

業界: 建材

**推奨** **買い** ナムキム鉄鋼株式会社(HSX: NKG)  
黄金時代に戻る。

現値:	20,250	レポート作成日:	08/03/2021	<b>株主構成</b>	
前理論価格	N/A	流行中株数(100万)	171,999,900	Hồ Minh Quang	13.64%
新理論価格:	27,200	時価総額(10億ドン)	3,285	Võ Hoàng Vũ	11.05%
配当率	0%	過去1ヶ月平均売買高:	5,033	CTCP ĐTTM SMC	5.29%
<b>上昇率</b>	<b>34.3%</b>	外国人投資家保有率	12.3%	KIMC	4.68%

**業界分析:**

**Nguyễn Thị Kiều Hạnh**  
(建材、不動産)

[hanhntk@bsc.com.vn](mailto:hanhntk@bsc.com.vn)

**テクニク分析:**

**Nguyễn Tiến Đức**

[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

推奨価格 :

20,000

損切り値:

14,080

**株価の推移**



**評価**

BSC は PE 方法に基づく NKG 株の理論株価を 2 万 7,200VND/株と評価し、NKG の投資評価を「購入」と推奨しております。

**業績予測**

BSC は 2021 年には、生産量が前年比+15%増の 81 万 t、販売価格が同 +12 % 増となるという仮定を基づく、NKG の収入を前年比+27.7%増の 14 兆 7,620 億ドン、税引後利益を同+103%増の 6,005 億ドン、EPS を 3,397VND/株と予想しております。

**投資観点**

- (1) 鉄鋼業は新しい成長周期に入るのには鉄鋼企業の順調な経営条件を作る。
- (2) NKG は亜鉛メッキ鋼板生産工場の生産能力を最大化し、成長需要を満たす為に、各工場での倉庫の代わりに、全ての完成品を集中する倉庫を建設する予定です。

**CATALYST**

NKG は HRC 価格上昇傾向から恩恵を受ける。一方、HRC が下落したら、リスクを発生する可能性がある。

**リスク**

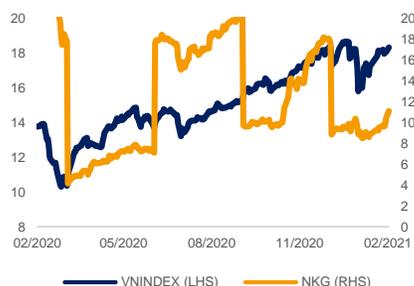
- (1) 原材料価格特に HRC 価格は変動する。
- (2) 多くの国は貿易防衛措置を強化する。

## 企業アップデート

(1)2020年には、NKGの税引後利益が前年比6倍の2,950億ドンで、売上高が同-5.1%減の11兆5,600億ドンを達した。この好調な事業は生産を再構成し、借入金額が2019年に減少し、HRC価格が2020年第2四半期に上昇したことから由来した。

(2)NKGは2021年には収入を前年比+38%増の16兆ドン、税引後利益を同2倍の6,000億ドンと計画しています。BSCによると、2021年第2四半期中までの輸出受注数及びHRC価格の推移を見ると、NKGの事業計画の実行可能性が高いと評価されている。HSGの2019年～2020年度の配当率が10%である。

## P/E



	2020	2021F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020	2021F
PE (x)	11.2	5.6	12.8	18.3	収入	14,812	12,177	11,560	14,762
PB (x)	1.0	0.9	1.1	2.5	売上総利益	793	342	869	1,295
PS (x)	0.3	0.2	0.4	2.0	税引後利益	57	47	295	601
ROE (%)	9.5%	17.4%	5.8%	13.7%	税引後利益成長率	-91.9%	-17.4%	524.1%	103.3%
ROA (%)	3.8%	7.0%	2.4%	2.2%	EPS	363	260	1,690	3,397
EV/ EBITDA (x)	6.4	5.7	8.8	17.3	純借入/株主資本	1.5	1.0	0.9	1.1

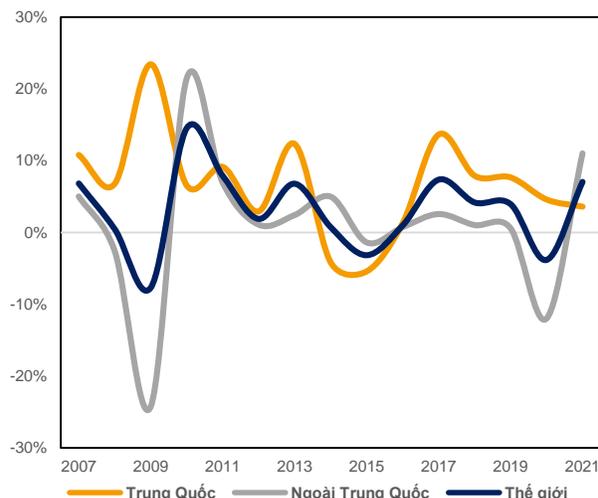
## 投資観点

(1)鉄鋼業は新しい成長周期に入るのには鉄鋼企業に順調な経営条件を作る。

ブルームバーグ インテリジェンスによると、2021年の世界鉄鋼需要は中国の需要が+3%増、他の国の需要が+11%増などの多くの地域の需要回復のおかげで、5%増となると予測されている。多くの市場で需要が増えると共に、中国などの市場で輸入鉄鋼製品の供給源が不足していることで、世界鉄鋼価格が上昇すると予測されている。

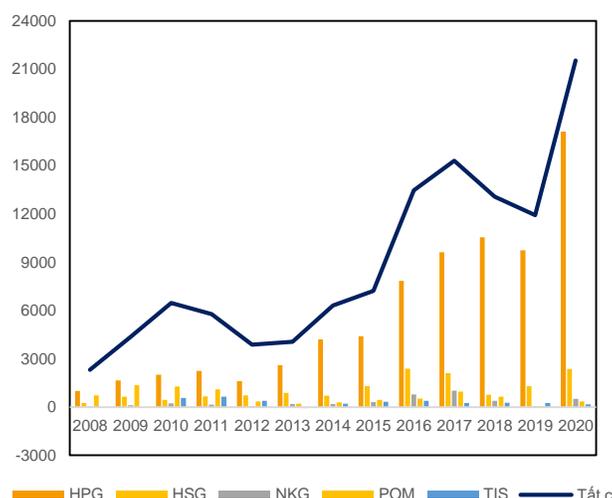
ベトナムの鉄鋼業は直近の3年間困難に直面した後、(1)投資、建設業及び(2)サポーティング・インダストリー、製造・加工業からの動力のおかげで2021年以後新しい成長周期に入っている。ベトナム鉄鋼協会(VSA)の予想によると、2021年の鉄鋼業の産量が100万tを追加増加し、年間鉄鋼輸入需要の一部を満たす。鉄鋼業の販売総量は前年比+2%増の2,380万tであると予測されている。

米国、ヨーロッパ、インドでの鉄鋼需要の急増は建設投資及び生産経営活動の回復から由来する。



ソース: WorldSteel, Bloomberg Intelligence

ベトナム鉄鋼業は2020年以後販売価格が高い水準で留まったことで、新しい利益成長周期に入っている。

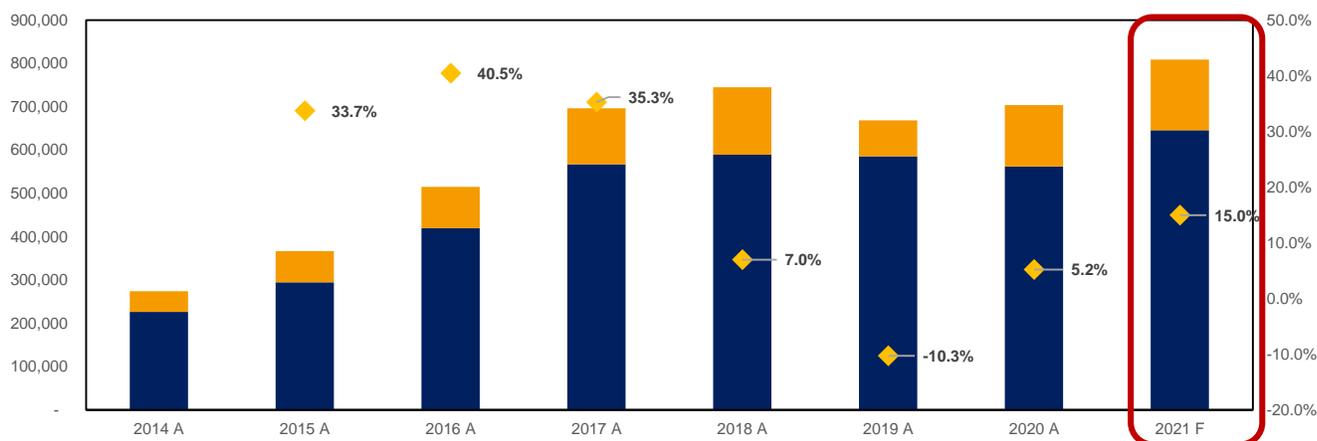


ソース: FiinPro, BSC Research

(2)NKG は亜鉛メッキ鋼板屋根シート工場の生産能力を最大化し、成長需要を満たす為に、各工場での倉庫の代わりに、全ての完成品を集中する倉庫を建設し、鋼管工場を移転する予定です。総規模が4ヘクタールである。NKGは完成品を集中する倉庫を建設することで、産量を増加させ、生産活動を多様化し、現在工場の活動を最大化することができると期待している。このことのおかげで、NKGが2019年に借入額を減少する為に生産再構成し、年間生産能力50万tのNam Kim 1工場を譲渡し、Nam Kim Corea 有限会社の資本金を譲渡した後、成長時期に戻ることができるだろう。倉庫を拡大する案件への総投資額は2,500億ドンである。NKGの2020年の税引後利益が3,000億ドンで、2020年12月31日までの未処分税引後利益が5,760億ドンに達したことを見ると、この総投資額がNKGにとって実行可能性が高いだろう。

2021年第2四半期中までのNKGの輸出受注数を見ると、2021年には国内建設需要が大きく増えると期待されている。BSCの仮定によると、NKGの2021年の販売量が前年比+15%増の81万tを達す可能性がある。

鉄鋼業が新周期に入ると、NKGの2021年の販売量が前年比+15%増となると予測されている。倉庫を拡大する為の投資した後、倉庫により成長限定が処理される。

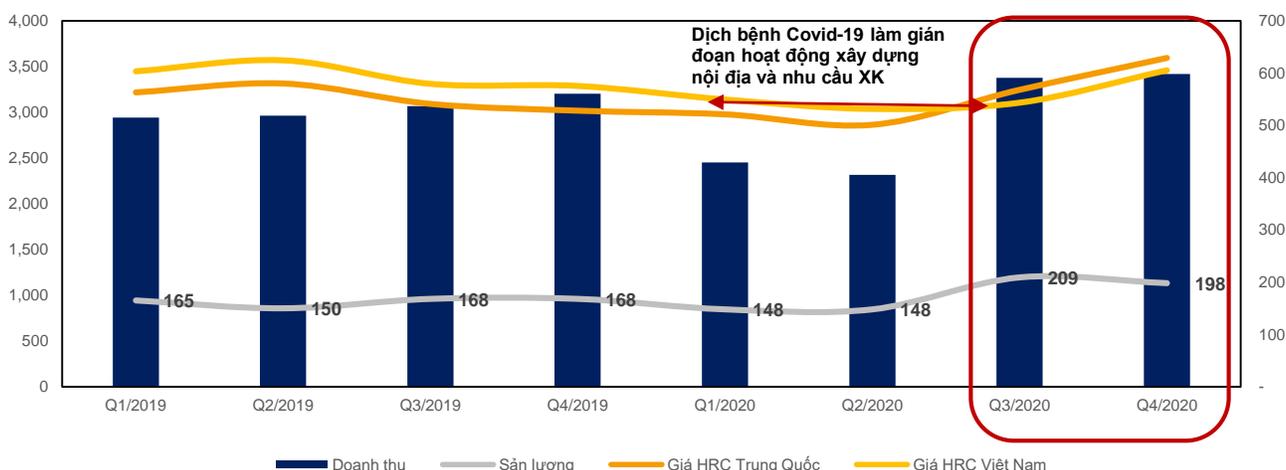


ソース: WorldSteel, Bloomberg Intelligence

## 企業アップデート

2020年業績では、売上総利益が6倍で増加した。

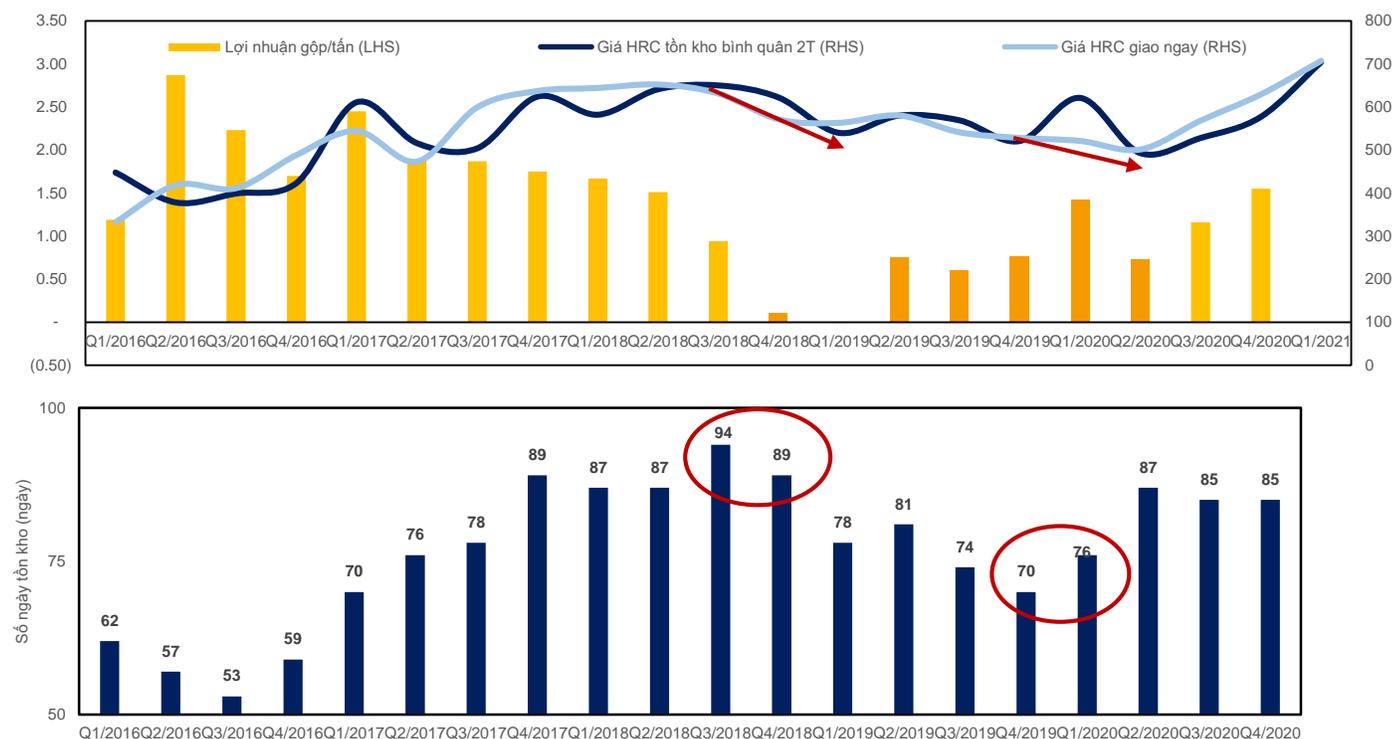
収入は2020年上半期に2兆5,000億ドン以下に減少した後、(1)下半期の販売量が上半期に比べて40%増加した、(2)HRC価格が軒並み上昇した(第3四半期:前四半期比+15~60ドル/t増、第4四半期:同+60ドル/t増、2020年下半期のHRCの平均価格が2020年上半期及び前年同期に比べてそれぞれ、+80~90ドル/t増、+60ドル/t増)という要素を基づく、下半期には+40%増となった。



ソース: FiinPro, BSC Research

NKGの売上総利益はHRC価格と共に変動した。BSCはNKGが在庫品を慎重に管理していることで、売上総利益へのHRCの値下げのマイナスな影響を緩和すると考えております。2020年第4四半期から、HRC価格が大幅に上昇していたが、NKGが投機筋の為に在庫品

率を上げなくて、第2四半期及び第3四半期に相当する在庫率を維持した。そのために、HRC 価格が急落したが、NKG の売上総利益が大幅に減少しなかった。



	2019A	2020	% YoY	
売上高	12,177	11,560	-5.1%	NKG の販売総量が+前年同期比 5.2%増となったが、平均販売価格が HRC 平均価格と共に下落したことで、収入が同-5.1%減となった。
消費量	668,863	703,733	+5.2%	
鋼管	82,876	141,744	+71%	
亜鉛メッキ鋼板	585,987	561,989	-4.1%	
売上総利益	342	869	+154%	HRC 価格が 2020 年下半期に上昇したことで、NKG の売上総利益率が 7.5%となった。
売上総利益率	2.8%	7.5%		
販売費用	210	268	+27.4%	2019 年に NKG が Nam Kim 1 工場及び Nam Kim Corea 有限会社の出資資本を譲渡したことからの収入の 1,950 億ドルを計上したが、資産運用による収益が増加したことのおかげで、税引後利益が 6.2 倍で増加した。
管理費用	69	92	+33.8%	
EBIT	63	509	+711%	
資産運用による収益	107	89	-16.7%	
財務費用	275	281	+2.3%	
税引前利益	90	321	+256%	
税引後利益	47	295	+524%	
EPS	260	1,690		負債/株主資本の比率は、財務状況を再構成し、2019 年以後長期借入を一部決済し、短期借入が減少したことのおかげで、0.94 倍で 1.02 倍から低下した。
負債比率/総資産	56.3%	46.1%		
ROA	1.9%	6.6%		
ROE	6.8%	19.1%		

ソース: Bloomberg, FiinPro, BSC Research

**NKGは2021年の税引後利益を2倍増加すると計画した。**

**NKGの取締役会は2021年業績計画を承認した。具体的には下記の通りである。**

- 収入:前年比+38%増の16兆ドン
- 税引後利益:前年比+50%増の6,000億ドン

BSCの評価によると、2021年第2四半期中までの輸出受注数及びHRCの価格推移を見ると、NKGの事業計画の実行可能性が高いだろう。

現在、HRC価格は上昇しているのは(1)多くの地域で需要が回復し、(2)鉄鉱石、石炭、スクラップ鉄鋼などの投入原材料価格が大幅に上昇しているということから由来する。

しかし、BSCの予測によると、中国、インドなどの国々からの供給源が新型コロナウイルス感染症により中断された後早く増加することで、鉄鋼価格が2021年第2四半期から段々下落する可能性がある。

**鉄鋼価格が急落しなくて、生産回復と共に段々下落する可能性があると予測されている。**

BSCの評価によると、HRCの値上げの要素は。最初には鉄鋼需要、特に平たい鉄鋼需要が大きく増えるのは2021年に世界における多くの地域で工業生産活動が強化されることから由来する。また、ブラジルで発掘量が遅く回復すると共に、オーストラリアと中国の政治的緊張が高まっていることで、鉄鉱石の価格が短期的に下落するだろう。さらに、石炭価格が2020年に100ドル/tに下落した後、大幅に上昇すると予測されている。

⇒ つまり、HRC価格が現在の高値から下落するが、段々変動すると予測されている。その為に、NKGの倉庫コストと利益は2018年～2019年間に比べて低レベルで維持するだろう。

## 2021年業績予測

BSCは2021年には、NKGの売上高を前年比+27.7%増の14兆7,620億ドンと予想しております。売上高の増加は生産量が前年比+15%増の81万t、販売価格が同+12%増となるという仮定から由来する。また、2021年の売上総利益を1兆2,950億ドンで、売上総利益率を8.8%、税引後金利を前年比+103%増の6,005億ドン、EPSを3,397VND/株と予想しております。

## 評価

BSCはPE方法を基づく、PEが8xでNKG株の理論株価を2万7,200VND/株と評価し、NKGの投資評価を「買い」と推奨しております。

長期的な成長率	3%
9年間(2012年~2020年)周期における株主資本の平均収益性	13%
株主資本の希望利子	12.9%
$\beta$ [ベータ]係数	1.27
非危険利子率	2.5%
市場リスクプレミアム	8.2%

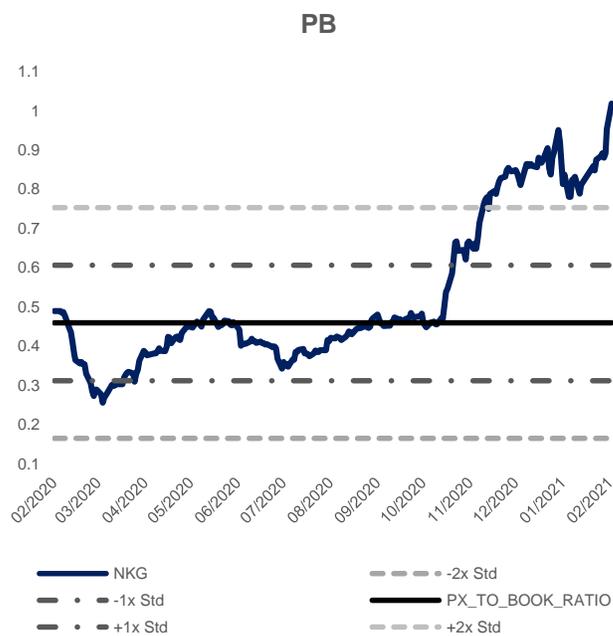
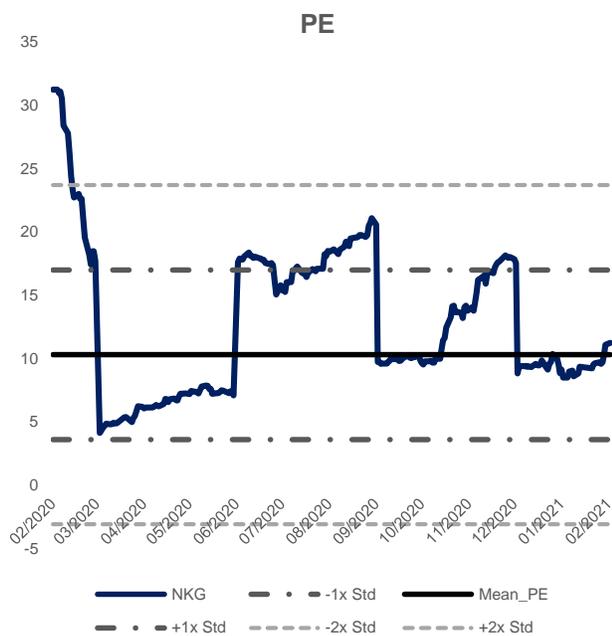
$$\text{Justified P/E} = \frac{(ROE-g)/ROE}{k-g} = 7.8 \text{ (倍)}$$

NKG 株価の敏感度

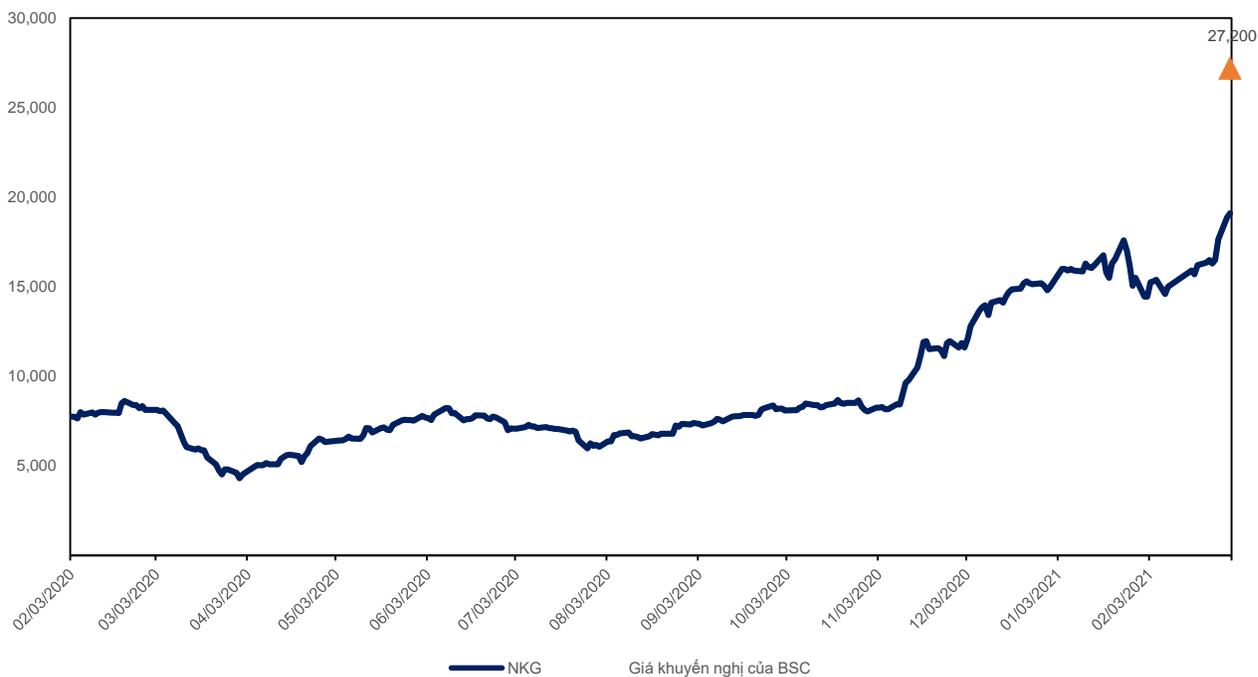
株価 (ドン/株)  
EPS 2021 (1000 ドン/株)

		3.066	3.227	3.397	3.567	3.745
	27,173					
P/E	6.0	18,393	19,361	20,380	21,399	22,469
	7.0	21,459	22,588	23,777	24,966	26,214
	8.0	24,524	25,815	27,173	28,532	29,959
	9.0	27,590	29,042	30,570	32,099	33,704
	10.0	30,655	32,268	33,967	35,665	37,448
	11.0	33,721	35,495	37,363	39,232	41,193

ソース: BSC Research



### NKGの株価推移



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2021F
売上高	14,812	12,177	11,560	14,762	税引後利益	57	
売上原価	14,019	11,835	10,690	13,467	原価償却及び割当て	421	
売上総利益	793	342	869	1,295	流動資本変更	1,857	
販売費用	325	210	268	342	営業活動からキャッシュフロー	2,336	
企業管理費用	78	69	92	117			
営業利益／損失	390	63	509	835	固定資産購入額	-428	
金融活動収益	98	107	89	23	他の投資	234	
金融活動費用	430	275	281	191	投資活動からキャッシュフロー	-195	
借入費用	339	237	222	191			
合弁・関連会社関連収益	-	-	-	-	配当金	-1	
他の収益	5	195	4	-	借入から金額	-1,748	
税引前利益	62	90	321	667	他の未収金	-24	
法人税額	5	43	25	67	金融活動からキャッシュフロー	-1,773	
税引後利益	57	47	295	601			
少数株主持分	0	0	0	0	初期キャッシュフロー	93	
少数株主利益等控除利益	57	47	295	601	中期キャッシュフロー	369	
EBITDA	811	505	886	1,306	最後期キャッシュフロー	461.00	
EPS	363	260	1,690	3,397	税引後利益	57	

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F	指数(%)	2018
現金及び現金相当	659	778	589	962	支払能力	
短期投資	745	877	1,439	1,779	流動比率	1.0
短期未収金	2,421	2,589	2,150	3,820	当座比率	0.4
棚卸資産	278	191	95	121		
流動資産	4,102	4,435	4,273	4,047	資本構成	
有形固定資産	3,272	3,049	2,727	2,389	流動資産／総資産	18.4%
無形固定資産	260	247	249	234	買掛金／総資産	26.3%
賃貸固定資産	-	162	151	139	短期負債／総資産	48.3%
建設中非流動資産	444	49	59	-	借入／総資産	54.5%
長期投資	9	48	23	23		
他の非流動資産	32	70	59	158	稼働能力	

非流動資産	4,020	3,629	3,271	2,887	棚卸資産回転期間	60
総資産	8,122	8,064	7,544	9,631	売掛金回収期間	42
					買掛金回収期間	228
買掛金	548	1,819	850	1,107	現金回転率	(126)
短期借入	3,201	2,389	2,520	4,065		
他の短期借入	175	135	509	646	利益性	
短期借入総額	3,924	4,342	3,878	5,818	売上総利益率	5.4%
長期借入	1,225	703	482	93	EBIT	2.6%
他の長期借入	1	2	2	2	税引後利益率	0.4%
長期借入	1,226	705	484	95	ROE	1.9%
負債総額	5,151	5,048	4,362	5,913	ROA	0.6%
出資金	1,820	1,820	1,820	1,820		
株式会社化による資本剰 余金	766	766	766	766	成長率(前年同期比)	
未処分利益	313	356	576	1,099	収入	65.3%
他の株主資本	72	74	18	33	税引後利益	29.5%
少数株主持分	-	-	-	-	税引前利益	61.6%
株主資本総額	2,971	3,017	3,181	3,718	総資産	1.4%
総資本	8,122	8,064	7,544	9,631	株主資本	9.3%

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 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>**