準に留まっていることで、農家の支払い可能が大幅に向上されているという要素のおかげで、国内肥料消費需要が引き続き改善すると予測しております。

農家の支払い可能が大幅に向上しているという要素のおかげで、国内肥料消費需要が引き続き改善すると予測しております。

(USD/t)

コメ価格/尿素価格 (回)



ソース: Bloomberg, BSC Research

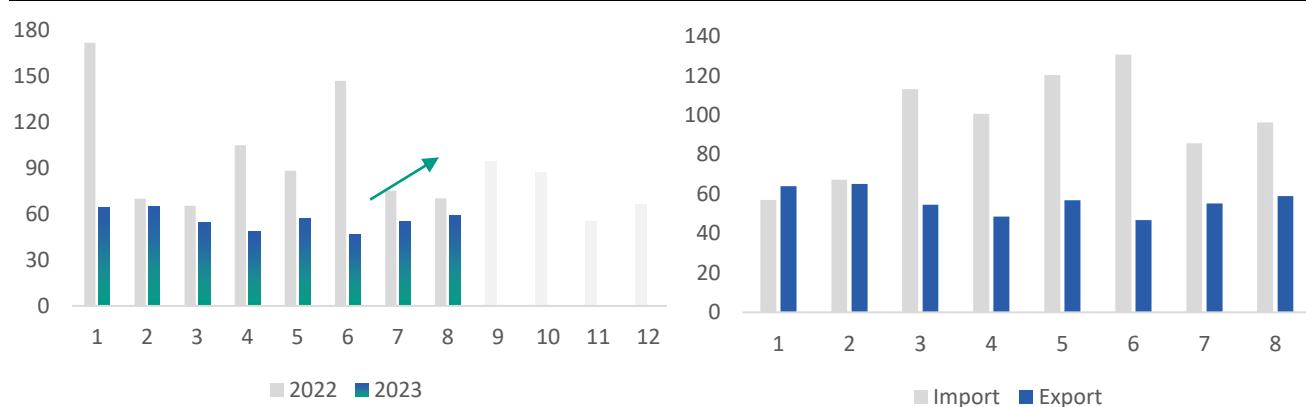
輸出市場からの回復を期待

BSC は 2023 年下半期には、(1) 大手な肥料輸出国であるエジプトが尿素生産に利用されるガスの量を削減した、(2) 大手な肥料輸入国であるインドが年末作物に向けて尿素輸入量を増加しているという要素のおかげで肥料輸出量が 2023 年上半期の低い水準に比べて回復すると期待しております。

費用輸出額が 2023 年 6 月から回復している

(100 万 USD)

2023 年 8 カ月の肥料輸入出額(100 万 USD)



ソース: Customs, BSC Research

投入コストの削減が売上総利益率を改善させる。

BSC は DPM が Bach Ho 田と Rong Doi Moi 田からガス使用の割合を増加しているために、2023 年下半期における DPM のガス費用が 2023 年上半期より改善されると期待しております。

2023 年上半期には、DPM は Nam Con Son 田と Cuu Long 田からガスを受けたために、2023 年上半期の平均ガス価格が前年同期比 8.7% 増となった。

契約によると、DPM は Bach Ho 田と Rong Doi Moi 田からガス量を調達することができるが、2023 年上半期にほとんど調達しなかった。そのために、BSC は DPM が Bach Ho 田と Rong Doi Moi 田からガス使用の割合を増加しているために、2023 年下半期における DPM のガス費用が 2023 年上半期比 17% 減となると期待しております。

業績予測

BSC は 2023 年の 売上高と税引後利益の成長率予測をそれぞれ前予測比+8%と+9%上方修正し、2022 年の 売上高と税引後利益の成長率予測をそれぞれ前予測比+11%と+12%上方修正しております。具体的には以下の通りだ。

- BSC は 2023 年には、以下の仮定を基づく DPM の売上高を前年比 27%減の 13 兆 6,350 億ドン、税引後利益を同 78%減の 1 兆 1,970 億ドン、EPS を 3,042VND/株、Pefw を 11.8xと予測しております。
 - (1)尿素販売量は前年比 8%増の 85 万 5,000tである。
 - (2)平均販売価格は前年比 34%減の 9,964VND/キロである。
 - (3)平均ガス販売価格は前年比 2%減の 9.27 USD/MMBTU である。
- BSC は 2024 年には、以下の仮定を基づく DPM の売上高を前年比 8%減の 14 兆 6,950 億ドン、税引後利益を同 20%増の 1 兆 4,330 億ドン、EPS を 3,642VND/株、Pefw を 9.9xと予測しております。
 - (1)尿素販売量は前年比 1%増の 86 万 4,000tである。
 - (2)平均販売価格は前年比 5%増の 10,462VND/キロである。
 - (3)平均ガス販売価格は前年比 4%増の 9.62 USD/MMBTU である。

純利益率は 2023 年の 8.8%から 2024 年に 9.7%を上昇する。この上昇は(1)重要な製品の産量と販売価格が投入費用より上昇することで、利益率が前年比+0.2bsp 増となる;(2)ガス輸送費用が 2024 年に発生しない、(3)管販費用/売上高の比率が前年比 5%減となるということのためだ。

2023 年～2024 年の業績予測

単位	2022 年 実施済	2023 年 の推定	2023 年 の新推 定	2024 年 の推定	2024 年 の新推 定	前年比 (2023 年)	前年比 (2024 年)
販売量							
尿素	1000t	791	813	855	821	864	3%
NPK	1000t	129	137	167	175	175	7%
尿素の平均販売価格	VND/キロ	15,180	9,360	9,664	9,455	10,462	-36%
ガスの平均販売価格	USD/MMBTU	9.47	9.03	9.27	9.01	9.62	-2%
金融活動							
総収入	10 億 VND	18,627	12,657	13,635	13,224	14,695	-27%
売上総利益	10 億 VND	7,838	2,280	2,551	2,451	2,778	-67%
税引後利益	10 億 VND	5,565	1,094	1,197	1,274	1,433	-78%

ソース: BSC Research

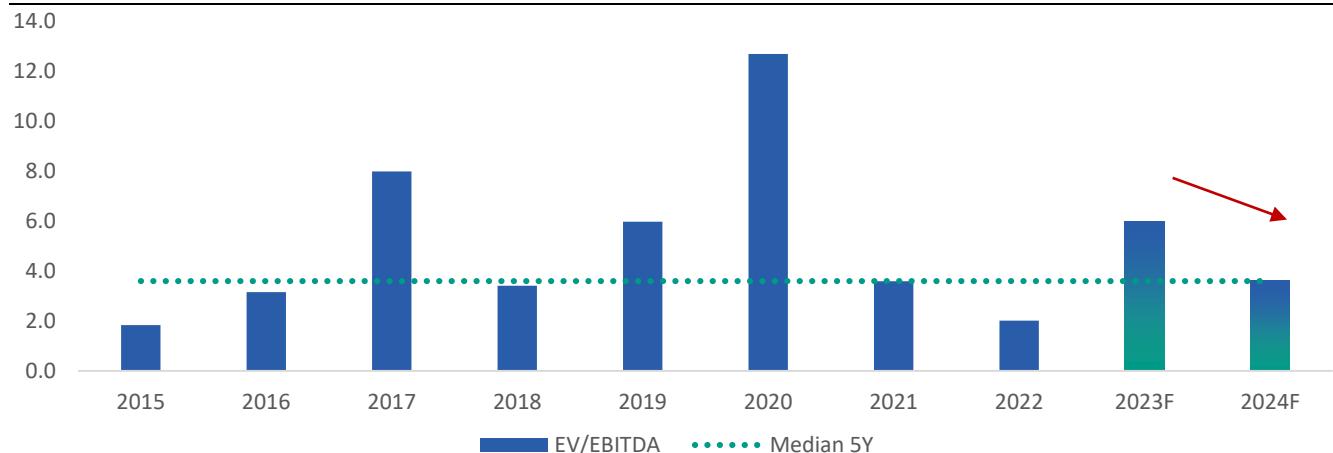
リスク

- 下落リスク:需要回復の遅れと投入ガス価格の上昇により、販売量が予測より低い。
- 上昇リスク:ヨーロッパでのガス価格が上昇することで、尿素生産量が減少すると、世界的な尿素販売価格が上昇する。

評価と推奨

BSC は PB 方法を基づく、DPM の理論株価を 2023 年 10 月 3 日の終値比 21% 増の 4 万 2,000VND/ 株と評価し、DPM の投資評価を「買い」と推奨しております。

DPM の EV/EBITDA

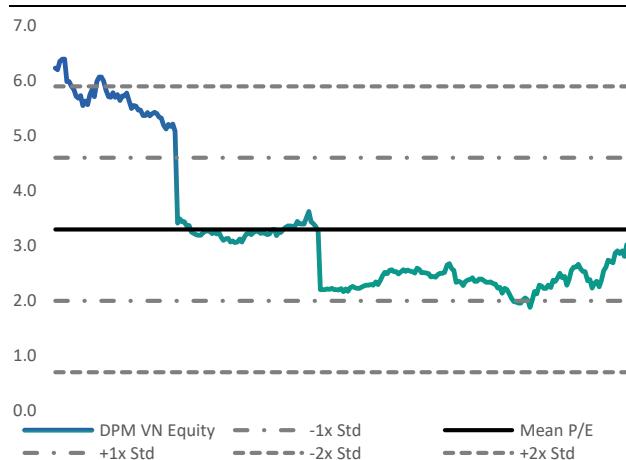


ソース: FinX, BSC Research

銘柄	社名	時価総額 (10 億 VND)	EV (10 億 VND)	EPS (TTM)	P/E	BVPS	P/B
DPM	ベトロベトナム化学肥料社	14,088	11,783	9,537	3.4	31,904	1.0
DGC	ドゥックザン洗濯用洗剤化学品株式会社	34,370	23,820	13,216	4.5	28,268	2.1
DCM	ペトロベトナム・カマウ肥料株式会社	16,676	11,092	5,623	4.5	20,364	1.2
PLC	ペトロリメックス・ペトロケミカル会社	2,650	4,598	1,558	24.2	15,615	2.4
PAT	ベトナムアパタイト・リン株式会社	2,390	2,112	27,537	2.9	21,284	3.8
DDV	ビナケム DAP 式会社	1,592	1,467	1,510	6.7	11,802	0.9
VFG	ベトナム駆除剤株式会社	1,485	1,661	5,765	6.2	27,582	1.3
CSV	南部基本化学式会社	1,823	1,405	7,273	4.4	31,702	1.0
中位		3,355			4.5		1.3x

ソース: FinPro, BSC Research

P/E の評価



P/B の評価



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10 億 VND)	2021	2022	2023F	2024F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F
売上高	12,786	18,627	13,635	14,695	税引後利益	3,799	6,606	1,492	1,780
売上原価	(8,001)	(10,789)	(11,084)	(11,917)	原価償却及び割当て	(479)	(414)	(538)	(538)
売上総利益	4,786	7,838	2,551	2,778	流動資本変更	3,053	3,583	(2,264)	726
販売費用	(818)	(978)	(831)	(789)	他の修正	(34)	(33)	3	(10)
企業管理費用	(425)	(556)	(445)	(423)	営業活動からキャッシュフロー				
営業利益／損失	3,646	6,587	1,275	1,566	フロー	2,516	4,961	1,091	4,471
金融活動収益	176	365	262	248	固定資産購入額	1	(8)	(3)	-
金融活動費用	(75)	(85)	(66)	(55)	その他の投資額	(15)	(15)	(10)	(13)
合弁・関連会社関連収益	3	3	3	3	投資活動からキャッシュフロー				
他の収益	153	19	19	19	フロー	(13)	(23)	(13)	(13)
税引前利益	3,799	6,606	1,492	1,780	配当金	(1,957)	(1,566)	(1,574)	(1,181)
法人税額	(628)	(1,021)	(272)	(319)	他の未収金	1,255	(611)	198	(3,038)
少数株主利益等控除利益	3,117	5,565	1,197	1,433	金融活動からキャッシュフロー				
少数株主持分	54	20	23	28	フロー	(702)	(2,177)	(1,377)	(4,219)
EBITDA	4,080	6,819	1,796	2,087	初期キャッシュフロー	2,029	2,524	2,084	1,786
EPS	7,749	13,897	3,042	3,642	最後期キャッシュフロー	2,524	2,082	1,786	2,025

バランスシート(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F	指標(%)	2021	2022	2023F	2024F
現金及び現金相当	2,524	2,084	1,786	2,025	支払能力				
短期投資	3,455	6,880	4,444	7,165	流動比率	4.6	4.5	3.8	3.8
短期未収金	489	458	447	425	当座比率	3.2	3.4	2.8	2.8
棚卸資産	2,776	3,871	3,658	3,556	資本構成				
その他流動資産	276	285	285	283	負債比率/総資産	23%	31%	19%	28%
流動資産	9,520	13,579	10,619	13,453	負債比率/株主資本	30%	46%	24%	39%
有形資産	3,717	3,255	2,741	2,226	稼動能力				
原価償却	537	515	521	521	棚卸資産回転期間	96.8	112.4	113.5	110.5
建設中非流動資産	174	219	182	-	売掛金回収期間	11.8	11.5	15.2	10.8
長期投資	210	200	190	180	買掛金回収期間	83.2	77.8	112.5	96.8
他の非流動資産	252	403	303	307	現金回転率	25.4	44.0	16.2	24.5
非流動資産	4,398	4,120	3,460	2,758	利益性				
総資産	13,918	17,699	15,524	17,825	売上総利益率	37%	42%	19%	19%
買掛金	771	869	500	2,964	税引後利益率	24%	30%	9%	10%
短期借入	200	202	213	230	ROE	29%	43%	10%	11%
他の短期借入	1,180	1,924	1,623	1,352	ROA	25%	34%	7%	9%
短期借入総額	2,152	2,996	2,337	4,546	評価				
長期借入	700	505	300	150	PE	3.7	17.4	11.8	9.9
他の長期借入	353	181	349	349	PB				
長期借入	1,053	686	649	500		1.0	1.6	1.1	1.1
負債総額	3,205	3,681	2,986	5,046	成長率(前年同期比)				
出資金	3,935	3,935	3,935	3,935	売上高	65%	46%	-27%	8%
株式会社化による資本剩余					EBIT	532%	178%	20%	123%
金	3,086	6,401	4,906	5,144	税引前利益	348%	74%	-77%	19%
未処分利益	3,497	3,497	3,497	3,497	EPS	405%	79%	-78%	20%
少数株主持分	198	186	202	205					
株主資本総額	10,713	14,017	12,538	12,778					
総資本	13,918	17,699	15,524	17,825					
流行中株数(100 万株)	391	391	391	391					

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 Või, 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>

