

ペトロベトナム・カマウ肥料株式会社- HSX:DCM

推奨: 買い

目標価格:
53,300VND

Upside: +16%

肥料業 | BSC Research

投資観点

BSC は DCM 株の 2026 年理論価格を最近のレポートの目標価格に比べて+33%増の 53,300VND/株と評価し、DCM の投資評価を「買い」と上方修正しております。DCM 株の希望利益率は+16% (配当含み) に達すると期待している。

業績予測

- 2026 年には、BSC は DCM の売上高を前年比+17%増の 19 兆 4,050 億ドン、少数株主等控除利益を同+41%増の 2 兆 7,660 億ドン、EPS を 3,549VND/株、Pefw を 13.69x、EV/EBITDA を 5.26xと予想しております。
- 最近のレポートに比べて、売上高と利益をそれぞれ、+20.2%、+79.5%だと上方修正しております。(1)尿素と NPK の販売価格がそれぞれ、+16.4%、+15.8%だと上方修正しており、(2)尿素と NPK 産量がそれぞれ、+5%、+3.5%だと上方修正しております。

業績アップデート

投資観点アップデート

- 予測を覆し、2026 年の平均尿素価格の予測を+10%~15%だと上方修正しております。「利益は 2025 年にピークを迎える」という見通しから継続的な成長シナリオへと変化した。その理由は、(1)ホルムズ海峡での供給途絶と保険上の障壁、(2)中国が 2026 年 8 月末まで輸出を抑制していること、(3)インドで 200 万トンの不足が生じているということです。
- 税制優遇措置のおかげで、利益率は上昇する。販売価格の上昇率が投入ガス価格の上昇率を上回ったことで、売上総利益が増加した。同時に、5%の付加価値税 (VAT) の適用により、生産コストが 5~7%削減される見込みです。

BSC の研究・分析センター

Lưu Thuỳ Linh

(分析者)

Linhht2@bsc.com.vn

企業情報

現値(VND/株):	48,500
流行中株数(100 万株):	529.4
時価総額(10 億 VND):	25,728
30 日間平均売買代金(100 万株):	8.6
外国人投資家保有:	9.1%

リスク

- (1) 生産量および平均販売価格が予想より低い。
- (2) 為替レートの変動、原油価格の上昇傾向、ガス価格の上昇
- (3) 地政学的紛争の延長又は深刻化。

業績	2023	2024	2025	2026F
売上高	12,602	13,456	16,631	19,405
売上総利益	1,982	2,385	4,049	4,906
親会社株主税引後利益	1,107	1,333	1,960	2,766
EPS	2,091	2,286	3,203	3,549

I. 企業アップデート

1. 業績アップデート

2025 年第 4 四半期の業績

10 億ドン	Q4.2025	%QoQ	%YoY	2025	2024	%YoY
売上高	4,528	52%	7%	16,631	13,456	24%
原価	(3,276)	41%	-7%	(12,582)	(11,082)	14%
売上総利益	1,252	91%	84%	4,049	2,374	71%
金融事業による収入	54	-58%	-54%	395	409	-4%
財務費用	(20)	-30%	-22%	(97)	(69)	41%
借入コスト	(18)	-6%	17%	(70)	(44)	59%
関連会社からの利益	-	-	-	-	-	-
販売費用	(382)	41%	3%	(1,176)	(1,039)	13%
管理費用	(473)	340%	423%	(968)	(443)	119%
経営活動による利益	432	14%	38%	2,202	1,233	79%
他の純収入	(4)	100%	116%	(2)	(8)	-76%
税引前利益	436	15%	36%	2,207	1,432	54%
法税	(47)	-8%	36%	(246)	(107)	130%
税引後利益	389	19%	36%	1,962	1,326	48%
少数株主	-	-	-	-	-	-
少数株主等控除利益	390	19%	38%	1,960	1,317	49%
売上総利益率	28%	+5.7dpt	+11.5dpt	24%	18%	+6.7dpt

純利益率	9%	-2.4dpt	+1.9dpt	12%	10%	+2.0dpt
販管費用/売上高	19%	+6.2dpt	+7.9dpt	13%	11%	+1.9dpt

ソース: DCM, BSC Research

2025 年第 4 四半期の業績: DCM の売上高が前年同月比+7%増、前四半期比+52%増の 4 兆 5,280 億ドン、少数株主等控除利益が前年同月比+38%、前四半期比+19%増の 3,900 億ドンとなった。そのうち、

- 売上総利益率は前四半期比+11.5ppt 増、前四半期比+5.7ppt 増の 27.7% となった。
- 販管費用は前年同月比+85%増、前四半期比+126%増の 8,550 億ドン となった
- 金融事業による収入は前年同期比-54%減、前四半期比-58%減の 540 億ドンとなった。原因は金融投資からの利益が減少したためです。

2025 年: 売上高が前年比+26%増の 16 兆 9,610 億ドン、少数株主等控除利益が同+47%増の 1 兆 9,340 億ドンだった。

2025 年第 4 四半期の業績

	単位	Q4/2025	%QoQ	%YoY	2025	%YoY
売上高	10 億 VND	4,528	52%	7%	16,961	26%
販売量	千 t					
- 尿素		209	67%	-7%	805	0%
- NPK		99	135%	18%	335	38%
販売価格	VND/キロ					
- 尿素		11,526	5%	20%	10,750	12%
- NPK		11,309	0%	8%	11,590	3%
売上総利益	10 億 VND	1,252	91%	84%	3,996	68%
売上総利益率	%	28%	+5.7dpt	+11.5dpt	24%	+0.3dpt
- 尿素		46%	+17.8dpt	+19.7dpt	39%	+12.6dpt
- NPK		8%	-14.1dpt	-3.3dpt	15%	+0.7dpt
販売費用	10 億 VND	855	126%	85%	2,146	45%

ソース: DCM, BSC Research

BSC の評価

2025 年第 4 四半期の業績は BSC の予想に当てる。そのうち、

(1) コア事業が突破した。第 4 四半期の売上総利益率が予想を上回った。売上総利益が前四半期比+84%増、前四半期比+91%増となった。

(2)しかし、管理費用が増加した。

2025 年の売上高と少数株主等控除利益が BSC の予想の 99%、94%を達成した。

2. 投資観点アップデート

(2.1) 予想が覆る: 販売価格が過去最高値を記録

BSC は販売価格予想を上方修正しております。それによると、平均尿素販売価格が+10%~15%増、-4%から調整した。販売価格の突破は下記の 2つの要素を基づく。

(i) 中東における供給と輸送の厳しい障壁

中国: 供給状況を逆転させ、輸出制限を延長する。

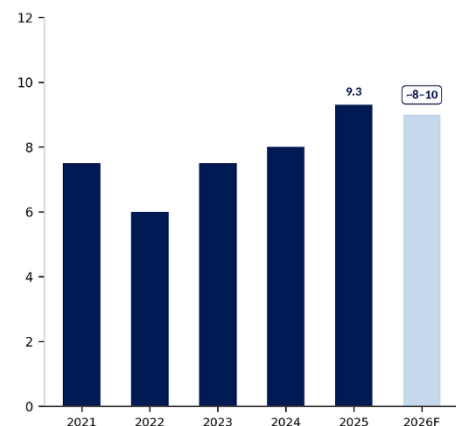
- 供給見通しの逆転: 2025 年末に輸出割当量を緩和するというシナリオ(輸出量は約 600 万トンと予想)とは裏腹に、イラン・イスラエル紛争により中国は厳格な輸出規制を再開した。エネルギー価格の変動が激しい中で国内の食料安全保障を優先することが最優先事項となり、中国は輸出ルートを全面的に引き締めざるを得なくなった。
- 供給源の引き締めプロセスの延長: 規制は少なくとも 2026 年 8 月末まで続く見込みです。中国からの大規模な供給がなくなることで、アジア市場における供給過剰圧力は少なくとも今後 2 四半期は直接解消され、地域における尿素価格が高止まりする余地が生まれます。

重要な市場における供給の見通し(10 万 t)

中国: 輸出政策を変化

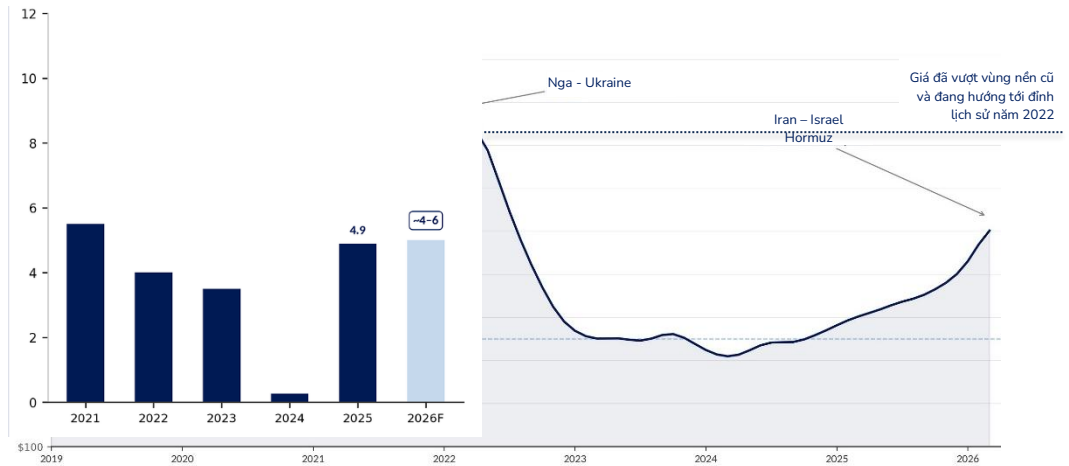
2025 年末までに、中国は輸出量を緩和し、尿素輸出量を約 600 万トンに拡大する見込みですが、イラン・イスラエル紛争により、中国は尿素輸出政策を引き締めしている。

インド: 2026 年の尿素需要が記録的な水準に達する見込み



ソース: CRU, CF Analysis, Aurelion, BSC Research 総合

2019年 – 2026年第1四半期の世界尿素価格



ソース: CBOT, Bloomberg, Aurelion, BSC Research 総合

(ii) インドからの強い需要

(2.2) 利益率の拡大: コストと政策による「二重のレバレッジ」効果。

(i) 販売価格と原価の格差が拡大

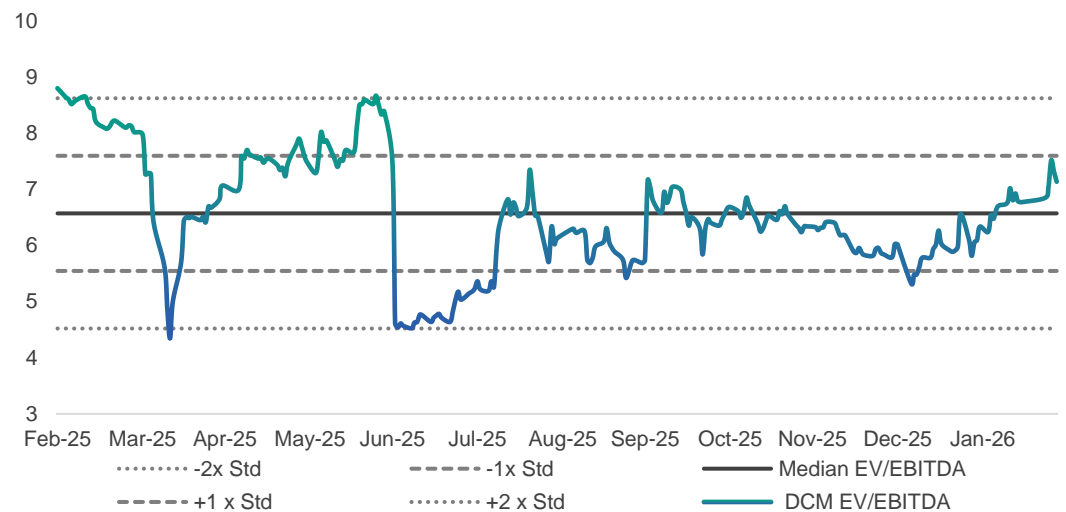
(ii) 5%の付加価値税(VAT)の最適化

II. 評価と推奨

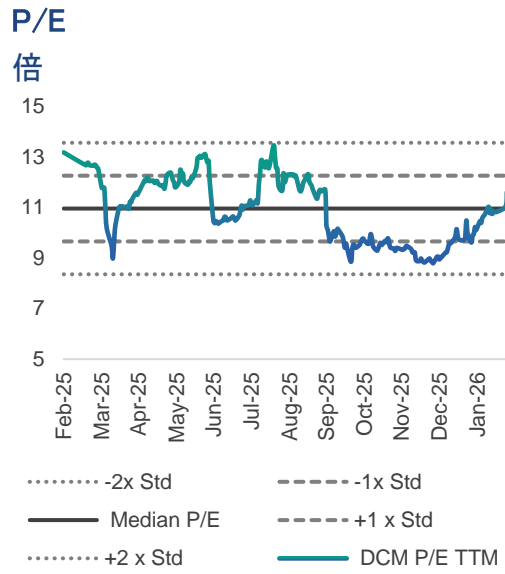
BSC は DCM 株の 2026 年理論価格を最近のレポートの目標価格に比べて +33% 増の 53,300VND/株と評価し、DCM の投資評価を「買い」と上方修正しております。DCM 株の希望利益率は +16% (配当含み) に達すると期待している。

EV/EBITDA

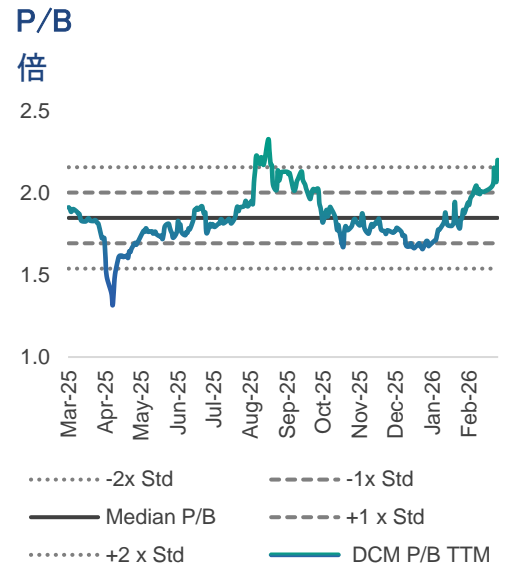
倍



ソース: Bloomberg, BSC Research



ソース: Bloomberg, BSC Research



ソース: Bloomberg, BSC Research

業績(10 億ドン)	2023	2024	2025	2026F
売上高	12,602	13,456	16,631	19,405
売上原価	(10,620)	(11,071)	(12,582)	(14,499)
売上総利益	1,982	2,385	4,049	4,906
販売費用	(786)	(1,013)	(1,176)	(1,188)
管理費用	(510)	(430)	(968)	(997)
経営活動による損益	1,229	1,250	2,202	2,722
金融活動事業による収入	570	384	395	579
財務費用	(27)	(77)	(97)	(176)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	22	199	(2)	(2)
税引前利益	1,251	1,449	2,207	3,124
法人税額	(143)	6	15	(348)
税引後利益	1,107	1,333	1,960	2,766
少数株主持分	1	8	2	10
EBITDA	1,770	1,210	2,247	3,184
EPS	2,091	2,286	3,203	3,549

バランスシート(10 億ドン)	2023	2024	2025	2026F
現金及び現金相当	2,284	1,903	3,590	3,447
短期資産	8,242	7,039	4,082	7,785
短期未収金	389	447	1,259	1,309
棚卸資産	2,137	2,948	4,809	3,045
他の短期資産	191	500	707	466
短期資産	13,244	12,837	14,447	16,052
有形資産	1,600	1,946	2,175	2,026
割引	1,084	268	342	462
長期的な投資	127	607	678	678
他の長期的な資産	-	-	-	-
他の長期的な資産	308	260	342	303
長期的な資産	2,034	2,813	3,197	3,008
総資産	15,278	15,650	17,644	20,105
買掛金	1,408	1,655	1,766	2,900
短期借入	846	1,229	2,226	2,207
他の短期借入	2,272	1,822	1,944	1,589
短期借入合計	4,525	4,706	5,935	6,696
期借入	3	120	57	57
長期借入	756	707	857	954
長期借入総額	759	826	914	1,011
負債総額	5,285	5,532	6,849	7,707
出資金	5,294	5,294	5,294	5,294
株式会社化による資本剰余金	2,075	1,849	1,912	2,728
他の株主資本	2,593	2,938	3,553	4,344
少数株主	28	33	31	32
株主資本総額	9,993	10,118	10,794	12,398
総資本	15,278	15,650	17,644	20,105

キャッシュフロー会計 (10 億ドン)	2023	2024	2025	2026F
税引後利益	1,251	1,449	3,264	3,264
原価償却及び割当て	(1,084)	(268)	(282)	(282)
流動資本変更	(104)	(654)	945	945
他の調整	339	(1,064)	(363)	(363)
営業活動からキャッシュフロー	2,305	61	2,175	2,175
固定資産購入額	(481)	(1,105)	(501)	(501)
他の投資	(989)	1,427	(1,815)	(1,815)
投資活動からキャッシュフロー	(1,470)	322	(2,317)	(2,317)
配当金	(794)	(794)	(1,059)	(1,059)
借入から金額	50	153	1,140	1,140
他の未収金	(745)	(641)	81	81
初期キャッシュフロー	2,126	2,296	1,903	1,903
最終期キャッシュフロー	2,215	2,039	1,843	1,843

指数 (%)	2023	2024	2025	2026F
支払能力				
流動比率	3.1	2.9	2.6	3.2
当座比率	2.6	2.2	1.7	2.6
資本構成				
借入/総資産	35%	35%	39%	38%
借入/株主資本	53%	55%	63%	62%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	76.0	83.8	112.5	98.9
売掛金回収期間	8.4	11.3	18.7	24.2
買掛金回収期間	102.1	109.5	97.0	95.9
現金回収期間	-17.8	-14.3	34.3	27.1
利益性				
売上総利益率	16%	18%	24%	25%
税引後利益	9%	10%	12%	14%
ROE	11%	13%	18%	22%
ROA	7%	9%	12%	15%
評価				
PE	15.5	15.9	10.2	12.8
PB	1.7	1.9	1.6	1.9
成長率				
売上高	-21%	7%	24%	17%
EBIT	-84%	137%	187%	143%

流行中株数(10万株)	529	529	529	529	税引前利益	-73%	16%	45%	42%
					EPS	-73%	9%	34%	11%

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。

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited..

BSC 本社

F8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

F4, F9 President Place

93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510



推奨システム

推奨	説明
強い購入	1 年間利益率は 30%以上になると期待されております。
購入	1 年間利益率は 15～30%以上になると期待されております。
ホールド	1 年間利益率は 10～15%以上になると期待されております。
売却	1 年間利益率は 10 未満と期待されております。

連絡先 – 研究・分析センター

Trần Thăng Long
分析・研究部の部長
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa
分析・研究部の副部長
マクロ – 市場
Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương
分析・研究部の副部長
定量
Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
分析・研究部の副部長
業界・企業
Buupq@bsc.com.vn

銀行・金融業

Dương Quang Minh
リーダー、分析者
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí
分析者
Tridm@bsc.com.vn

不動産業、建設用材料業

Phạm Quang Minh
リーダー、分析者
Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt
分析者
Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy
分析者
Duyinch@bsc.com.vn

石油・ガス業、肥料業、化学業

Nguyễn Thị Cẩm Tú
リーダー、分析者
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thùy Linh
分析者
Linht2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường
分析者
Truongnd@bsc.com.vn

小売り業、輸出業、Logistics 業

Phạm Thị Minh Châu
リーダー、分析者
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng
分析者
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy
分析者
Huytnt@bsc.com.vn