NKG - 全く新しい始まり

私たちは FCFF と P/ E の評価方法に基いて NKG の株を強く買い、12 ヶ月の希望株価は現在（2014 年 11 月 28 日）の 40.47%より高い 1 株あたり 19,105VND であるとお勧めます。2014 年 EPS は 2009VND 予定で、NKG の PE は 6.77xで取引されている。この PE は HSG の PE（14.69x）、VN 指数の PE（13.87x）より低い。

NKG の主な事業はカラー鋼板、亜鉛めっき鋼板、各種鉄鋼生産・販売である。NKG は 2012 年以来、消費シェアの拡大し、収入と利益を強化するために一貫生産体制でシステムを導入してから、同社の営業活動は変えてきた。NKG は平行な市場開発戦略を持っている。同社は輸出市場を強化することと共に、国内市場も追求する。

私たちの予測によると、NKG の売上高、売上総利益率、税引後利益は以下の理由により、近い将来、大幅に改善される。

(1)高成長速度：鋼棒販売シェアは 2012 年 10 月の時点での 0.1%から 2014 年 10 月に 4.3%へ増加し、第 10 位となっている。鋼板販売シェアは 2012 年 10 月の時点での 5.9%から 2014 年 10 月に 12.5%へ増加し、第 2 位となっている。

(2)2015 年以来、NKG は生産向け冷間圧延コイルを自社で提供する。NKG は、2015 年 1 月以来新生産ラインを導入してから、利益率が最も高い製品である 2015 年 5 月亜鉛めっきラインを導入する見込みだ。これらのことのおかげで、NKG は他の国内のサプライヤーから冷間圧延コイルを購入することが不要であることから、販売量を増加し、生産コストを削減することができる。

2014 年業績見通し：2014 年の売上高は前年比 26.25%増の 5 兆 8,877 億 7,000 万ドン、税引後利益は 801 億 6,000 万ドン、EPS は 2009VND／株となると見込まれている。私たちの予測によると、新たな生産ラインの 2 つを導入することにより、2015 年税引後利益は 1,170 億ドンで、EPS は 2,934VND／株だ。

財務指標	2010	2011	2012	2013	9T2014
売上高(10 億ドン)	2,568	2,575	2,927	4,663	4,378
前年比増減率	*79.89%*	*0.29%*	*13.67%*	*59.32%*	
総資産（10 億ドン）	1,631	1,933	2,276	2,323	2,745
株主資本（10 億ドン）	380.60	383.39	277.97	329.82	487.03
資本金（10 億ドン）	230.00	299.00	299.00	299.00	399.00
売上総利益（10 億ドン）	257.23	205.54	118.01	301.98	236.15

株価チャート

投資アドバイス

投資アドバイス	買い
希望株価	19.105
市場株価(28/11/2014)	13.600
3 ヶ月の見通し	値上げ
6 ヶ月の見通し	値上げ
12 ヶ月の見通し	値上げ

取引情報

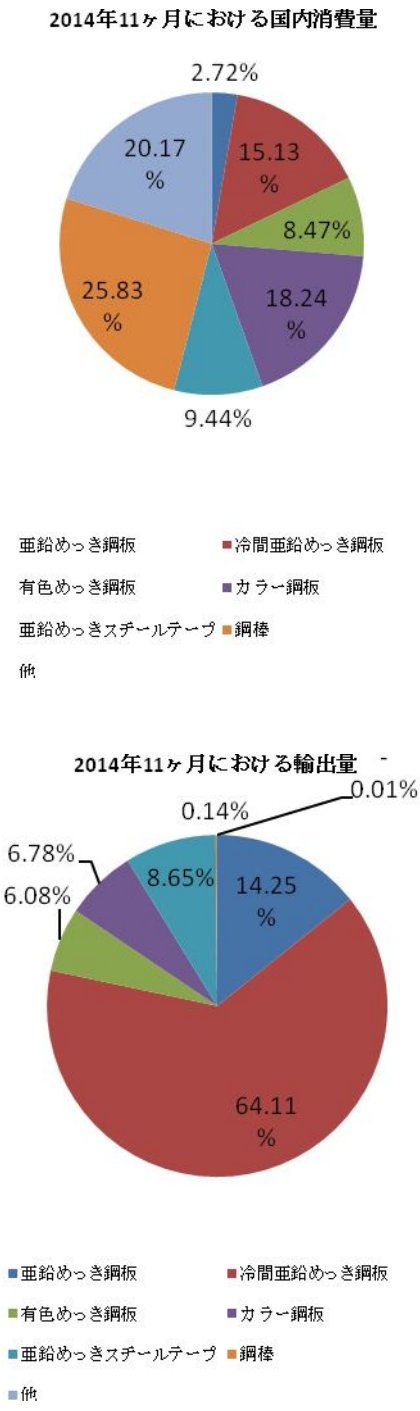
流行株式数（100 万株）	39,90
時価総額（10 億ドン）	542,64
帳簿価額（10 億ドン）	12.210
外国人保有率（%）	0,36%
現値 (VND/株)	13.600
10 日間の平均売買高（株）	255.361
52 週間の安値	7.900
52 週間の高値	14.800
直近 7 日間の増減率	-3,55%
直近 1 ヶ月の増減率	3,82%

アナリスト
ルオン・テュ・フオン女史
E メール：huonglt@bsc.com.vn

税引後利益(10 億ドン)	104.35	11.53	-105.13	51.85	57.21
前年比増減率	*40.41%*	*-88.95%*	*-1011.7%*	*-149.32%*	
売上総利益率	10.02%	7.98%	4.03%	6.48%	5.39%
ROE	27.42%	3.01%	-37.82%	15.72%	11.75%
ROA	6.40%	0.60%	-4.62%	2.23%	2.08%

(ソース:財務諸表)

経営活動



(ソース: BSC)

NKG:貿易から生産まで

NKG の事業はカラー鋼板、亜鉛めっき鋼板、各種鉄鋼生産・販売、運輸サービスである。2010 年の時点で、NKG の亜鉛めっき鋼管シェアは全国第 7 位だった。同社は生産ラインが 2 つを有し、設計上の最大亜 鉛めっき鋼板生産能力が年間 5 万tで、設計上の最大カラー鋼板生産能力が年間 3 万 5,000tだった。 NKG は 2012 年以来、消費シェアの拡大し、収入と利益を強化するために一貫生産体制で冷間圧延ラインを導入してから、同社の営業活動は変えてきた。これらのことのおかげで、NKG は他の国内のサプライヤーから冷間圧延コイルを購入することが不要であることから、販売量を増加し、生産コストを削減することができる。

一貫生産体制のおかげで、NKG の鋼板シェアは 2012 年末の 5.9%から 2014 年 10 月の 12.5%への上げ、第 2 位となっている。

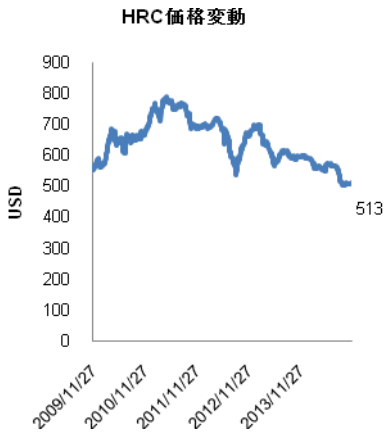
商用製品の販売割合減少のおかげで、NKG が生産や事業活動のリスクを軽減した。 HRC, CRC などの商用製品は高いリスクがあるし、利益率の制御が困難なので、NKG がこの事業を減少し、自社で生産した生産製品を集中している。この製品はより安定し、入力と出力の価格を制御することができる。商用製品の構成は 2011 年の 75%から 2014 年 11 月の 8%への下げた。

現在の製品構成では、自社で生産した生産製品は大部分に占めている。そのうち、鋼板製品の利益率は 5～8%の最も高い、国内販売総量の 48%を、輸出総量の 91%を占めている。鋼板製品はカラー鋼板、亜鉛めっき鋼板、冷延鋼板、カラー冷延鋼板を含む。また、厚い亜鉛めっき鋼と亜鉛メッキ鋼管はそれぞれ、NKG の国内売上高構成の 13%、27%を占めている。

NKG:一貫生産体制

NKG の ショーコーティング技術は最先端な技術である NOF です。

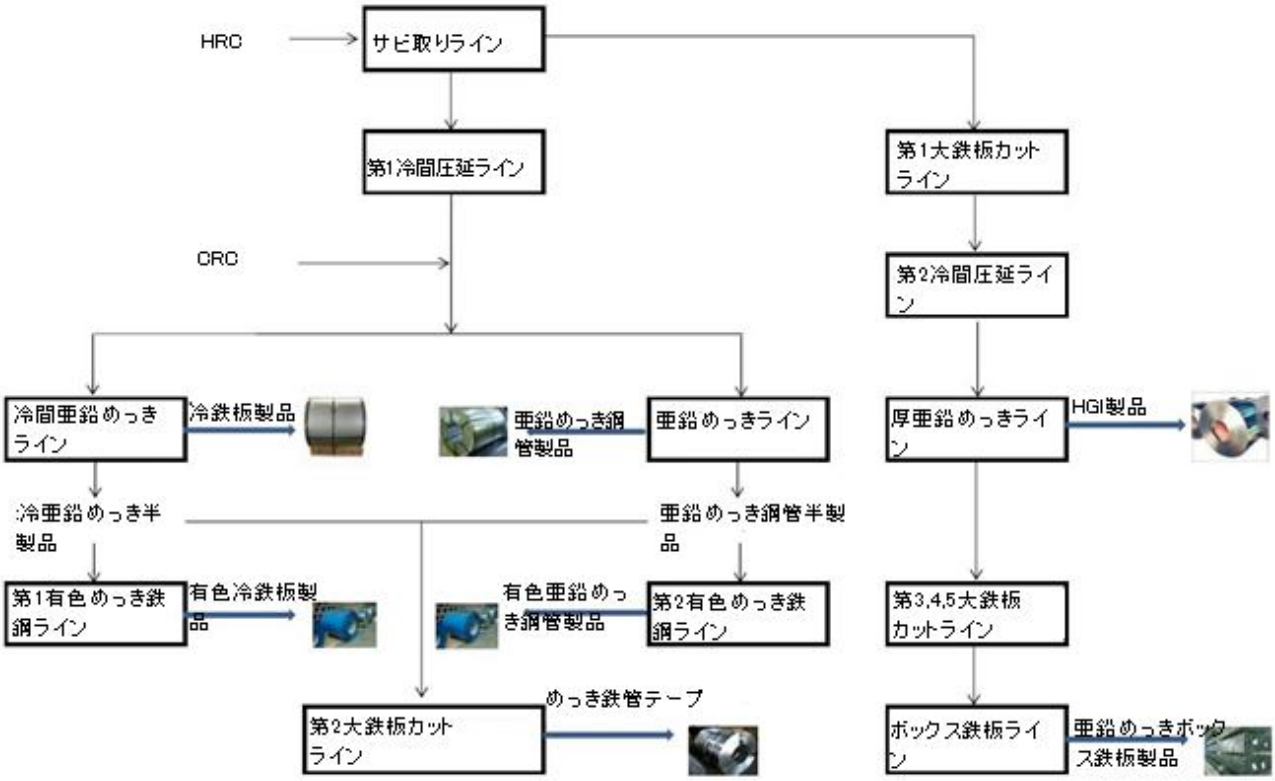
原材料につて、NKG の投入原材料は熱圧延綱コイルである。この原材料はベトナムで生産できないので、NGK と他の同業企業は優遇率(0%)で海外から輸入しなければならない。NKG によると、同



社は圧延綱コイルを中国、台湾、韓国及び日本から輸入しなければならない。2014 年 11 月時点の輸入価格は 1t当たる 520 ドルで、2015 年 1 月に 1t当たる 495～500 ドルへ下げる見込みだ。現在、世界的な HRC 価格は下落して、直近 5 年間最高を記録した。

(ソース: HRC Shanghai – Bloomberg)

NKG の一貫生産・販売体制



(ソース: NKG)

NKG の生産能力

順番	主な生産ライン	技術	生産能力(t/年間)	追加生産能力 (t/年間)
1	サビ取りラインの 2 つ	台湾	300.000	
2	冷間圧延ラインの 1 つ	台湾	200.000	200.000

3	亜鉛めっきラインの 1 つ	NOF/POSCO	50.000	
4	厚亜鉛めっきラインの 1 つ	NOF	100.000	
5	冷間亜鉛めっきラインの 1 つ	NOF	150.000	100.000
6	有色めっき鉄鋼ラインの 2 つ	POSCO	170.000	
7	大鉄板カットラインの 5 つ	台湾	500.000	
8	鋼棒ラインの 10 つ	台湾	120.000	

(ソース: NKG のアンニュアルレポート, BSC)

NKG:新たな機会

私たちは、NKG が 2015 年以来、生産規模、売上高、利益について位置を増加すると評価しております。原因は以下の通り。

NKG は 2015 年 1 月以来、自社で冷間圧延鋼を生産する。NKG は冷間圧延鋼ラインの 1 つを導入し、設計上の最大生産能力は 20 万t／年見込みだ。自社で生産した生産冷延鋼板の以外、NKG は生産するために冷延鋼板の 50%を購入しなければならない。そのため、新たなラインが稼動すると、NKG は 1tに当たる 30 ドルを節約できる。

亜鉛めっきラインは 2015 年 5 月以来稼動し、企業の利益を改選させる。アルミニウム・亜鉛めっきの年間生産能力は 15 万tとなっている。同社は 2015 年に年間生産能力の 10 万tで新たなラインを導入する予定。私たちは、NKG の冷間亜鉛めっき製品最も高い利益率を持っているし、輸出生産量の 77%、国内販売量の 39%を占めていることにより、NKG の利益率が改善されると評価しております。

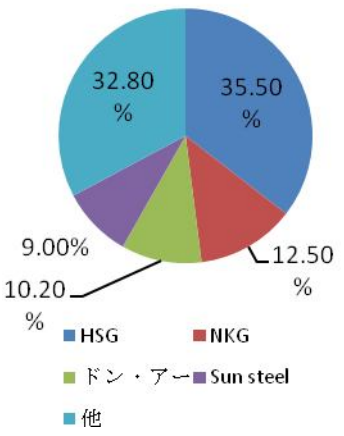
製品販売について、 NKG は平行な市場開発戦略を持っている。同社は輸出市場を強化することと共に、国内市場も追求する。 NKG は東南アジアを中心に、輸出市場を見つけ続けている。現在の主な輸出市場はインドネシア、タイ、マレーシア、バングラデシュ、ロシア、オーストラリアである。特に、インドネシア、マレーシア市場に参入するために、NKG は SNI と SIRIM ライセンスを取得しなければならないということ。また、亜鉛めっき鋼の需要が増加しているインドネシア市場はベトナム企業の輸出目標市場である。マレーシア市場では、NKG 以外、HSG とサンスチールがある。

亜鉛めっき鋼板輸出量は 50%を占めている。輸出量は生産量の

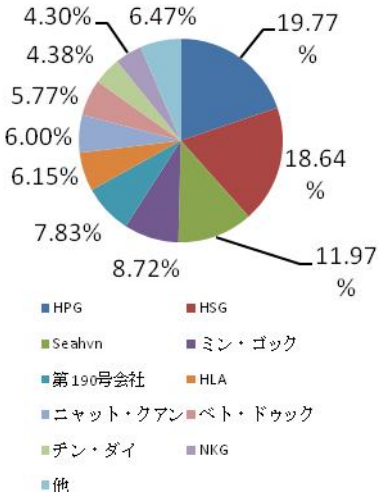
40%を占めている。時々、輸出からの利益率国内販売量よりよりも高い或いは低い。

コア事業見通し

2014年10ヶ月の亜鉛めっき鋼板シェア



2014年10ヶ月の鋼棒シェア



(ソース:ベトナム鉄鋼協会 , BSC)

年初 10 ヶ月における亜鉛めっき鋼板及び鋼棒の生産・販売の成長率は前年同期比かなりよくなっている。ベトナム鉄鋼協会の統計によると、2014 年 10 ヶ月の協会のメンバー企業の亜鉛めっき鋼板生産量は前年同期比 38.65%増の 222 万 6,051tで、輸出量は同比 47.96%増の 66 万 4,007tに達した。

また、2014 年 10 ヶ月の協会のメンバー企業の鋼棒生産量は同比 36.24%増の 90 万 296tで、販売量は同比 41.13%増の 91 万 2,486 tに達した。2014 年末における鋼棒生産量はよく成長すると予測された。

インドネシアにベトナム亜鉛めっき鋼に反ダンピング課税はベトナム企業の大きな問題である。現在、ベトナム企業の主な亜鉛めっき鋼板及び鋼棒輸出市場はインドネシア市場である。

鉄鋼業界における NKG の位置

ベトナム鉄鋼協会のレポートによると、NKG の亜鉛めっき鋼及び鋼棒シェアはそれぞれ、全国の第 2 位、第 10 位となっている。大手な亜鉛めっき鋼企業はホアセン鉄鋼グループ、NKG、ドンアー及び Sun Steel を含む。具体的には、NKG の消費シェアは 2014 年 1 月の 11.49%から 10 月に 12.5%へ引き上げ、第 2 位となっている。鋼棒市場について、HPG 及び HSG 以外、残りの企業は市場シェアが均等に分配されている。NKG の鋼棒消費シェアは 2014 年 1 月の 3.91%から 10 月に 4.3%へ引き上げ、第 10 位となっている。

亜鉛めっき鋼板及び鋼棒の面では、私たちは、NKG の経営活動と位置との見通しを比較し評価するために HSG とドンアー社を選択しております。理由は、(1)亜鉛めっき鋼板は NKG の重要な製品である。(2)HSG とドン・アーの生産活動・技術は NKGtと同じだ。

順番	企業	資本金(10 億ドン) 2014 年 9ヶ月	総資産(10 億ドン)2014 年 9ヶ月	2014 年 9ヶ月の売上高(10 億ドン)	2014 年 9 ヶ月の収入					2014 年 9ヶ月の ROA	2014 年 9ヶ月の ROE	2014 年 9 月 30 日時点での PE	2014 年 9 月 30 日時点での PB
					売上総利益率	販売費用	管理費用	借入コスト	税引後利益				

1	HSG	1,008	10,207	11,692	11.46 %	4.56%	2.64%	1.17%	2.63 %	3.01%	12.93 %	13,08	1,80
2	NKG	399	2,745	4,378	5.39 %	1.24%	0.78%	1.97%	1.31 %	2.08%	11.75 %	4,54	0,83

順番	企業	2013 年の資本金 (10 億ドン)	2013 年の総資産 (10 億ドン)	2013 年の売上高	2013 年の収入					2013 年の ROA	2013 年の ROE	2013 年 12 月 31 日時点での PE	2013 年 12 月 31 日時点での PB
					売上総利益率	販売費用	管理費用	借入コスト	税引後利益				
1	HSG	1,008	7,732	12,363	14.23 %	4.20%	3.03%	1.34%	4.52 %	7.23%	24.17 %	7,16	1,72
2	NKG	299	2,323	4,663	6.48 %	0.98%	1.37%	3.37%	1.11 %	2.23%	15.72 %	4,51	0,80
3	ドンアー	230	1,654	3,070	4.53 %	1.47%	1.30%		0.99 %	1.84%	7.19%		

(ソース:HSG、NKG、ドンアーの財務諸表, BSC, Bloomberg)

企業のブランド価値:NKG の PE は 2014 年 11 月 28 日に 6.12 で、鉄鋼業界の平均 PE(14.96)よりかなり低かった。

企業の成長率:当社の評価によると、NKG の成長率はよくなっている。NKG の亜鉛めっき鋼及び鋼棒シェアはそれぞれ、2012 年 10 月の 5.9%、0.1%から 2014 年 10 月になると、全国の第 10 位、第 2 位となっている。

財務分析

NKG は一貫生産体制で亜鉛めっき鋼及び鋼棒生産向け 2010 年に新たな生産ラインシステムを投資した。そのため、企業の財務状況は 2010 年以来好調になっている。 NKG の財務の健全性を評価するために、我々は、以下の基準で評価する:

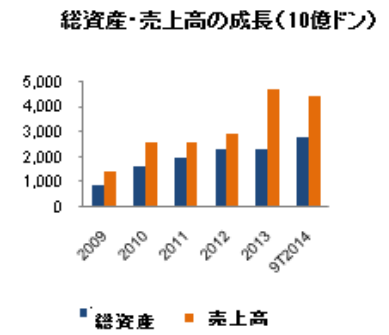
(i) 規模、成長率および総資産

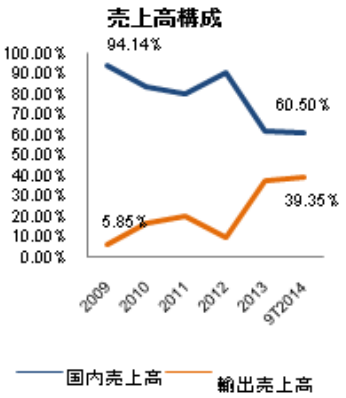
(ii)借入、株主資本の規模・構成

(iii)売上高の規模・成長

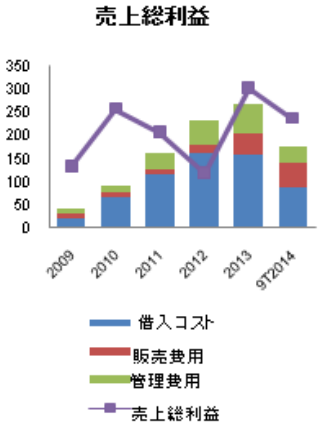
(iv)金融流動性、運用能力と収益性の指標

総資産について、総資産規模の成長速度がかなり高速で、総資産の構成は徐々に長期資産比率にシフトしている。2009 年～2013 年における総資産の年平均成長率(CARG)は 27.31%で、額にして 2 兆 3,230 億ドンだった。そのうち、長期資産の年平均成長率(CARG)





(ソース: NKG, BSC)



(ソース: NKG, BSC)

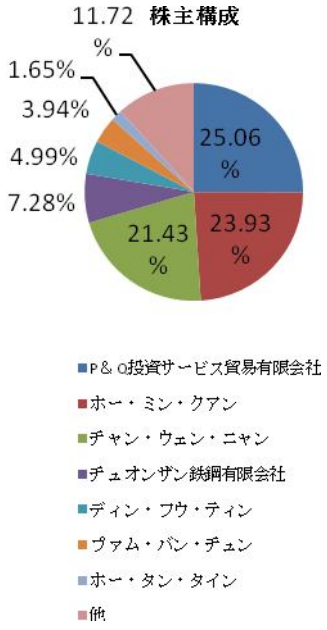
は 64.02%だった。急成長率及び総資産の構造シフトの原因は業鉄鋼製品販売から亜鉛めっき鋼及び鋼棒生産・販売に経営体制をシフトしたため。

具体的には、NKG は 2010 年 3 月 11 日、ドン・アン工業団地におけるナムキム製鉄・スレート工場を着工した。投資総資産は約 1 兆ドン。2012 年に生産ラインはそれぞれ稼動し、一貫生産体制で生産ラインを完成した。冷間圧延の年間生産能力は 20 万tだった。2013 年の総資産は 2012 年比変わらずだった。2014 年 9 月末の時点で、総資産は 2013 年比 18.15%増となった。

借入資金及び株主資本について、資 本不均衡は著しく向上している。2011 年～2014 年における NKG の株主資本及び長期借入資金は長期資産よりも常に小さかった。しかし、資本の構成は積極的に改善されている。株主資本及び借入資本／長期資産の比率は 2011 年お 83.41%から 2014 年 9 月に 96.96%に上げた。借入資本及び債務／総資産比率は 2013 年の 50.14%から 2014 年第 3 四半期に 37.73%に下げた。

売上高は国内と輸出の両方から早く成長している。2009 年～2013 年における売上高の 年平均成長率(CARG)は 34.44%に達しており、そのうち、輸出の 年平均成長率(CARG)は 113.61%に達した。有効的な資産利用及び輸出強化の戦略は NKG の好調な結果をもたらしている。2014 年 9 ヶ月まで売上高は前年同期比 38.2%増の 4 兆 3,784 億ドンに達しており、そのうち、国内及び輸出からの売上高の成長率はそれぞれ 42.14%、32.81%の増加となっている。輸出からの売上高は年を経て改善され、総売上高の 5.85%から 39.35%を占めている。同社は輸出からの売上高が総売上高の 50%を占める目標を設定している。

支払能力及び営業能力はよく向上されている。(1)**支払能力では、2012 年に当座比率及び流動比率**はそれぞれ 0.89、0.22 であり、低い水準に留まった。2014 年 9 月 30 日時点での流動比率は増加し、0.98%に達したが、同業者よりも低くて、当座比率は、増加し、0.38%に達し、同業者よりも高くなっている。(2)営業能力では、2014 年第 3 四半期の時点で NKG が業界平均よりも効果的に経営していると評価しております。棚卸資産回転率は 6.10 回で、売掛金回転率は 15.65 回と同業界より高かった。買掛金回転率は 5.78 回と同業界より低かった。2010 年～2014 年 9 月までに、棚卸資産期間及び売掛金回収期間は下落している傾向があるが、買掛金回収期間は急増している。



(ソース: BSC)

収益力:NKG の利益率は段々増加し、同業界平均よりよくなっている。2014 年第 3 四半期の売上総利益は 5.48%と同業界より高かった。純利益率は 1.64%と同業界より高かった。2014 年 9 月末時点で NKG の ROE は 11.75%となっている。

株主構成:NKG の大口株主の大部分は国内株主で、外国人株主は 0.36%を占めている。現在、NKG の大口株主は P&Q 投資サービス貿易有限会社(保有率:25.06%)、NKG の会長(保有率:23.93%)である。

株式評価及び投資アドバス

業績予測

2014 年第 3 四半期の業績は好調で、2014 年の売上高は前年比 26.25%増の 5 兆 8,877 億ドン、税引後利益は同比 54.61%増の 801 億 6,000 万ドン、2014 年 EPS は 2009VND／株に達すと予測された。

2015 年に新たな生産ラインを導入すると、NKG の 2015 年販売総量は 35 万 5,771t、2015 年売上高は 7 兆 6,420 億ドン、税引後利益は 1,170 億ドンに達すと見込まれている。また、2017 年～2018 年における NKG は生産能力を向上するために投資し続けると予測しております。投資総額は 5,000 億ドン予定。そのため、2018 年～2019 年における販売総量はぞれぞれ、49 万 3099t、59 万 1,718t に増加する。

製品価格の予測:投入 HRC 原材料の価格は予測できずに変更しているので、投入 HRC 原材料は 2015 年に現在のレベルより小幅増加すると予測しております。製品販売価格は年間 1%増加すると予測しております。

平均資金費用	
Rm	11,75%
Rf	5,75%
beta	1,22
ke	13,07%
kd	9,20%
E/A	14,20%

NKG 株の評価

NKG 株式を評価するために、 FCFF 及び P/ E の評価方法を使用しています。

FCFF の評価方法:

第 1 期(2014 年～2019 年):NKG は 2015 年以来新たな生産ライン

D/A	85,80%
Tax rate	22%
WACC	8,01%
g	3,00%

の導入により年間販売量を増加し続ける。また、同社も 2017 年～2018 年における新たなラインを追加投資する可能性がある。

第 2 期（2019 年以降）：NKG の成長率は長期的に 3%となる。

そのため、NKG の株価は 2014 年 11 月 28 日の 13,600VND／株に比べて 40.61%増の 19,123VND／株となる。

P/ E の評価方法：2014 年 EPS は 2009VND／株見込みだ。2014 年 11 月 28 日時点で NKG の PE は 6.12 で、1 年間以内同業界平均 PE は 11.75、現在 VN 指数の PE は 13.97 であることを基づいて、NKG の株価は 19,086VND／株となる。

投資アドバイス

私たちは中長的に NKG 株を買い、12 ヶ月の希望株価は現在の 40.47%より高い 19,105VND／株であるとお勧めます。

付録

HSG と比べ

I. 生産製品

	HSG	NKG
鉄板	- 亜鉛めっき鋼管 - 有色めっき鋼管 - 冷めっき鉄板 - 有色めっき冷鉄板 - 厚い亜鉛めっき鋼 - 木むら鉄板	- 亜鉛めっき鋼管 - 有色めっき鋼管 - 冷めっき鉄板 - 有色めっき冷鉄板 - 厚い亜鉛めっき鋼
鋼管と他の製品	- 亜鉛メッキ鋼管 - ブラック鋼管 - プラスチック管	- 亜鉛メッキ鋼管

(ソース: BSC)

II. 現在の生産能力

HSG		
順番	主な生産ライン	生産 (t/年間)
1	冷間圧延ラインの 5 つ	980.000
2	サビ取りラインの 2 つ	950.000
3	鉄板生産ラインの 3 つ	370.000
4	有色ソリッドカラー ラインの 4 つ	420.000
5	厚鋼板生産ラインの 2 つ	850.000
6	ボックス鉄板及び鉄管生産ラインの 25 つ	279.000
7	プラスチック管ラインの 12 つ	30.000

NKG		
順番	主な生産ライン	生産 (t/年間)
1	冷間圧延ラインの 1 つ	200.000
2	サビ取りラインの 2 つ	300.000
3	亜鉛めっきラインの 1 つ	50.000
4	厚い亜鉛めっきラインの 1 つ	100.000
5	メッキ･鉄板めっきラインの 1 つ	150.000
6	有色めっき鉄鋼ラインの 2 つ	170.000
7	大鉄板カットラインの 5 つ	500.000
8	鋼管ラインの 10 つ	120.000

(Nguồn: BSC tổng hợp)

III. 製品販売

	HSG	NKG
輸出	東南アジアを中心に 52 国と地域への輸出。	主に東南アジアの地域への輸出、最大の輸出市場はインドネシア、マレーシア、タイである。
Nội địa 国内	147 店舗、5 倉庫を含む。2016 年～2017 年の期間では、304 店舗になる目標を設定。	現在、2 倉庫を有している。更に 3 倉庫を建設する予定。

(ソース: BSC)

IV. 展開中案件

HSG の案件	完成期間予定	段階	投資金（10 億ドン）	ライン	生産能力（t／年）
ビンディンホア·センター棒鋼工場	12/2014	第 1 期	101	棒鋼ラインの 9 つ	75.000
	12/2015	第 2 期	98	棒鋼ラインの 3 つ	25.000
				大鉄板カットラインの 1 つ	100.000
ゲアンホアセン鉄鋼	03/2015	第 1 期	95	棒鋼ラインの 6 つ	50.000
	09/2015	第 2 期	105	棒鋼ラインの 6 つ	50.000
				大鉄板カットラインの 1 つ	100.000
	12/2016	第 3 期	1.160	鉄板生産ラインの 1 つ	120.000
				有色ソリッドカラー ラインの 1 つ	40.000
				冷間圧延ラインの 1 つ	200.000
				エッジカット及びロールラインの 1 つ	120.000
				酸再生ラインの 1 つ	3.000 リットル

NKG の案件完成期間予定	投資金（10 億ドン）	ライン	生産能力（t／年）
01/2015		冷間圧延ラインの 1 つ	200.000
05/2015	300	冷間亜鉛めっきラインの 1 つ	100.000

				/時
			サビ取りラインの 1 つ	500.000
			研磨機の 1 つ及び変圧所の 1 つ	
08/2018	第 4 期	1.000	厚鉄鋼及び鉄板生産ラインの 1 つ	280.000
			有色ソリッドカラー ラインの 1 つ	110.000
			冷間圧延ラインの 1 つ	200.000
			研磨機の 1 つ及び変圧所の 1 つ	

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。

ベトナム投資開発銀行証券株式会社（BSC）・分析部

投資コンサルタント
Nguyen Thanh Hoa
（部長）
Tel: 0439352722 (155)
Email: hoant@bsc.com.vn

Tran Thang Long
（部長）
longtt@bsc.com.vn
Tel: 0439352722 (118)

コンタクト

ハノイ本社

10F, BIDV Tower
35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi
Tel: (84 4) 2220 6647
Fax: (84 4) 2220 0669
Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,
Dist.1, HCMC
Tel: (84 8) 3812 8885
Fax: (84 8) 3812 8510
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

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。