

推奨

買い

ナムキム鉄鋼株式会社(HSX: NKG)

現値:	51,200	レポート作成日:	10/03/2022	株主構成	
理論価格:	60,400	流行中株数(100万)	219.4	Hồ Minh Quang	12.83%
配当率:	N/A	時価総額(10億ドン)	11,233	Unicoh Speciality Chemicals	5.88%
上昇率	18%	過去1ヶ月平均売買高:	13,394,980	CTCP ĐT TM SMC	4.98%
		外国人投資家保有率	8.24%	Vietnam Enterprise Investment	4.92%

業界分析:

Đình Mạnh Thắng
(建設用材料)

thangdm@bsc.com.vn

テクニク分析:

Vũ Việt Anh

anhvv@bsc.com.vn

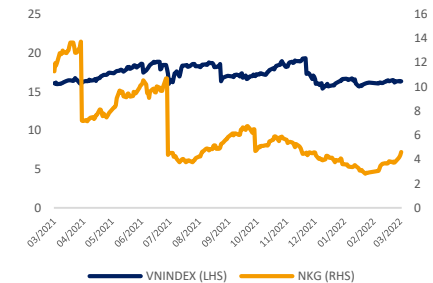
推奨価格: 63,000 VND

損切り値: 46,500 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



評価

- NKG の PE_{fw} は 4.7xであり、同業界の株価に比べて安いだろう。
- BSC は PE 方法を基づく NKG 株の理論株価を 2022 年 3 月 10 日の終値比 18% 増の 6 万 400VND/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 2022 年には、(1)鉄鋼販売量が前年比+25.7%増加する、(2)売上総利益率が HRC の価格が前年比 5%減少することにより前年比 1%減となるという仮定を基づく、NKG の売上高を前年比+20%増の 33 兆 7,880 億ドン、税引後利益を同+7.8%増の 2 兆 3,990 億ドン、EPS を 10,985VND/株と予想しております。

投資観点

- 亜鉛メッキ鋼板生産能力が前年比 30%増加することで、消費量が増加する。輸出市場は(1)発展国の輸出需要、(2)ベトナムの安い生産費用について利点があるという要素を基づく、収入構成に重要な役割を果たすだろう。
- 利益率の減少は(1)輸出市場での競争圧力が高い、(2)投入原材料価格の変動から由来する。

リスク

- 鉄鋼販売価格は前年比 5%減となる。
- 原材料価格は予想より大きく変更する。

企業アップデート

- 2021年の鉄鋼製品消費量は前年比 64%増の 115 万tであり、そのうち、亜鉛メッキ鉄板の販売量が同 74%増の 97 万 8,000t、鉄鋼官の販売量が同 22%増の 17 万 3,000tだった。
- 亜鉛メッキ鉄板輸出量は 71 万 9,000tで、消費総量の 74%を占めている。

	2021	2022F	Peer	VN-Index		2019	2020	2021	2022F
PE (x)	7.20	4.70	6.66	16.89	収入	12,177	11,560	28,173	33,788
PB (x)	1.50	1.39	2.19	2.61	売上総利益	342	869	4,270	4,783
PS (x)	0.36	0.33	1.24	3.80	税引後利益	47	295	2,225	2,399
ROE (%)	38.9%	29.7%	42.0%	10.3%	税引後利益成長率	260	1,622	10,189	10,985
ROA (%)	14.5%	13.6%	19.7%	6.4%	EPS	N/A	524%	528%	8%

企業アップデート

NKGの2021年業績は印象的に成長し、とりわけ、売上高が前年比 144%増の 28 兆 1,730 億ドン、税引後利益が同 654%増の 2 兆 2,250 億ドンだった。業績の増加は主な亜鉛メッキ鉄板輸出活動から由来した。

2021年第4四半期と2021年の業績

10 億ドン	Q4.2021	Q4.2020	% yoy	2021	2020	% yoy	ノート
売上高	8,780	3,418	157%	28,173	11,560	144%	鉄鋼消費量が前年比 64%増となり、鉄鋼平均販売価格が同 43 増となったことで、売上高は大きく成長した。
市場別収入:							
国内				9,005	6,874	31%	
輸出				19,201	4,740	305%	
売上総利益	1,058	307	244%	4,270	869	391%	
売上総利益率	12.0%	9.0%		15.2%	7.5%		
販管費用	537	110	388%	1,521	360	323%	販売費用は輸出費用の増加で大幅に増加した。
販管費用/売上高の比率	6.1%	3.2%		5.4%	3.1%		

EBIT	521	197	164%	2,749	509	440%	
借入コスト	68	49	39%	244	222	10%	
金融活動事業による収入	106	25	324%	199	89	124%	現金と短期的な金融投資が前年比 102%増となったことで、金融活動事業の収入が大幅に増加した。
税引後利益	452	154	194%	2,225	295	654%	
鉄鋼消費量(t)							
鉄鋼官	34,315	58,030	-41%	173,336	141,744	22%	
亜鉛メッキ鉄板	251,692	140,450	79%	978,543	561,989	74%	
国内消費シェア							
鉄鋼官	7%	8%		8%	6%		
亜鉛メッキ鉄板	9%	10%		10%	12%		
輸出シェア							
亜鉛メッキ鉄板	22%	17%		21%	18%		
消費総量の輸出比率							
亜鉛メッキ鉄板	80%	57%		77%	53%		
バランスシート							
短期借入				3,773	2,520	50%	
長期借入				46	482	-90%	
在庫				8,281	2,371	249%	2021 年第 2 四半期から鉄鋼価格が大幅に上昇した時、NKG は原材料と完成品の備蓄を促進した。
現金及び現金相当				751	219	243%	

ソース: NKG, Fiinpro, BSC Research

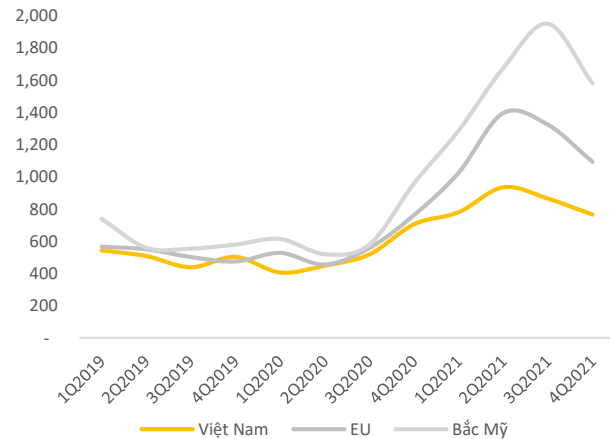
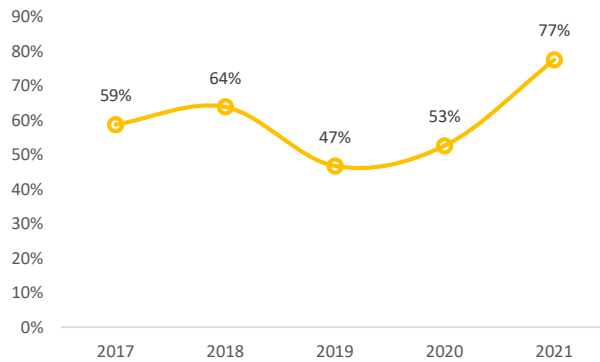
2022 年業績見通し

亜鉛メッキ鉄板輸出は今後 NKG の成長原動力である。

輸出市場は NKG の販売戦略の焦点である。直近の数年間には、NKG は亜鉛メッキ鉄板輸出割合を高い水準で維持している。特に、新型コロナウイルス感染症の流行がヨーロッパ市場と北米での鉄鋼サプライチェーンを混乱させて、平鋼価格が急増した時、NKG は輸出活動を強化している。

亜鉛メッキ鉄板販売総量の輸出比率は 2021 年に大幅に増加した。

HRC 価格はヨーロッパと北米で急増した。



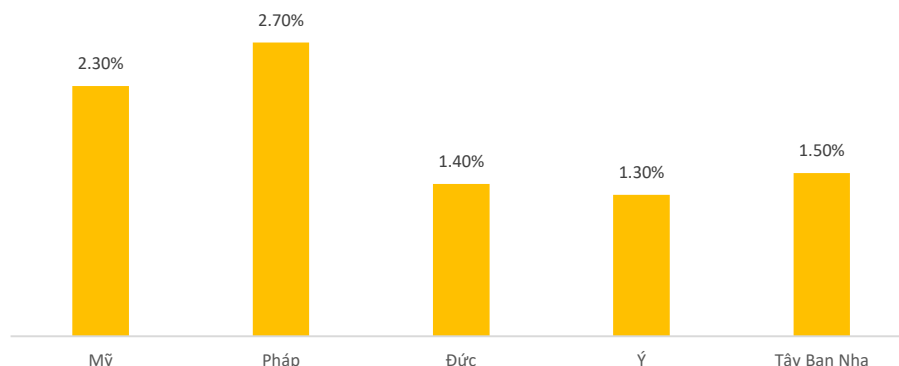
ソース: NKG, Bloomberg, BSC Research

BSC は NKG が(1)ヨーロッパと北米での消費需要が高い水準で維持している、(2)生産費用が 2022 年第 2 四半期まで低い水準で維持するという要素を基づく、亜鉛メッキ鉄板輸出比率を 80%以上に維持し続けると考えております。

(1)ヨーロッパと北米市場での鉄鋼消費需要は高い水準で維持するだろう。理由は(1)これらの国が大規模なインフラをアップグレードするために津市する計画がある、(2)ロシアとウクライナの紛争がヨーロッパでの鉄鋼供給を混乱させる可能性がある。

(i) これらの国が大規模なインフラをアップグレードするために津市する計画がある。米国は現在から 2030 年まで 2 兆 2,000 億ドルを投資すると予想されているが、ヨーロッパの投資パッケージ規模がより小さくて、実施期間も短くなるが投資規模が最大 7,500 億ユーロであるだろう。BSC はインフラへの投資展開がこれらの市場での鉄鋼消費需要を刺激すると考えております。

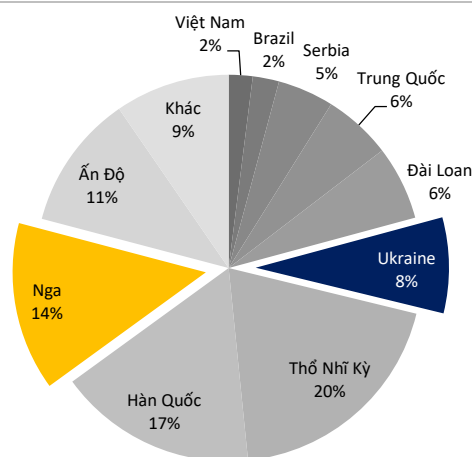
ヨーロッパと米国の経済刺激策の規模(% GDP)



ソース: Allianz, BSC Research

(ii) ロシアとウクライナの紛争はヨーロッパでの鉄鋼供給を混乱させる可能性がある

ロシアとウクライナでの鉄鋼輸出は大きな割合を占めている。

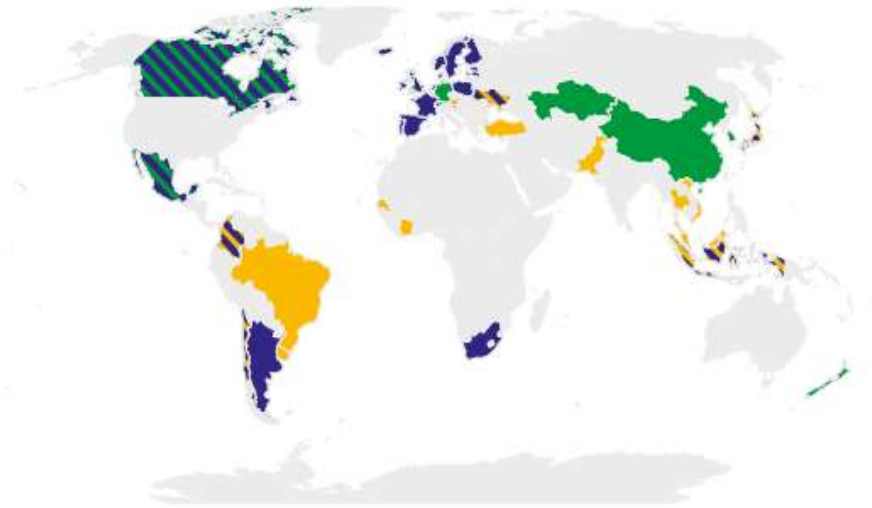


ソース: Eurofer, BSC Research

(2) 生産費用は(1)ベトナムで鉄鋼業の管理政策が輸入国より順調である、(2)クリーン生産傾向によりいくつかの輸出国が鉄鋼クラップ価格の上昇に影響を受ける、(3)国内HRCの供給が小幅に増加すると予測しているという要素のおかげで、短期的に低い水準で維持している。

(i) ベトナムでの鉄鋼業環境影響管理政策は他の輸出国より緩い。ヨーロッパと北米などの先進国での鉄鋼供給は環境を確保するために炭素排出量を削減する政策によって制限されている。

ほとんどの先進国は炭素排出を管理するための措置を適用しています。



緑色:ETS を適用した (*)

黄色:ETS 或いは炭素税の適用を検討する。

(*) 最大排出制限

紫色:炭素税の適用を検討する

紫色付け緑色: ETS 或いは炭素税を適用した

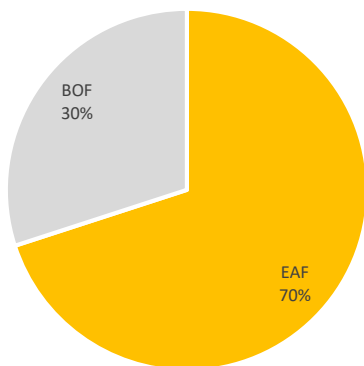
紫色付け黄色:炭素税を適用した、ETS の適用を検討する

ソース: World Bank, BSC Research

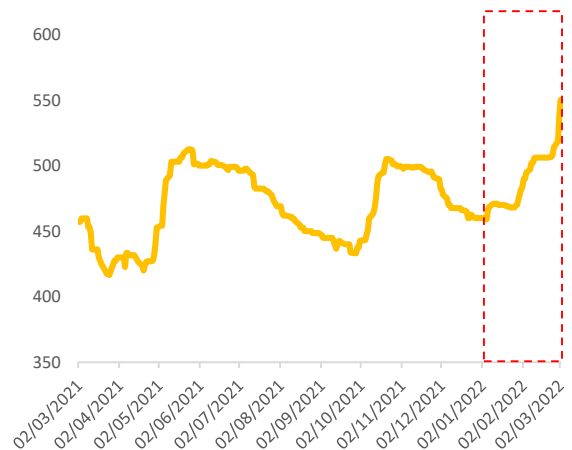
(ii) スクラップ鉄鋼の価格が上昇すると、大手な輸出国での生産費用はクリーンな鉄鋼生産傾向により大きな影響を受けるだろう。トルコ、韓国などの大規模な鉄鋼輸出国は炭素排出量を制限するために鉄鋼生産に電気炉技術(EAF)を利用することを強化している。そのうち、スクラップ鉄鋼が投入原材料費用の70%以上占めている。そのために、鉄鋼スクラップ需要が上昇したことで、スクラップ鉄鋼価格が2021年の平均水準を上回った。

スクラップアンドビルドの価格は、需要の高まりを反映して、2022年の初めから急激に上昇しています。

電気炉で鉄鋼生産技術はトルコでの鉄鋼生産に大きな割合を占めている。



2022年初からのスクラップ鉄鋼価格は需要の増加に大きく上昇している。

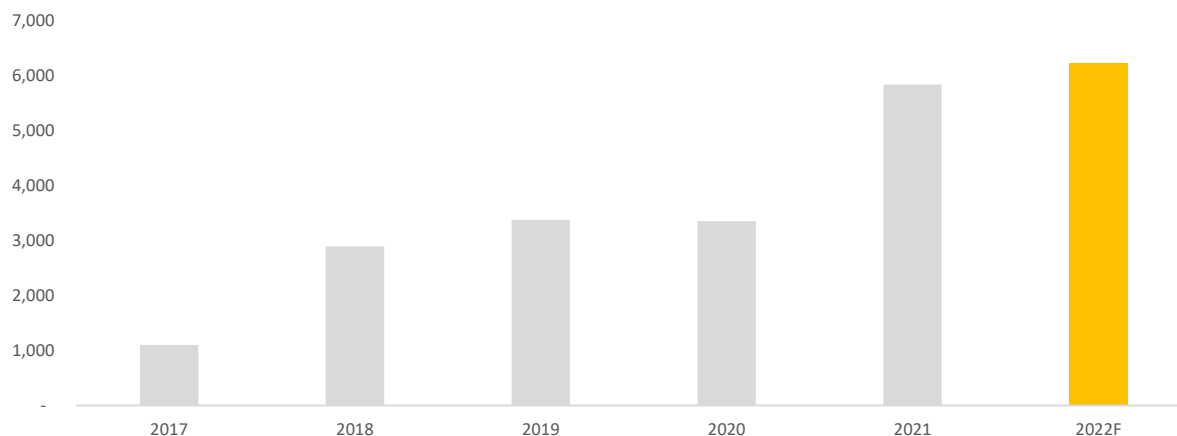


ソース: Kallanish, Bloomberg, BSC Research

(iii) HPG は国内販売方針を維持していることで、国内 HRC 供給は引き続き確保されている。そのために、BSC は HRC 供給と投入 HRC 価格差がベトナムの亜鉛メッキ鉄鋼輸出企業にとって十分に魅了敵であると信じております。

HPG の工場がフル稼働すると、2022 年の HRC の国内供給はわずかに増加すると予想されます。

HPG の工場がフル稼働すると、2022 年の国内 HRC 供給が小幅に増加すると予測されている(100 万t)



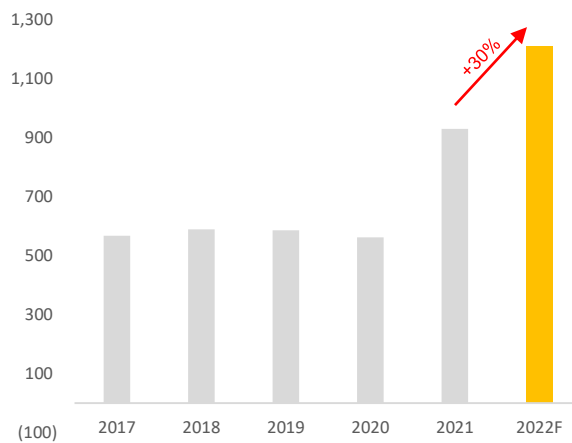
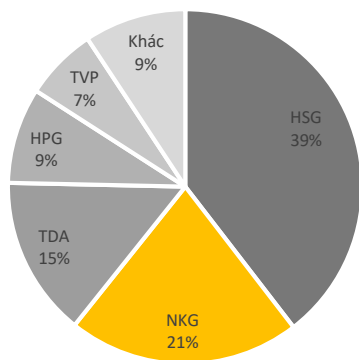
ソース: Fiinpro, BSC Research

BSC は重要な輸出市場での需要は高い水準で維持していると考えております。NKG は大きな輸出市場シェアのおかげで恩恵を受けるだろう。NKG はベトナムでの大手な亜鉛メッキ鉄鋼生産企業であり、HSG に次ぎ 2 位となっている。NKG の市場シェアは 2021 年に拡大した。BSC は NKG が 2022 年第 2 四半期に亜鉛メッキ鉄鋼生産能力を年間 100 万tから 130 万tに引き上げる計画があるために、NKG の 2022 年市場シェアが引き続き拡大されるだろう。

BSC の推定によると、NKG は計画の通りに生産能力を引き上げれば、NKG 亜鉛メッキ鉄鋼製品が前年比 30%増加するだろう。

NKG は亜鉛メッキ鉄板輸出企業に 2 位で維持している。

2022 年亜鉛メッキ鉄鋼消費量は 前年比 30%増加すると予測されている(100 万 t)



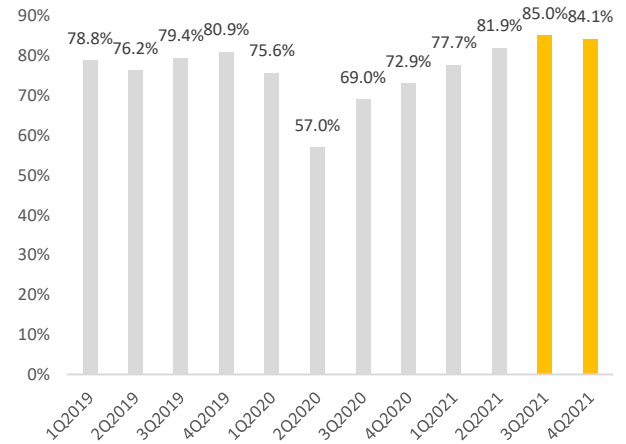
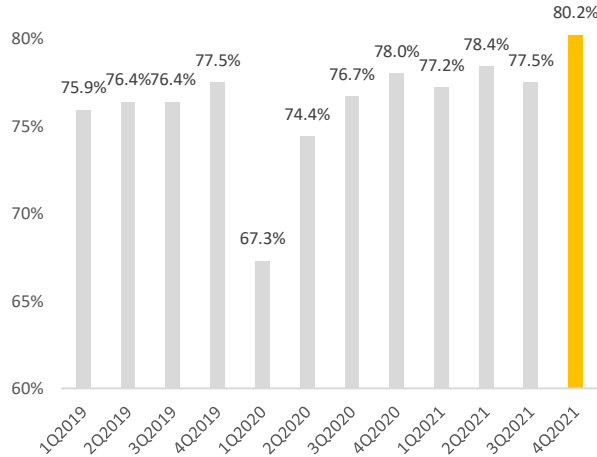
ソース: Fiiipro, BSC Research

競争性が高まっているが、NKG が投入原材料価格の変動から恩恵を受ける。

BSC は 2022 年には、鉄鋼生産企業の競争性は高まると考えております。大手な鉄鋼生産国でのワクチン接種率は高い水準で維持していることで、生産活動の再開が容易になる。競争企業の鉄鋼生産量はパンデミック前のレベルまで徐々に回復していることで、輸出市場での鉄鋼価格が徐々に下落している。

中国鉄鋼工場での生産能力は直近 2 年間に最高水準を達した。

米鉄鋼工場での生産能力は新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込んだ後、徐々に回復している。

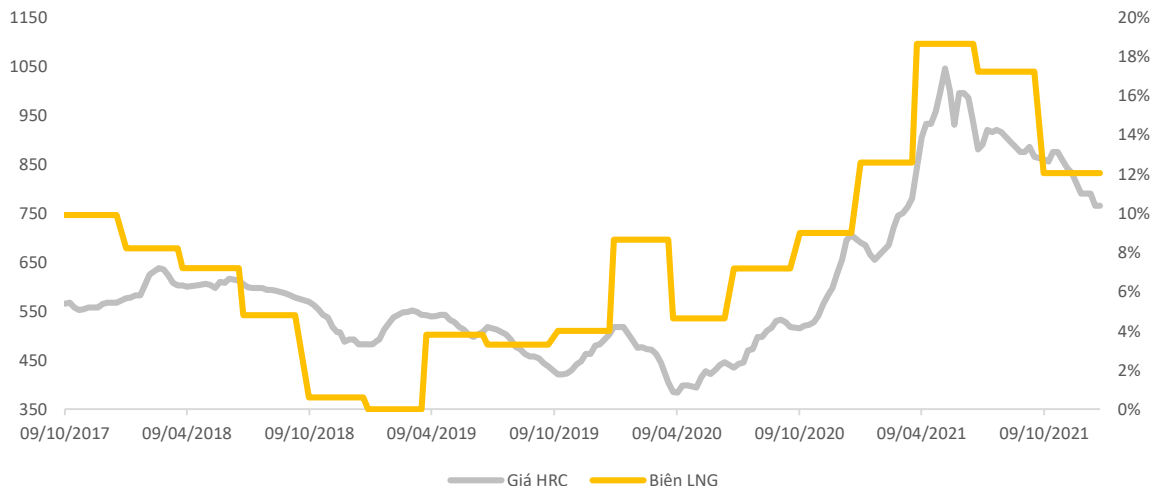


ソース: CNBS, Fred, BSC Research

原材料価格の変動は NKG をサポートしている。

HRC 価格の変動は NKG の売上総利益率に大きく影響する。HRC は亜鉛メッキ鉄鋼と鉄鋼官を生産するために重要な原材料である。NKG は原材料費用の増加分を完成品の販売価格に転換する可能性があることと共に、過去に在庫の蓄積は HRC 価格の増加の際に売上総利益率を増加させている。

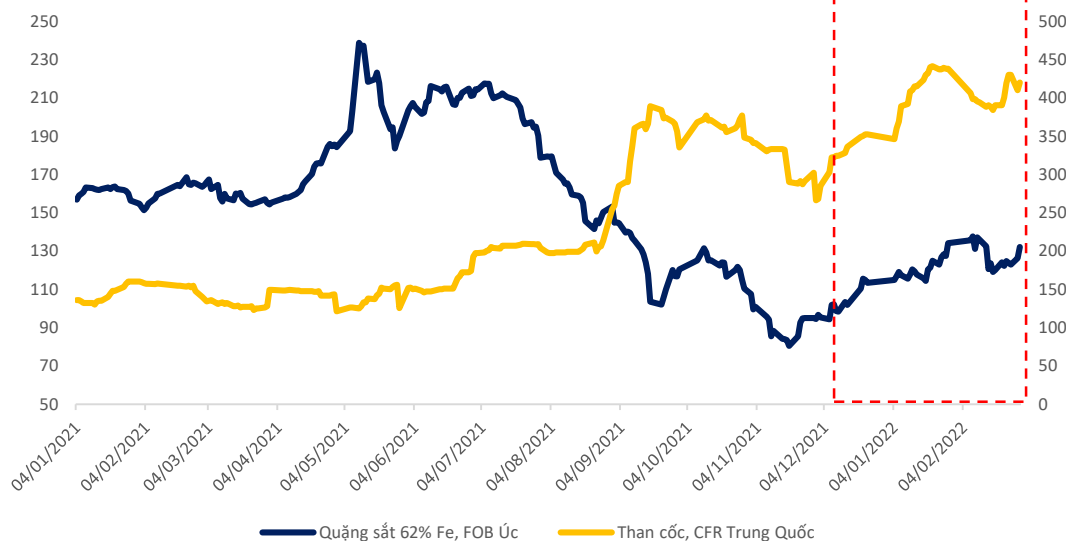
NKG の売上総利益率は HRC 価格と同じ方向に変動する傾向がある(USD/t)



ソース: Fiinpro, Bloomberg, BSC Research

HRC 価格の上昇は NKG を短期的にサポートする要素である。

投入原材料価格は 2022 年初から大幅に上昇した。



ソース: Bloomberg, BSC Research

しかし、原材料価格の上昇はロシアと欧米間の緊張から影響を大きく受けており、諸国の政府が長期的に上昇を抑えるために措置を適用するだろう。そのために、BSC は HRC の 2022 年平均価格が前年比-1%減少し、NKG の売上総利益率が前年比 1%減少すると予想しております。

業績予測

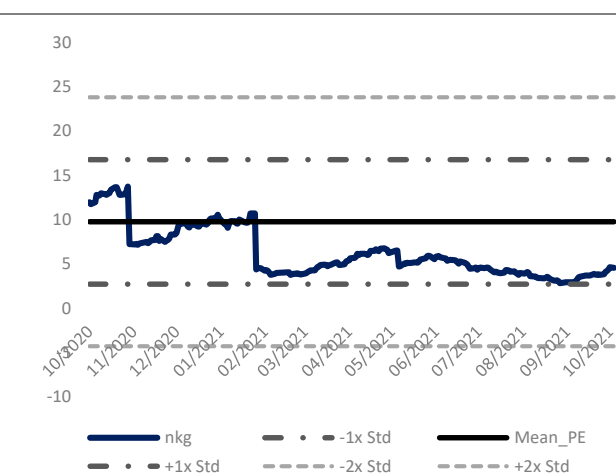
BSC は 2022 年には、(1)鉄鋼販売量が前年比+25.7%増加する、(2)売上総利益率が HRC の価格が前年比 5%減少することにより前年比 1%減となるという仮定を基づく、NKG の売上高を前年比+20%増の 33 兆 7,880 億ドン、税引後利益を同+7.8%増の 2 兆 3,990 億ドン、EPS を 10,985VND/株と予想しております。

評価

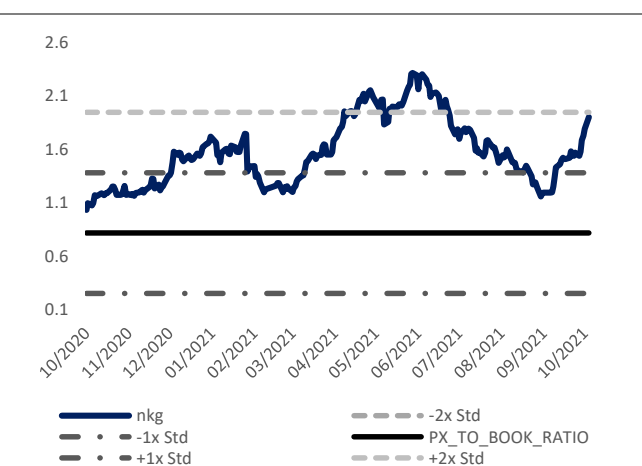
NKG の PE_{fw} は 4.7xであり、同業界の株式に比べて安い水準である。

BSC は PE 方法を基づく NKG 株の理論株価を 2022 年 3 月 10 日の終値比 18%増の 6 万 400VND/株と評価し、NKG の投資評価を「購入」と推奨しております。

NKG の P/E



NKG の P/B



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10億ドン)	2019	2020	2021	2022F	キャッシュフロー会計 (10億ドン)	2019	2020	2021	2022F
売上高	12,177	11,560	28,173	33,677	税引後利益	90	321	2,547	2,754
売上原価	11,835	10,690	23,904	28,910	原価償却及び割当て	427	585	1,057	1,133
売上総利益	342	869	4,270	4,767	流動資本変更	664	(891)	(3,922)	(4,767)
販売費用	210	268	1,398	1,838	他の調整	1,181	16	(318)	3,400
企業管理費用	69	92	123	147					
営業利益/損失	63	509	2,749	2,782	固定資産購入額	(96)	(54)	(140)	219
金融活動収益	107	89	199	303	他の投資額	(134)	400	(164)	(76)
金融活動費用	275	281	397	362	投資活動からキャッシュフロー	(230)	346	(304)	(54)
借入費用	237	222	244	290					
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	配当金	-	-	-	-
他の収益	195	4	11	30	借入から金額	(1,315)	(67)	861	1,290
税引前利益	90	321	2,562	2,754	他の未収金	(22)	(151)	294	(2)
法人税額	43	26	337	362	金融活動からキャッシュフロー	(1,336)	(218)	1,155	1,270
税引後利益	47	295	2,225	2,392					
少数株主持分	-	-	-	-	初期キャッシュフロー	461	76	219	75
少数株主税引後利益	47	295	2,225	2,392	中期キャッシュフロー	(385)	143	533	4,133
EBITDA	299	867	3,139	3,189	最末期キャッシュフロー	76	219	752	4,880
EPS	260	1,622	10,189	10,951					
バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021	2022F	指数(%)	2019	2020	2021	2022F
短期資産	778	589	1,199	5,723	支払能力				
現金及び現金相当	877	1,438	1,905	2,612	流動比率	1.02	1.10	1.27	1.5
短期投資	2,589	2,371	8,281	6,281	当座比率	0.43	0.52	0.41	0.9
短期未収金	191	95	833	180					
棚卸資産	4,435	4,492	12,219	14,796	資本構成				
有形資産	3,049	2,727	2,530	2,277	負債比率/総資産	63%	59%	63%	54%
無形資産	247	249	241	246	負債比率/株主資本	167%	144%	169%	118%
原価償却	162	151	-	-					
建設中非流動資産	49	59	176	207	稼働能力				
長期投資	48	23	8	8	棚卸資産回転期間	77	85	85	8
他の非流動資産	74	63	209	93	売掛金回収期間	20	30	18	2
非流動資産	3,629	3,271	3,164	2,831	買掛金回収期間	36	49	45	4
総資産	8,064	7,763	15,383	17,626	現金回転率	60	66	63	6
買掛金	1,819	1,070	4,879	3,752					
短期借入	2,389	2,520	3,773	4,563	利益性				
他の短期借入	135	507	949	1,121	売上総利益率	3%	8%	15%	14%
短期借入総額	4,342	4,098	9,602	9,436	税引前利益率	0%	3%	8%	7%
長期借入	703	482	46	106	ROE	2%	9%	39%	30%
他の長期借入	2	2	11	11	ROA	1%	4%	14%	14%
長期借入総額	705	484	58	118					
負債総額	5,048	4,582	9,659	9,554	評価				
出資金	1,820	1,820	2,184	2,184	PE	N/A	16.3	7.2	4
株式会社化による資本剰余金	766	766	786	786	PB	0.4	0.5	1.5	1
未処分利益	356	576	2,636	5,028					
他の株主資本	74	18	117	75	成長率(前年同期比)				
少数株主持分	-	-	-	-	売上高	-18%	-5%	144%	20%
株主資本総額	3,017	3,181	5,723	8,072	税引後利益	-84%	711%	440%	1.2
総資本	8,064	7,763	15,383	17,626	税引前利益	-17%	256%	699%	7

流行中株数(100万株)	182	182	218	218	EPS	-17%	524%	528%	7
--------------	-----	-----	-----	-----	-----	------	------	------	---

ソース: NKG, 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>



