

CTCP SX VÀ TM NAM HOA (NHT) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND32.850	VND40.500	12,17%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 05/04/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

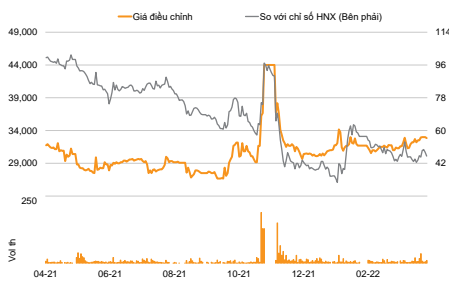
Consensus*: Mua: 0 Giữ: 0 Bán: 0

Giá mục tiêu/Consensus: na

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

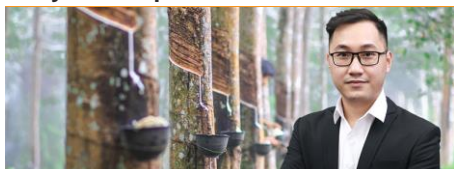
Cao nhất 52 tuần (VND)	44.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26.666
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	211tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	609
Free float (%)	31
P/E trượt (x)	9,36
P/B hiện tại (x)	2,09

Cơ cấu sở hữu

Đoàn Hương Sơn	24,4%
Lê Duy Anh	13,0%
Khác	62,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Lê Anh Sơn

son.leanh@vndirect.com.vn
www.vndirect.com.vn

Bước vào vùng tăng trưởng LN mạnh mẽ

- Doanh thu NHT đã tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2020 (+395% svck) sau khi mở rộng mảng đồ gỗ nội thất và nhanh chóng hưởng lợi từ những tiềm năng xuất khẩu đồ gỗ nội thất sang thị trường Mỹ.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng trưởng trung bình 37,2% giai đoạn 2022-2024 nhờ doanh số gia tăng tại các thị trường Mỹ, châu Âu.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 40.500đ/cp

Dẫn đầu lĩnh vực sản xuất đồ chơi trẻ em, đồ trang trí bằng gỗ với kinh nghiệm 28 năm

Chúng tôi tin rằng NHT có vị thế vững chắc trong lĩnh vực sản xuất đồ chơi trẻ em và đồ trang trí bằng gỗ nhờ vào những lợi thế về kinh nghiệm, chất lượng sản phẩm đáp ứng được những thị trường lớn như châu Âu, Mỹ... Doanh thu từ các mảng kinh doanh cốt lõi của công ty đem lại doanh thu ổn định với mức tăng trưởng kép 22,9% trong giai đoạn 2016-2021, biên LN gộp duy trì ở mức cao 30%-42%.

Thâu tóm CT Miền Quê – mở rộng mảng đồ gỗ nội thất xuất khẩu

NHT đã chính thức sở hữu 51% và nắm quyền kiểm soát tại công ty con Miền Quê từ đầu năm 2020. Đây chính là tiền đề để công ty mở rộng hoạt động kinh doanh mảng đồ gỗ nội thất cao cấp với năng lực sản xuất cũng như tập khách hàng vững mạnh của Miền Quê. Doanh thu từ mảng đồ gỗ nội thất cao cấp đã nhanh chóng đóng góp cho doanh thu năm 2020/2021 với tỷ trọng lần lượt là 73,8%/65,6%.

Chúng tôi tin rằng LN ròng sẽ bật tăng trở lại từ năm 2022

Chúng tôi dự phóng doanh thu/LN ròng của NHT sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2022-2024, với tốc độ tăng trưởng kép lần lượt 21,4%/37,2% nhờ 1) nhà máy Nam Hoa 2 Củ Chi sẽ được khai thác 100% công suất từ năm 2022 khi hoạt động sản xuất kinh doanh khu vực phía Nam phục hồi, 2) mảng đồ gỗ nội thất cao cấp từ công ty con Miền Quê sẽ là nguồn đóng góp lớn cho NHT, duy trì mức đóng góp trên 80% doanh thu NHT cùng tốc độ tăng trưởng hàng năm kép 22,5%.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 40.500đ/cp

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu NHT với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 40.500đ/cp, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF với các giả định (WACC 8,6%, COE 10,7%) và tỷ suất cổ tức 12,17%. Tiềm năng tăng giá của NHT là việc công ty sẽ tận dụng được lợi thế sẵn có về nguồn gỗ nguyên vật liệu đầu vào để tiếp tục mở rộng và thâm nhập sâu hơn vào thị trường Mỹ, châu Âu, tận dụng lợi thế từ hiệp định thương mại EVFTA.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	886	929	1,048	1,291
Tăng trưởng DT thuần	295.7%	4.8%	12.8%	23.2%
Biên lợi nhuận gộp	20.0%	17.8%	18.3%	19.2%
Biên EBITDA	27.5%	8.5%	12.1%	13.7%
LN ròng (tỷ)	73	54	84	123
Tăng trưởng LN ròng	64.5%	(25.9%)	55.4%	46.0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	64.5%	(25.9%)	55.3%	46.3%
EPS cơ bản	4,734	3,510	5,455	7,966
EPS điều chỉnh	4,734	3,510	5,455	7,966
BVPS	14,197	15,739	18,387	19,759
ROAE	39.8%	23.4%	32.0%	41.8%

Nguồn: VND RESEARCH

BƯỚC VÀO VÙNG TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN MẠNH MẼ

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích NHT vì:

- Vị thế vững chắc của NHT trong lĩnh vực sản xuất đồ chơi trẻ em, đồ trang trí bằng gỗ. NHT sở hữu những lợi thế cạnh tranh so với các công ty trong nước cũng như nước ngoài nhờ: đội ngũ nhân viên, công nhân lành nghề, lâu năm, chi phí nhân công, chi phí hoạt động sản xuất thấp hơn so với đối thủ. Nam Hoa cũng định hướng các sản phẩm của công ty thuộc phân khúc cao cấp, khác biệt so với các đối thủ cạnh tranh.
- Doanh thu/LN ròng của NHT sẽ tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép đạt lần lượt 21,4%/37,2% trong giai đoạn 2022-2024. Chúng tôi kì vọng KQKD của NHT sẽ bứt phá khi nhà máy Nam Hoa Củ Chi 2 sẽ đi vào hoạt động 100% công suất, đóng góp bình quân 3 triệu sản phẩm/năm. Cùng với đó, mảng đồ gỗ nội thất từ Miền Quê được kì vọng sẽ đóng góp 80% doanh thu của NHT với tốc độ tăng trưởng kép 23,1% trong giai đoạn 2022-2024.
- Các sản phẩm của NHT sẽ tiếp tục hưởng lợi từ tiềm năng của ngành gỗ, thâm nhập sâu hơn vào thị trường Mỹ khi nhu cầu đồ gỗ nội thất của thị trường này là còn rất lớn. Bên cạnh đó, chúng tôi kì vọng NHT có thể tận dụng được lợi thế từ hiệp định EVFTA để mở rộng quy mô mảng đồ chơi, đồ trang trí tới thị trường EU mà NHT vốn đã sở hữu những lợi thế cạnh tranh nhất định..
- Chúng tôi đánh giá tỷ suất cổ tức 12,17% của NHT là hấp dẫn so với các đối thủ trong ngành

Từ những lợi thế cạnh tranh và tiềm năng tăng trưởng của NHT, chúng tôi đánh giá tích cực về NHT trong trung và dài hạn. NHT hiện đang giao dịch ở mức P/E là 9,4 lần, thấp hơn khá nhiều so với P/E trung bình ngành là 12,8 lần. Với mức tăng trưởng LN ròng mạnh mẽ 55% trong năm 2022 cùng mức P/E năm 2022 là 6,0x, chúng tôi đánh giá mức định giá của NHT là hấp dẫn để tích lũy.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **40.500đ/cp**

Chúng tôi phát hành báo cáo NHT lần đầu với khuyến nghị Khả quan cùng với giá mục tiêu là 40.500đ/cp, với tiềm năng tăng giá 23,3%, bao gồm cả tỷ suất cổ tức. Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF 10 năm (WACC: 8,6%, tăng trưởng dài hạn: 1%) để phản ánh quan điểm của chúng tôi về tiềm năng tăng trưởng của NHT. Chúng tôi tin rằng định giá DCF là phương pháp cơ bản và hợp lý để đánh giá công ty sản xuất và thương mại các sản phẩm gỗ như NHT với dòng tiền có cơ sở để dự báo.

Hình 1: Định giá theo phương pháp DCF

Đơn vị: tỷ đồng	Giá trị
Giá trị hiện tại của FCFF	690
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	506
Giá trị doanh nghiệp	1.196
Trừ: tổng nợ	(333)
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	(135)
Cộng: tiền và tương đương tiền	20
Giá trị VCSH	749
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	18.488.896
Giá trị cổ phiếu (VND)	40.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các giả định

Giả định	Giá trị
Beta	0,7
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí vốn CSH	10,7%
Chi phí vay nợ	9,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	8,6%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	116	169	216	216	250	289	334	388	450
Trừ: thuế	(7)	(10)	(13)	(13)	(14)	(17)	(19)	(22)	(26)
EBIAT	109	159	203	204	235	272	315	365	424
Cộng: khấu hao	30	35	38	40	43	45	47	50	52
Trừ: CAPEX	(76)	(49)	(45)	(25)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)
Trừ: thay đổi vốn lưu động	15	(80)	(80)	(86)	(101)	(119)	(139)	(162)	(190)
Giá trị hiện tại của FCFF	73	54	90	95	93	99	106	112	173

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tính tới ngày 04/04/2022)

Tên công ty	Mã Bloomberg	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)
					TTM	2022 Hiện tại	2022	2022	TTM	2022	TTM	2022	
CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ gỗ Trường Thành	TTF VN	16.300	N/A	280,8	N/A	N/A	11,9	N/A	N/A	N/A	0,4	N/A	N/A
CTCP Chế biến gỗ Thuận An	GTA VN	17.700	N/A	7,6	11,0	N/A	1,0	N/A	9,3	N/A	3,2	N/A	N/A
CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành	GDT VN	55.600	N/A	47,3	18,4	9,1	4,1	N/A	21,6	40,3	15,6	26,1	10,5
CTCP Gỗ MDF VRG - Quảng Trị	MDF VN	23.100	N/A	55,7	15,7	N/A	1,9	N/A	12,2	N/A	6,6	N/A	N/A
CTCP Sản xuất và Thương mại Nam Hoa	NHT VN	32.850	40.500	26,6	9,4	6,0	2,4	2,2	14,5	20,4	6,2	7,9	12,2
CTCP Hợp tác Kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex	SAV VN	29100	N/A	19,9	9,3	N/A	1,4	N/A	13,6	N/A	7,5	N/A	N/A
Trung bình					12,8	7,5	3,8	N/A	14,2	30,4	6,6	17,0	11,3
Trung vị					11,0	7,5	2,1	N/A	13,6	30,4	6,4	17,0	11,3

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Làn sóng dịch Covid-19 vẫn chưa được kiểm soát hoàn toàn tại các tỉnh thành phía Nam sẽ kéo dài thời gian NHT tuyển dụng nhân viên, khôi phục 100% tình hình sản xuất kinh doanh tại Nam Hoa cũng như công ty con Miền Quê.
- Biến động nguồn gỗ nguyên vật liệu đầu vào cũng như giá gỗ nguyên vật liệu đầu vào của NHT, chủ yếu là gỗ nhập khẩu sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của công ty trong tương lai.

Tiềm năng tăng giá là công ty sẽ tiếp tục mở rộng thị trường mục tiêu cho mảng đồ gỗ nội thất cao cấp tới các nước châu Âu, tận dụng được lợi thế từ hiệp định thương mại EVFTA, đẩy mạnh doanh số tới thị trường này cao hơn so với ki vọng của chúng tôi.

Tổng quan doanh nghiệp

Nam Hoa là một trong những DN sản xuất nội thất & đồ chơi xuất khẩu lớn nhất Việt Nam

Công ty Cổ phần Sản xuất & Thương mại Nam Hoa (NHT) được thành lập năm 1993, tiền thân là cơ sở sản xuất tư nhân về kinh doanh đồ chơi trẻ em. Trong những năm qua, Nam Hoa đã từng bước trở thành một trong những công ty dẫn đầu lĩnh vực sản xuất đồ chơi bằng gỗ vừa mang tính giải trí, vừa giáo dục cho trẻ em. Định hướng phát triển của công ty trong tương lai là mở rộng lĩnh vực sản xuất đồ gỗ nội thất, tập trung vào phân khúc cao cấp. Các sản phẩm của Nam Hoa đã xuất khẩu tới các thị trường đòi hỏi chất lượng cao như châu Âu, Nhật Bản, Mỹ.

Hình 5: Các dòng sản phẩm chính của Nam Hoa



Đồ chơi trẻ em



Đồ gia dụng



Đồ trang trí



Đồ nội thất

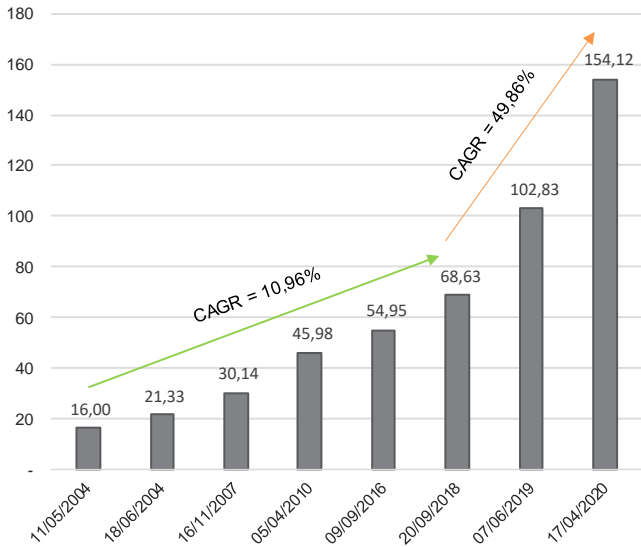
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Công ty Cổ phần Sản xuất & Thương mại Nam Hoa đã trải qua 7 lần tăng vốn điều lệ, chính thức niêm yết cổ phiếu NHT lần đầu trên sàn chứng khoán UPCoM vào ngày 01/12/2017 với giá tham chiếu 20.000 đ/CP. Ngày 29/10/2021, NHT hủy giao dịch trên UPCoM và ngày 10/11/2021 chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) với giá 36.750 đ/CP.

Từ năm 2019, Nam Hoa đã thay đổi định hướng phát triển công ty, vốn điều lệ cũng nhanh chóng gia tăng với tốc độ tăng trưởng kép đạt 49,86% trong giai đoạn 2018-2020.

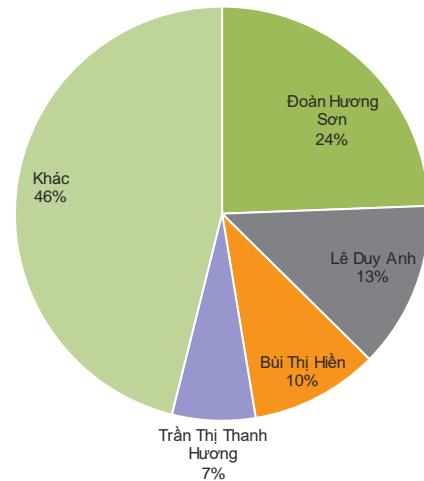
Cơ cấu cổ đông của Nam Hoa chủ yếu tập trung là các thành viên trong Hội Đồng Quản Trị trong đó ông Đoàn Hương Sơn – Chủ tịch HĐQT nắm giữ 24,4%.

Hình 6: Quá trình tăng vốn điều lệ của NHT (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Cơ cấu cổ đông của NHT (tính đến tháng 12/2021)

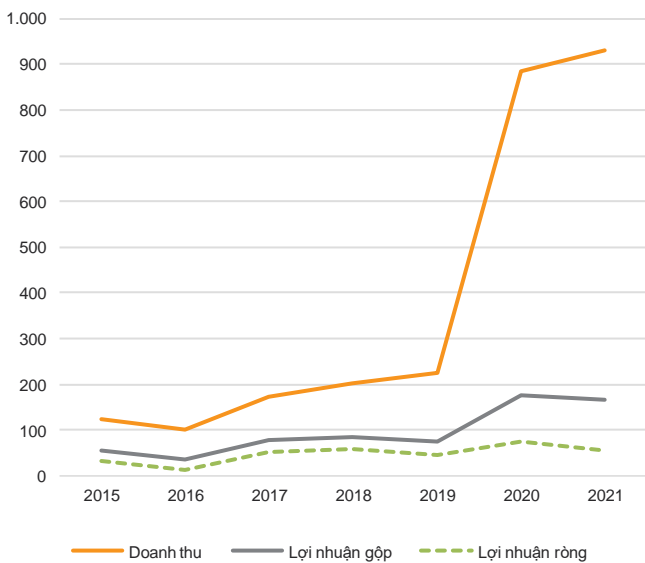


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng đồ gỗ nội thất là động lực tăng trưởng chính giai đoạn 2020-21

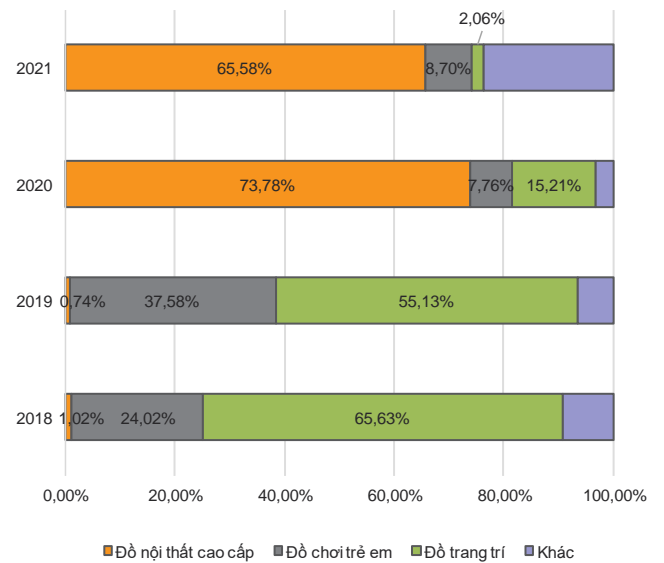
Trong những năm qua, Nam Hoa luôn duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng hàng năm lần lượt là 30,5%, 27,5% và 51,6% trong giai đoạn 2016-2019. Năm 2020, Nam Hoa lần đầu hợp nhất kết quả kinh doanh của công ty con (CTCP Sản xuất & Thương mại Miền Quê) giúp cho doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng của công ty ghi nhận mức tăng trưởng đột biến, lần lượt là 395%, 238% và 164,5% svck.

Hình 8: Kết quả hoạt động kinh doanh của NHT tăng mạnh từ năm 2020 sau khi hợp nhất Miền Quê (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Mảng kinh doanh đồ nội thất nhanh chóng đóng góp doanh thu lớn cho NHT từ năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong những năm trước đó, sản xuất đồ chơi trẻ em và sản xuất đồ trang trí bằng gỗ là 2 mảng kinh doanh chủ lực của Nam Hoa (hơn 90% doanh thu của

Nam Hoa năm 2019). Với việc mua lại CTCP Sản xuất & Thương mại Miền Quê, Nam Hoa đã nhanh chóng đẩy mạnh kinh doanh mảng sản xuất đồ gỗ nội thất và vươn lên là mảng kinh doanh có đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của Nam Hoa với tỷ trọng năm 2020/2021 lần lượt là 73,78% và 65,58%.

Mảng đồ gỗ nội thất: tăng trưởng mạnh mẽ nhờ M&A CTCP Miền Quê

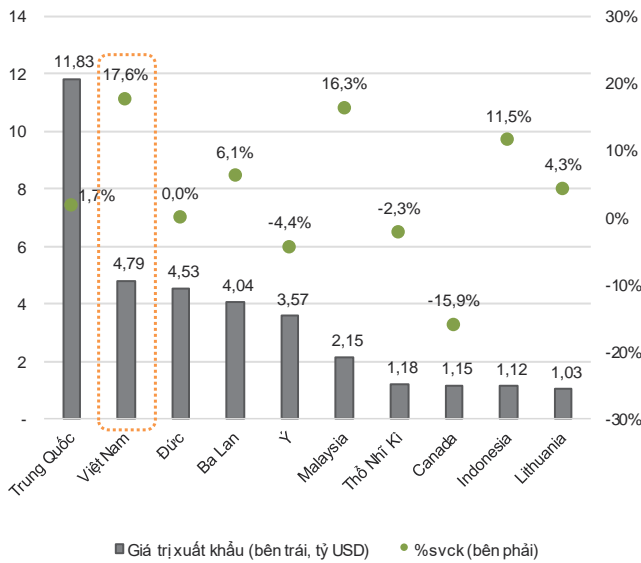
Triển vọng mảng đồ gỗ nội thất xuất khẩu Việt Nam

Việt Nam là một trong những quốc gia xuất khẩu gỗ lớn nhất trên thế giới. Năm 2020, Việt Nam là xếp thứ 3 về xuất khẩu gỗ, chỉ sau Trung Quốc và Indonesia.

Theo Tổng cục Thống kê, tổng giá trị xuất khẩu gỗ của Việt Nam năm 2020 đạt gần 12,4 tỷ USD, tăng 16,2% svck trong đó xuất khẩu đồ gỗ nội thất của Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng, đạt 4,79 tỷ USD, tăng 17,6% svck. Trong giai đoạn 2016-2020, tổng kim ngạch xuất khẩu đồ gỗ Việt Nam đạt mức tăng trưởng hàng năm kép 12,6%.

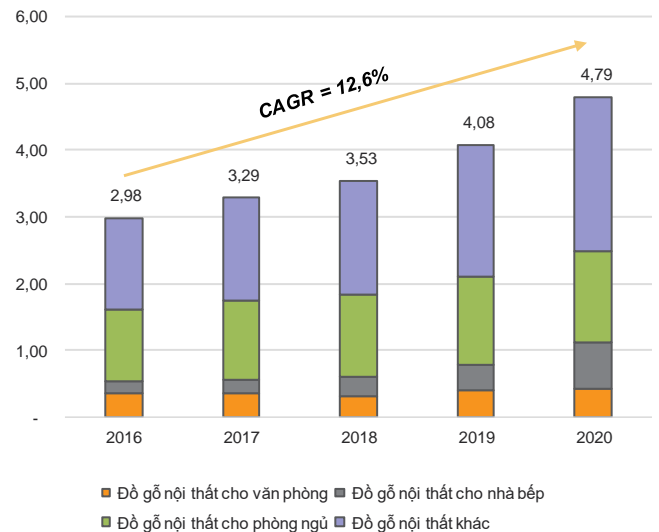
Với mức tăng trưởng vượt bậc, Việt Nam đã nhanh chóng vươn lên vị trí thứ 2 về xuất khẩu đồ gỗ nội thất, chỉ xếp sau Trung Quốc nhờ tập trung chính vào thị trường đồ gỗ nội thất phân khúc trung cấp và bình dân.

Hình 10: Việt Nam tiếp tục duy trì vị trí thứ 2 về xuất khẩu đồ gỗ nội thất trong năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADEMAP ITC

Hình 11: Xuất khẩu đồ gỗ nội thất của Việt Nam tăng nhanh với tốc độ tăng trưởng hàng năm kép 12,6% (đơn vị: tỷ USD)

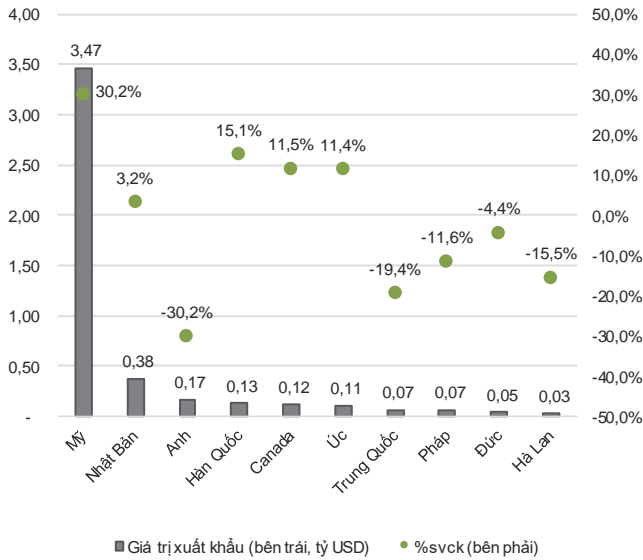


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADEMAP ITC

Trong cơ cấu xuất khẩu đồ gỗ nội thất của Việt Nam, các sản phẩm đồ gỗ nội thất khác (chủ yếu là các loại ghế) có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong giai đoạn 2016-2020 với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 14,1%. Đây cũng là nhóm sản phẩm tập trung chính ở phân khúc trung cấp và bình dân đang được nhiều nhà doanh nghiệp xuất khẩu trong nước lựa chọn.

Mỹ là thị trường chủ lực của xuất khẩu đồ gỗ nội thất trong năm 2020, chiếm tới 72,3% tổng kim ngạch xuất khẩu đồ gỗ nội thất của Việt Nam. Xếp sau là Nhật Bản (7,9%), Anh (3,6%)...

Hình 12: Mỹ là thị trường lớn nhất của đồ gỗ nội thất Việt Nam năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADEMAP ITC

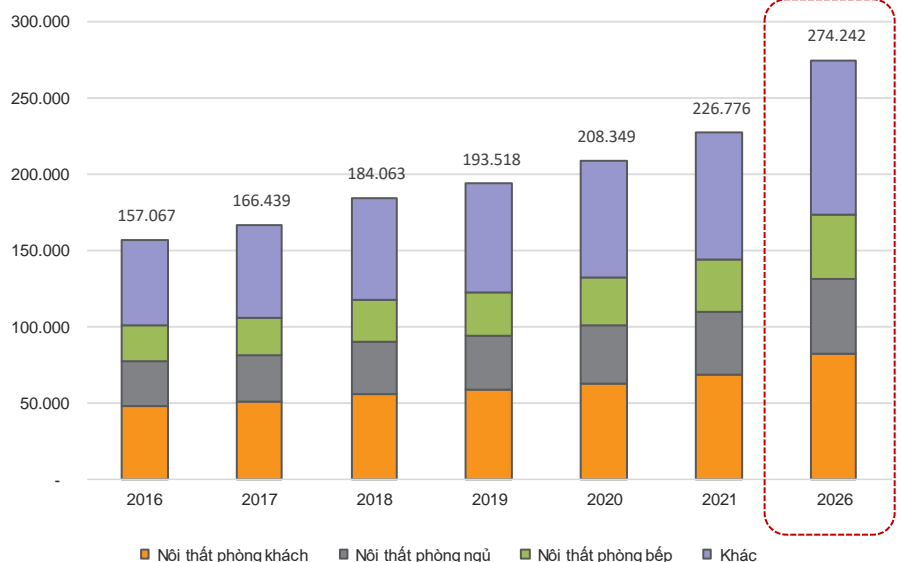
Hình 13: Xuất khẩu sang Mỹ chiếm 72,3% tổng kim ngạch xuất khẩu đồ gỗ nội thất của Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Theo dự báo của Statista và Bộ thương mại Mỹ, doanh thu đồ nội thất tại thị trường Mỹ năm 2021 ước tính đạt hơn 226 tỷ USD, tăng 8,8% svck. Dự báo doanh thu đồ nội thất tại Mỹ sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong những năm tới và đạt tốc độ tăng trưởng kép 3,9% trong giai đoạn 2021-2026. Tạo động lực cho đồ gỗ nội thất của Việt Nam tiếp tục xuất khẩu hướng tới thị trường này.

Hình 14: Doanh thu đồ nội thất thị trường Mỹ dự báo đạt mức tăng trưởng kép 3,9% trong giai đoạn 2021-2026 (tr USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STATISTA

Thị trường gỗ Việt Nam hiện nay vẫn còn khá phân mảnh và có tính cạnh tranh cao với hơn 3.200 doanh nghiệp hoạt động trong ngành cùng nhiều doanh nghiệp FDI tới từ Trung quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản.

Trước những vụ kiện chống bán phá giá cũng như kiểm soát chất lượng gỗ tới thị trường Mỹ, ngày 1/10/2021, Việt Nam và Mỹ đã kí kết thỏa thuận về kiểm soát khai thác và thương mại gỗ bất hợp pháp. Thỏa thuận này nhằm tăng cường kiểm soát nguồn gốc và chuỗi cung ứng gỗ, mở rộng thị trường xuất khẩu, cải thiện thể chế quản lý rừng, giải quyết tình trạng khai thác và thương mại gỗ trái phép. Là tiền đề cho các doanh nghiệp xuất khẩu gỗ trong nước tiếp tục thâm nhập sâu vào thị trường Mỹ.

Với những tiềm năng tăng trưởng của ngành gỗ nói chung và đồ gỗ nội thất xuất khẩu tới thị trường Mỹ nói riêng, NHT đã có bước đi táo bạo được chúng tôi đánh giá là bước ra khỏi vùng an toàn, chính thức gia nhập thị trường xuất khẩu đồ gỗ nội thất.

Tham vọng của NHT khi mua lại CTCP Miền Quê

Năm 2019, Công ty Cổ Phần Sản xuất & Thương mại Nam Hoa đã tiến hành mua lại Công ty Cổ phần Sản xuất & Thương mại Miền Quê và đạt quyền kiểm soát 51% tại công ty con này vào ngày 13/01/2021.

Hình 15: Nhà máy CTCP Sản xuất & Thương mại Miền Quê

- Địa chỉ: Lô số 3, Đường 5A, Khu công nghiệp Nhơn Trạch 2, Xã Phú Hội, Huyện Nhơn Trạch, Tỉnh Đồng Nai
- Diện tích: 84.555 m2
- Sản phẩm: tập trung hoàn thiện sản xuất nội thất cao cấp
- Gia công bên ngoài: 60% số lượng đơn hàng
- Năng lực sản xuất: 300 container/tháng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

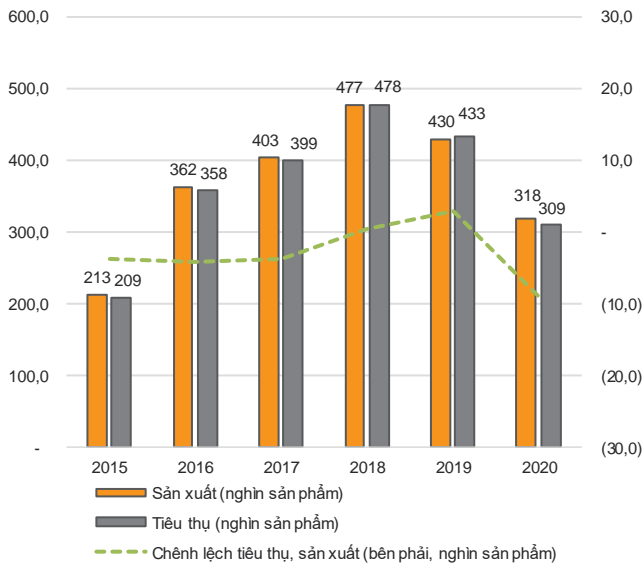
Trước khi trở thành công ty con của NHT, Miền Quê là 1 trong những công ty có kinh nghiệm lâu năm trên thị trường về sản xuất và xuất khẩu các sản phẩm gỗ nội thất. Các sản phẩm đồ gỗ nội thất của Miền Quê được định hướng ở phân khúc cao cấp, 100% xuất khẩu cho thị trường Mỹ với khách hàng tiêu biểu như Ashley Furniture, Jofran Furniture, Whalen Furniture và Modus Furniture.

Với kinh nghiệm hoạt động lâu năm trên thị trường cùng với tập khách hàng thuê gia công đồ gỗ nội thất, hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty Miền Quê luôn được duy trì đà tăng trưởng ổn định. Trong giai đoạn 2015-2018, số lượng sản phẩm sản xuất cũng như tiêu thụ của Miền Quê đã tăng gấp đôi, đạt 478 nghìn sản phẩm được xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Doanh thu của công ty cũng đạt mức tăng trưởng kép hàng năm ấn tượng 39,6% trong giai đoạn này.

Từ cuối năm 2019 đến nay, dưới tác động của đại dịch Covid 19 khiến cho hoạt động xuất khẩu sang Mỹ của công ty gặp nhiều khó khăn. Doanh thu/LN gộp năm 2021 của công ty Miền Quê đã liên tục giảm và chỉ còn đạt lần lượt 647 tỷ đồng và 74 tỷ đồng.

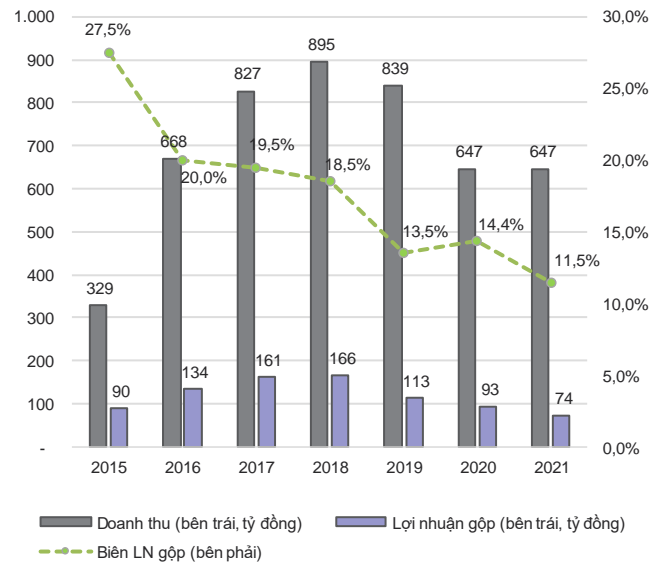
Từ năm 2016, định hướng của công ty Miền Quê là gia công sản xuất các sản phẩm đồ gỗ nội thất chất lượng cao, nguyên vật liệu đầu vào cũng yêu cầu cao hơn khiến cho LN gộp của công ty liên tục giảm chỉ còn đạt 11,5% năm 2021, giảm 2,9 điểm % svck. Đây cũng là biên LN gộp thấp nhất của Miền Quê kể từ sau mức đỉnh năm 2015.

Hình 16: Số lượng sản phẩm sản xuất và tiêu thụ của Miền Quê không có nhiều sự chênh lệch và duy trì đà tăng trưởng đồng đều



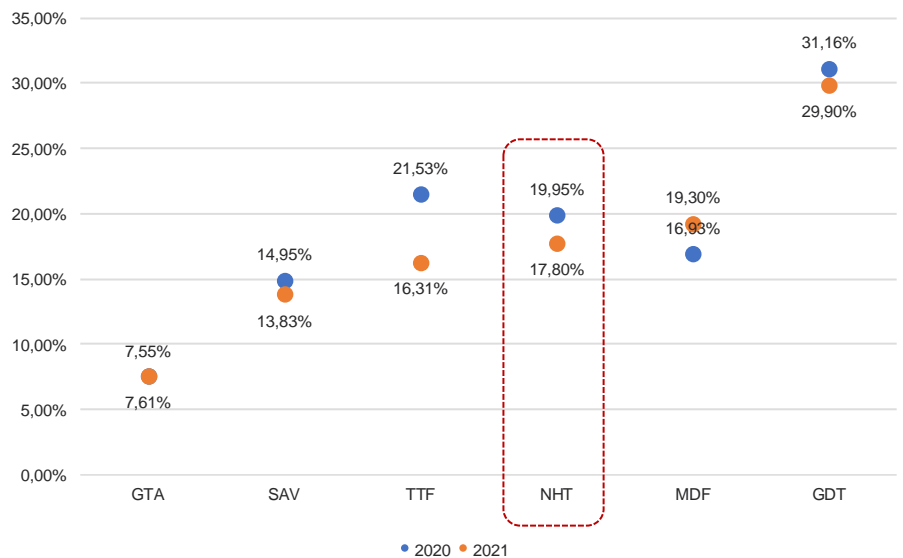
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: Doanh thu, LN gộp của công ty Miền Quê tăng trưởng ổn định và suy giảm từ cuối 2019 dưới tác động của đại dịch Covid-19...



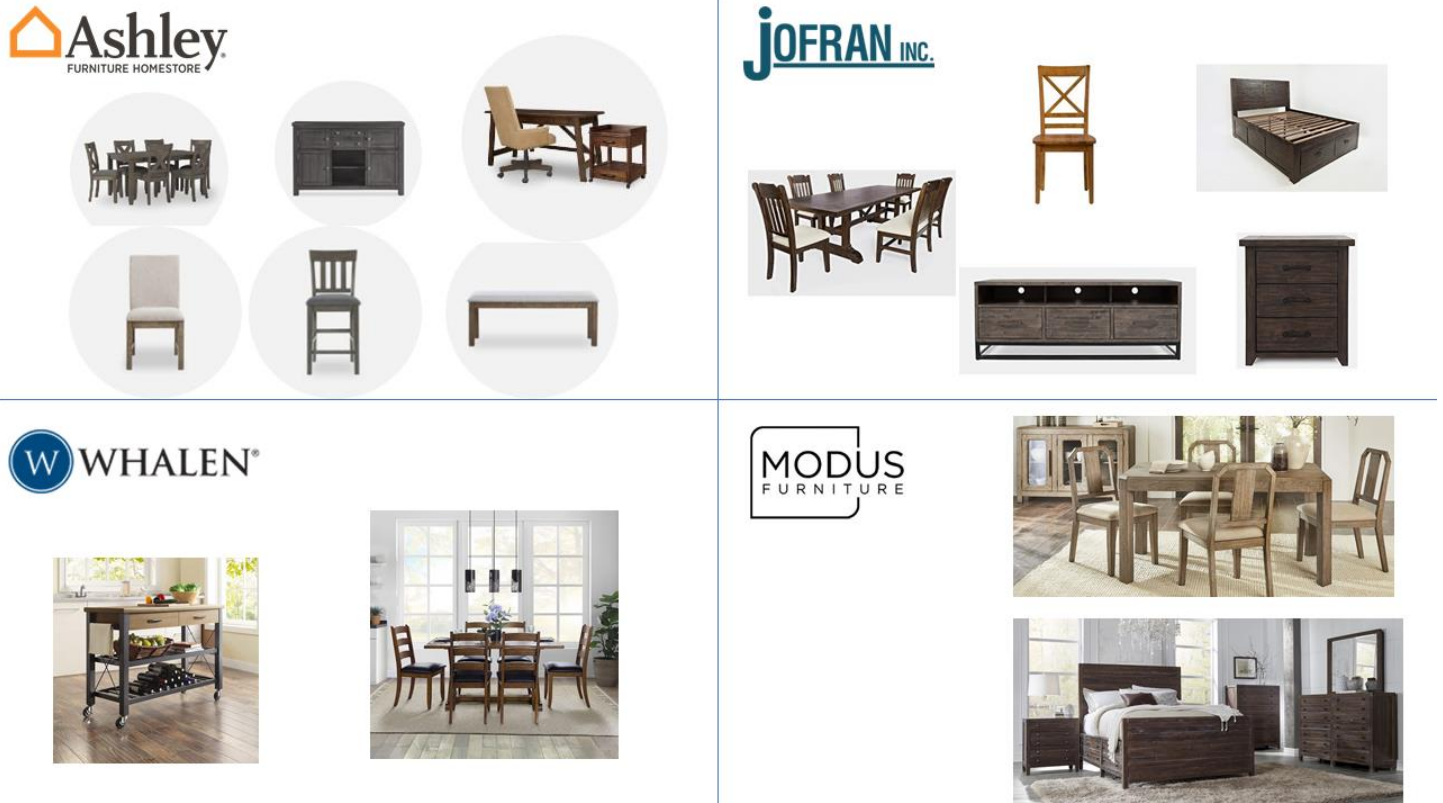
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 18: ... đã dẫn biên LN gộp 2021 của NHT giảm, tuy nhiên đây là tình hình chung các công ty trong ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Các khách hàng tiêu biểu thuê Miền Quê gia công đồ gỗ nội thất



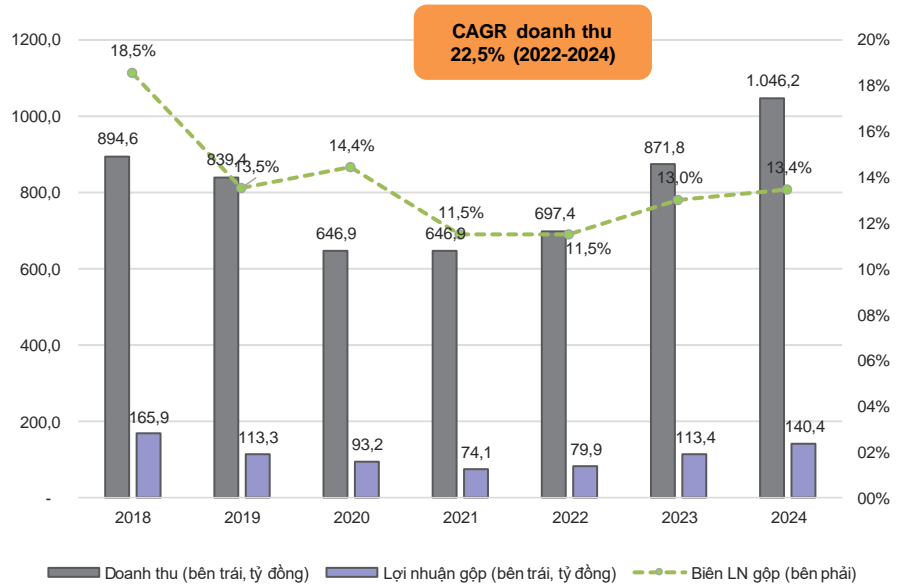
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng mảng gỗ nội thất sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2022-2024

Với việc các tỉnh thành phía Nam được nới lỏng giãn cách, hoạt động sản xuất kinh doanh được dần hồi phục tại nhiều khu công nghiệp từ cuối năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2022 của Miền Quê sẽ bật tăng trở lại sau khi đi ngang trong năm 2021 với mức tăng 7,8% svck, đạt 697,4 tỷ đồng.

Với chiến lược phát triển được NHT đề ra, mảng đồ gỗ nội thất cao cấp sẽ tiếp tục là mảng kinh doanh quan trọng trong những năm tiếp theo. Các hợp đồng cung cấp được kí kết dài hạn với các đối tác giúp cho các đơn hàng của Miền Quê luôn được đảm bảo. Chúng tôi dự báo doanh thu của công ty Miền Quê sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 22,5% trong giai đoạn 2022-2024. Công ty cũng đã có những biện pháp mở rộng đối tác cung cấp gỗ nguyên vật liệu đầu vào, gia tăng mức tồn kho nguyên vật liệu đầu vào để đáp ứng sản xuất trên 6 tháng. Vì vậy, chúng tôi dự báo biên LN gộp sẽ liên tục được cải thiện qua các năm và sẽ đạt 13,4% vào năm 2024.

Hình 20: Dự báo KQKD mảng đồ gỗ nội thất (CTCP Miền Quê) giai đoạn 2022 - 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng đồ chơi, đồ trang trí gỗ: duy trì vị thế dẫn đầu thị trường xuất khẩu châu Âu

Hầu hết các sản phẩm của NHT đều xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu

Thành lập từ năm 1993, NHT đã có kinh nghiệm hơn 27 năm trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm từ gỗ, đặc biệt là 2 dòng sản phẩm đồ chơi gỗ (NamHoa Toys) đồ trang trí bằng gỗ (NamHoa Decor).

Lợi thế các sản phẩm của NHT đó là sự đa dạng trong sản phẩm, chất lượng gỗ cao cấp chủ yếu nhập khẩu có chứng nhận chất lượng tiêu chuẩn tới các thị trường lớn như châu Âu, Mỹ. Bên cạnh đó, NHT cũng sở hữu đội ngũ thiết kế và kỹ thuật với nhiều năm kinh nghiệm và sáng tạo, luôn tạo được những sản phẩm có sự khác biệt với các công ty khác trên thị trường.

Để đáp ứng những yêu cầu về chất lượng sản phẩm xuất khẩu tới các thị trường yêu cầu nghiêm ngặt về chất lượng sản phẩm, những năm qua Nam Hoa đã luôn mở rộng và đổi mới các đối tác cung cấp nguyên vật liệu.

Nguyên vật liệu sản xuất chủ yếu của NHT là các loại gỗ và ván như Gỗ Beech, Oak, Walnut, Thông, Teak, Sapeli..., được nhập khẩu từ Châu Âu, Mỹ, Newzeland và Châu Phi.

Từ nguồn nguyên vật liệu đầu vào được đảm bảo chất lượng giúp cho các sản phẩm của NHT đều đạt được chất lượng cao theo tiêu chuẩn quốc tế như chứng chỉ quốc tế ISO 9001:2015, chứng chỉ EN71 tiêu chuẩn Châu Âu về đồ chơi an toàn, chứng nhận COC của FSC về các sản phẩm gỗ có nguồn gốc được chứng nhận, các chứng chỉ chất lượng như ASTM (Mỹ), ST (Nhật), KPS (Hàn Quốc)... Mỗi sản phẩm của NHT luôn được thực hiện theo quy trình sản xuất đạt chuẩn giúp sản phẩm đạt chất lượng cao và an toàn.

Hình 21: Các loại gỗ chính được sử dụng trong sản xuất sản phẩm của NHT

Loại Gỗ	Giá (USD/m ³)	Sử dụng trong sản xuất sản phẩm
Gỗ cao su, gỗ thông	300-400	Hàng dụng cụ, hàng đồ chơi, hàng gia dụng phổ thông
Gỗ dẻ gai (Beech)	400-600	Hàng trang trí sơn màu, hàng đồ chơi cao cấp
Gỗ tần bì (Ash), gỗ thích (Maple), Gỗ Oak đỏ	600-1.000	Hàng trang trí, hàng gia dụng cao cấp
Gỗ Thero Ash, Sapelli	1.500-2.000	Hàng trang trí, hàng gia dụng cao cấp
Gỗ Sồi trắng (Oak)	1.000-3.000	Hàng trang trí tự nhiên, hàng gia dụng cấp
Gỗ Óc Chó (walnut), Teak, Oak đen (smoke Oak)	2.500-4.000	Hàng trang trí tự nhiên

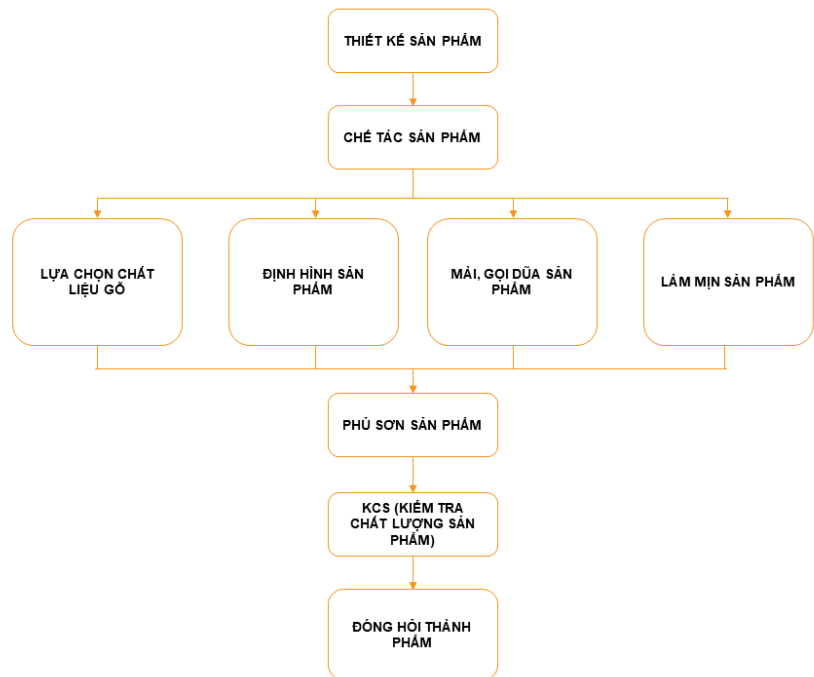
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Các đối tác cung cấp nguyên vật liệu cho NHT

Đối tác cung cấp	Quốc gia	Loại nguyên vật liệu
Logistics Coordinator. Global Timber	EU	Gỗ Sồi
Cty TNHH JAF Global Việt Nam	EU	Gỗ dẻ gai, gỗ thích, ván ép
Cty TNHH Đại Kinh Bắc	Việt Nam	Gỗ Cao Su
Cty TNHH Gỗ Phương Đông	Việt Nam	Gỗ dẻ gai, gỗ tần bì
Công Ty TNHH Tong Jou Việt Nam	Việt Nam	Sơn, mực in
Công Ty TNHH Unaxol	Việt Nam	Sơn, mực in
Công Ty TNHH Phạm Thu	Việt Nam	Bao bì

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Quy trình sản xuất sản phẩm của NHT



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đầu tư mở rộng nhà máy Nam Hoa 2 để tận dụng đà tăng trưởng của thị trường xuất khẩu

Để mở rộng quy mô sản xuất, phục vụ cho kế hoạch kinh doanh, đáp ứng nhu cầu của thị trường, NHT đã tiến hành đầu tư xây dựng và chuyển toàn bộ hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như văn phòng của công ty tới nhà máy Nam Hoa 2 tại khu công nghiệp Tân Phú Trung, Củ Chi với tổng diện tích lên đến 20.000 m².

Trước những diễn biến của làn sóng dịch Covid-19 tại các tỉnh thành phía Nam, hoạt động sản xuất của nhà máy Nam Hoa 2 năm 2021 đã giảm xuống chỉ còn 1 ca làm việc, số lượng công nhân cũng giảm từ 600 công nhân thời điểm trước dịch xuống còn 550 công nhân tính tới tháng 12/2021 vì vậy công suất của nhà máy hiện chỉ đạt 60%, ước tính đạt khoảng 1.800.000 sản phẩm/năm.

Định hướng của công ty từ năm 2022 khi dịch bệnh được kiểm soát sẽ tăng cường số lượng công nhân tại nhà máy và triển khai sản xuất 2 ca để tận dụng toàn bộ công suất của nhà máy kết hợp tăng cường hợp tác gia công ngoài. Với kế hoạch này, Nam Hoa kì vọng có thể tận dụng toàn bộ công suất thiết kế của nhà máy Nam Hoa 2 Củ Chi vào năm 2023.

Hình 24: Nhà máy Nam Hoa 2

- Địa chỉ: khu công nghiệp Tân Phú Trung, Củ Chi
- Mảng sản phẩm được tập trung chính: đồ chơi bằng gỗ, đồ trang trí bằng gỗ
- Diện tích: 20.000 m²
- Tổng vốn đầu tư: 150 tỷ đồng
- Công suất thiết kế: 3.000.000 sản phẩm/năm
- Công suất hiện tại: 1.800.000 sản phẩm/năm
- Kế hoạch mở rộng sử dụng toàn bộ công suất của nhà máy: 2022-2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bứt phá mạnh mẽ so với các đối thủ sau giãn cách xã hội

Dưới tác động của làn sóng dịch Covid-19 thứ 4, các tỉnh thành phía Nam đã phải giãn cách xã hội và dừng mọi hoạt động sản xuất kinh doanh từ Q3/2021. Chính vì vậy hoạt động sản xuất kinh doanh của NHT cũng đã phần nào bị tác động. Tuy nhiên nhờ việc ban lãnh đạo công ty đã liên tục theo dõi với diễn biến dịch bệnh và lên kế hoạch trước để đảm bảo hoạt động kinh doanh của công ty theo phương án sản xuất 3 tại chỗ của TP. HCM giúp cho NHT ghi nhận tăng trưởng doanh thu so với các công ty đối thủ.

Theo thống kê mới nhất của Ban Quản lý các khu chế xuất và công nghiệp thành phố Hồ Chí Minh, NHT là 1 trong những doanh nghiệp có tỷ lệ lao động sản xuất 3 tại chỗ cao nhất thành phố. Trong nửa cuối năm 2021, số lượng lao động được đăng kí sản xuất 3 tại chỗ của NHT đạt 205 người, tương đương 38% tổng số lượng lao động của NHT. Nhờ đó hoạt động sản xuất kinh doanh của NHT trong nửa cuối năm 2021 được duy trì ổn định.

Bên cạnh những đối thủ trong nước, việc đẩy mạnh mảng kinh doanh đồ gỗ nội thất cao cấp xuất khẩu sang các thị trường châu Âu, Mỹ, NHT phải trực tiếp cạnh tranh với những đối thủ tới từ Trung Quốc với năng lực sản xuất mạnh như Quan U Furniture, Qumei Furniture...

Hình 25: Các đối thủ của NHT từ Trung Quốc trong phân khúc đồ gỗ nội thất cao cấp

Công ty	Năm thành lập	Thị trường mục tiêu chính	Năng lực sản xuất	Vốn (triệu NDT)
Quan U Furniture	1986	Mỹ, châu Âu (Đức, Ý), Đông Nam Á	Nhà máy 69,000 m ²	220,0
Qumei Furniture	1993	Châu Âu, nội địa	Nhà máy 800.000 m ²	488,7
RedApple Furniture	1981	Mỹ, châu Âu, Nam Phi	Nhà máy 400.000 m ²	253,0
Land Bond Furniture	1984	châu Âu		76,0
KukaHome Furniture	1982	Mỹ, châu Âu	Nhà máy 130,000 m ² sản xuất 3,000 container/tháng	112,5
ZuoYou Furniture	1986	Mỹ, châu Âu, châu Á	Nhà máy 50,000-100,000 m ²	150,0
Markor Home Furniture	1990	châu Âu, Mỹ	1,8 triệu sản phẩm/năm	375,0
Cheers Sofa Furniture	1992	Anh và một số quốc gia tại châu Âu	5,4 triệu sản phẩm/năm	651,0
Shuangye Furniture	1995	châu Âu, Mỹ, nội địa	1,5 triệu sản phẩm/năm	150,5
Qumun Furniture	1997	Mỹ, châu Âu	Nhà máy 100,000m ²	63,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mặc dù vậy, NHT hiện đang sử hữu những lợi thế cạnh tranh nhất định so với các đối thủ tới từ Trung Quốc với chi phí hoạt động thấp và những ưu đãi về thuế. Giá thuê đất trung bình của Việt Nam cũng như chi phí xây dựng nhà xưởng, nhà máy đang được duy trì ở mức thấp so với các quốc gia trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, chỉ có Indonesia có giá điện thấp hơn Việt Nam. Tại Việt Nam, lương công nhân bình quân ước tính chỉ 265 USD/tháng, bằng 1/4 so với lương công nhân bình quân tại Trung Quốc.

Bên cạnh chi phí hoạt động thấp, Việt Nam đã cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) từ mức 22% xuống mức 20% vào năm 2016 cho tất cả các công ty trong nước và nước ngoài để tăng cường thu hút sản xuất. Ngoài ra, các công ty tại các khu công nghiệp còn được hưởng các ưu đãi khác như miễn/giảm thuế và miễn thị thực. Các ưu đãi thuế phổ biến dành cho các công ty ở các khu công nghiệp bao gồm miễn thuế trong 2 đến 4 năm, giảm thuế trong 3 đến 15 năm và miễn thuế nhập khẩu.

Hình 26: Việt Nam sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh với chi phí hoạt động thấp và nhiều ưu đãi về thuế (tính tới hết Q2/21)

	Tiền lương nhân viên sản xuất (USD/tháng)	Giá điện công nghiệp (USD/kWh)	Chi phí xây dựng nhà xưởng, nhà máy (USD/m ²)	Giá thuê đất trung bình (USD/m ² /kỳ thuê)	Thuế TNDN	Số lượng KCN
Myanmar	162	0,110	na	80	25%	63
Phillippines	202	0,110	na	122	30%	323
Việt Nam	265	0,077	352	110	20%	394
Indonesia	287	0,073	504	238	25%	108
Thái Lan	440	0,121	na	183	20%	86
Malaysia	844	0,099	533	225	24%	340
Trung Quốc	1.042	0,104	356	na	25%	na

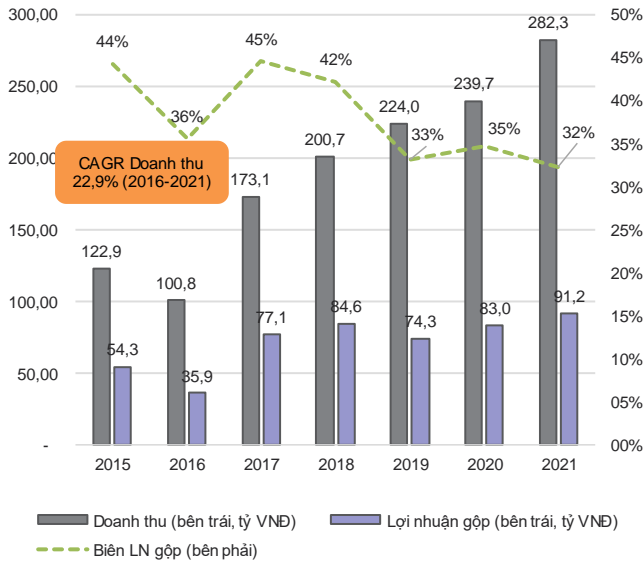
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS, STATISTA, MPI

Triển vọng tăng trưởng giai đoạn 2022 - 24

Doanh thu mảng đồ chơi, đồ trang trí gỗ của NHT đã ghi nhận đà tăng trưởng mạnh với mức tăng trưởng kép hàng năm 23,2% trong giai đoạn 2016-2021. Năm 2021, mặc dù chịu tác động mạnh mẽ bởi Covid, nhưng mảng đồ chơi, đồ trang trí gỗ vẫn giữ vững tăng trưởng, đặc biệt tại thị trường các nước châu Âu – thị trường xuất khẩu chính của mảng sản phẩm này. Trong năm 2021, doanh thu/LN gộp của mảng đồ chơi, đồ trang trí gỗ lần lượt tăng 17,8%/9,9% svck.

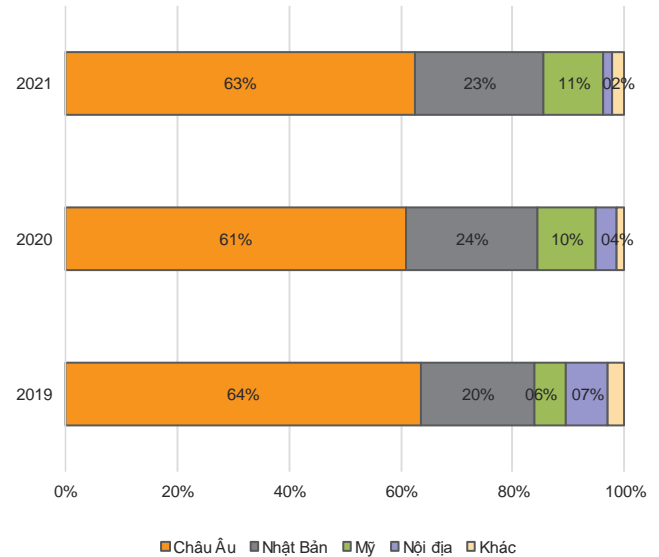
Các sản phẩm đồ chơi, đồ trang trí bằng gỗ từ lâu đã được ban lãnh đạo công ty định hướng tập trung cho các thị trường xuất khẩu đòi hỏi chất lượng gia công cao cấp. Các thị trường tiêu thụ chính của mảng kinh doanh này bao gồm châu Âu (63% doanh thu 2021), Nhật Bản (23%), Mỹ (11%) ... Trong khi đó thị trường nội địa chỉ đóng góp 1,7% doanh thu mảng đồ chơi, đồ trang trí.

Hình 27: Doanh thu và biên LN gộp mảng đồ chơi, đồ trang trí gỗ giai đoạn 2015-2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Châu Âu và Nhật Bản là 2 thị trường chủ của mảng đồ trang trí, đồ chơi của NHT



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp giảm còn 32,3% giảm 2,3 điểm % svck, đây cũng là mức biên LN gộp thấp nhất kể từ năm 2015. Nguyên nhân là do giá nguyên vật liệu gỗ ván tăng từ 10-35% tùy loại đã khiến cho giá vốn năm 2021 tăng cao, tăng 21,9% svck.

Hình 29: Giá gỗ nguyên vật liệu đầu vào tăng cao trong năm 2021



Chỉ số giá: T12/1982=100 (bên trái)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

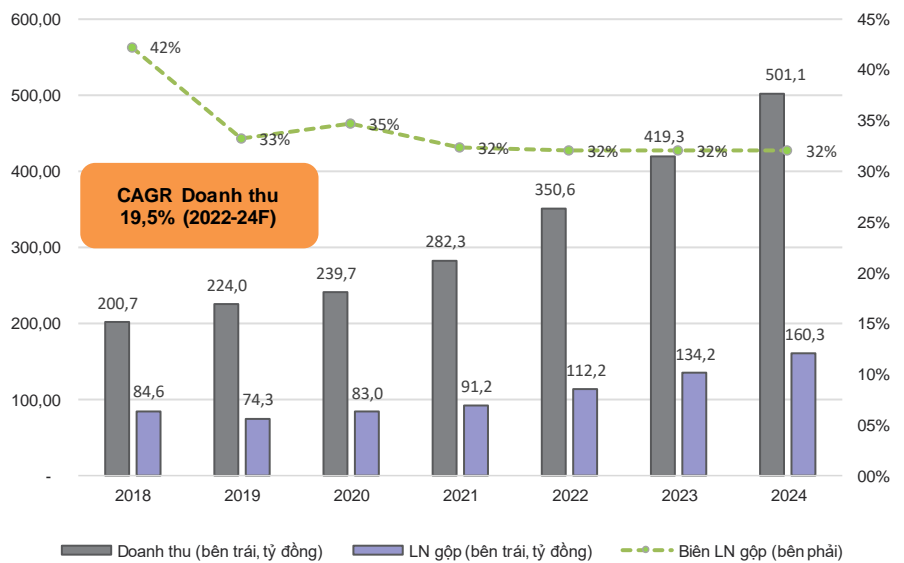
Nhà máy Nam Hoa 2 Củ Chi được đẩy mạnh hoạt động toàn bộ công suất sẽ tạo động lực giúp cho kết quả kinh doanh mảng đồ chơi, đồ trang trí bằng gỗ tăng mạnh từ năm 2022. Chúng tôi dự báo doanh thu/LN gộp của mảng đồ chơi, đồ trang trí bằng gỗ năm 2022 sẽ tăng lần lượt 24,2%/23% svck, đạt 350,6 tỷ đồng/112,2 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2022-2024, chúng tôi kì vọng doanh thu của mảng này sẽ đạt mức tăng trưởng kép 19,5%.

Để đạt được kết quả kinh doanh như dự phóng, kế hoạch trong những năm tiếp theo của Nam Hoa là đẩy mạnh đa dạng hóa các sản phẩm đang có kết quả kinh doanh tốt như mảng đồ chơi, dụng cụ đồ dùng. Bên cạnh đó, mảng đồ trang trí cũng đang được nhiều khách hàng đón nhận như Rosendahl, Sring, Nichigan... Chúng tôi dự báo mảng kinh doanh đồ trang trí sẽ có mức tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2022-2024.

Để đáp ứng chất lượng các đơn hàng đồ trang trí tới các khách hàng châu Âu, gỗ nguyên vật liệu đầu vào cũng yêu cầu cao hơn so với các thị trường khác. Loại gỗ được NHT sử dụng trong sản xuất đồ trang trí chủ yếu là các loại gỗ cao cấp như gỗ Sồi trắng, gỗ Maple...

Vì vậy, chúng tôi dự báo giá vốn hàng bán sẽ vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu mảng kinh doanh này bởi gia tăng giá nguyên vật liệu đầu vào trong giai đoạn 2022-2024. LN gộp của mảng đồ chơi, đồ trang trí bằng gỗ được kì vọng đi ngang ở mức 32% trong giai đoạn này khi công ty đã kí kết hợp đồng lâu dài với các đối tác cung cấp gỗ nguyên vật liệu đầu vào, đáp ứng được nguồn cung và giá bán ổn định gỗ nguyên vật liệu gỗ đầu vào tới T9/22.

Hình 30: Biên LN gộp của mảng đồ chơi, đồ trang trí gỗ giảm trong năm 2021 và duy trì ổn định từ năm 2022



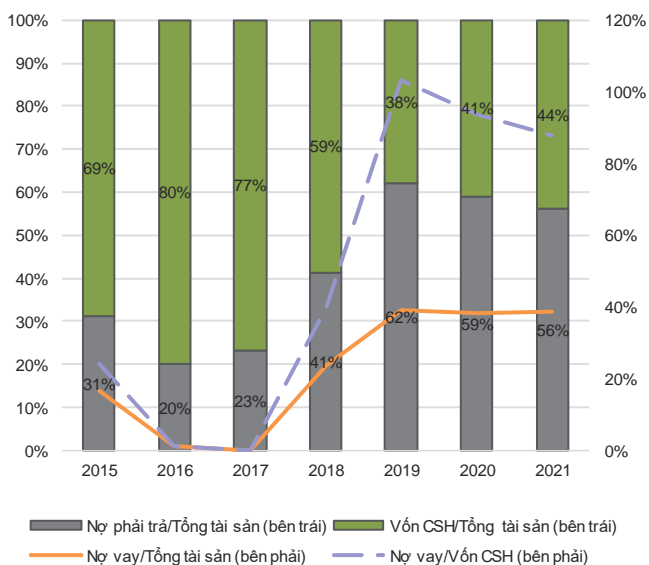
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phân tích các chỉ tiêu tài chính

Tăng tỷ lệ đòn bẩy sau thương vụ mua lại CTCP Miền Quê

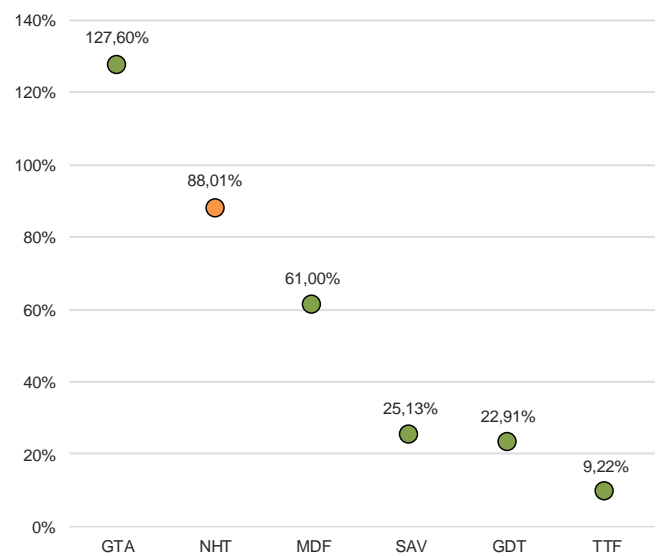
Để mua lại CTCP Sản xuất & Thương mại Miền Quê, từ năm 2019 NHT đã gia tăng vay nợ ngắn hạn cũng như dài hạn, tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản của NHT gia tăng nhanh chóng và đạt 56% năm 2021. So với các doanh nghiệp cùng ngành, tỷ lệ đòn bẩy của NHT đang ở mức khá cao, chúng tôi cho rằng đây là chính sách hợp lý của ban lãnh đạo NHT trong giai đoạn mở rộng quy mô nhanh như hiện nay.

Hình 31: Sau khi mua lại Miền Quê, cơ cấu vay nợ của NHT tăng cao



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: NHT có tỷ lệ đòn bẩy (D/E) ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành tại cuối năm 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Từ năm 2018 cho tới năm 2020, NHT đã liên tục gia tăng các khoản vay nợ ngắn hạn và dài hạn tại 2 ngân hàng lớn: BIDV- Chi nhánh Nam Sài Gòn và Public Bank – Chi nhánh Chợ Lớn. Các khoản vay tại Public Bank chủ yếu được Nam Hoa sử dụng xây dựng và mua sắm máy móc cho nhà máy Nam Hoa 2 Củ Chi, trong khi đó các khoản vay tại BIDV chủ yếu được công Miền Quê sử dụng trong việc gia tăng, mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.

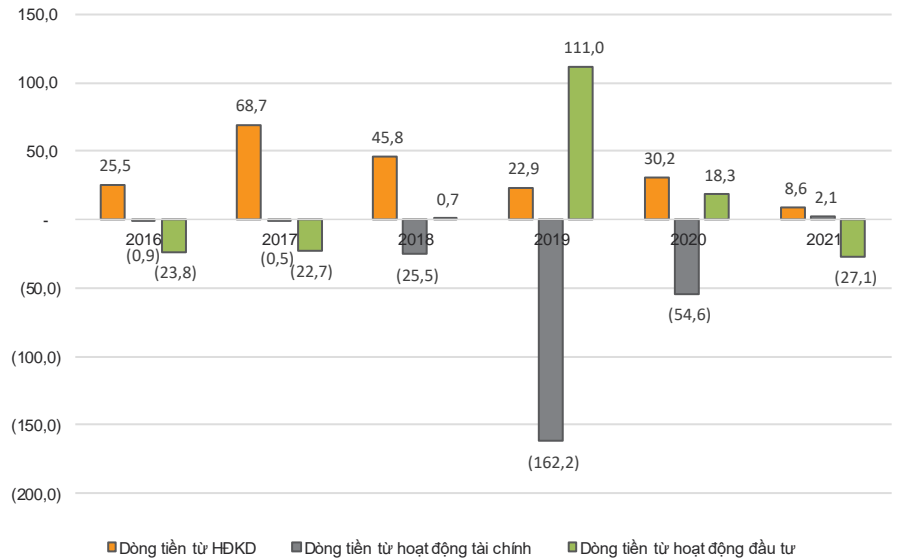
Hình 33: Tình hình vay nợ của NHT gia tăng nhanh từ năm cuối năm 2018

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019	2020	2021
Vay ngắn hạn	41,6	78,7	263,8	290,9
BiDV - CN Nam Sài Gòn	-	-	167,3	na
Public Bank - CN Chợ Lớn	41,6	72,2	64,4	na
Khác	-	6,5	32,1	na
Vay dài hạn	-	73,9	75,3	41,6
BIDV - CN Nam Sài Gòn	-	-	22,8	na
Public Bank - CN Chợ Lớn	-	73,9	51,2	na
Khác	-	-	1,3	na

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Dòng tiền của NHT giảm từ năm 2019 sau khi NHT mua lại và nắm quyền kiểm soát với công ty con Miền Quê. Bên cạnh đó, việc mở rộng các mảng kinh doanh mới, những biến động tăng giá nguyên vật liệu đầu vào, tăng giá cước vận tải cũng làm giảm dòng tiền hoạt động kinh doanh của NHT. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá dòng tiền của NHT vẫn khá quan trọng giai đoạn 2016-2021.

Hình 34: Dòng tiền chi ra hoạt động đầu tư tăng mạnh trong năm 2019, 2020 cho việc mua lại công ty con Miền Quê (đơn vị: tỷ đồng)

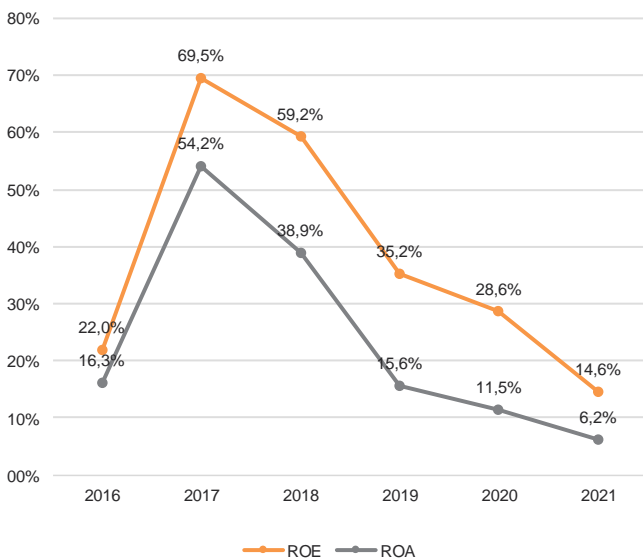


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Các chỉ số sinh lời đạt mức trung bình so với ngành

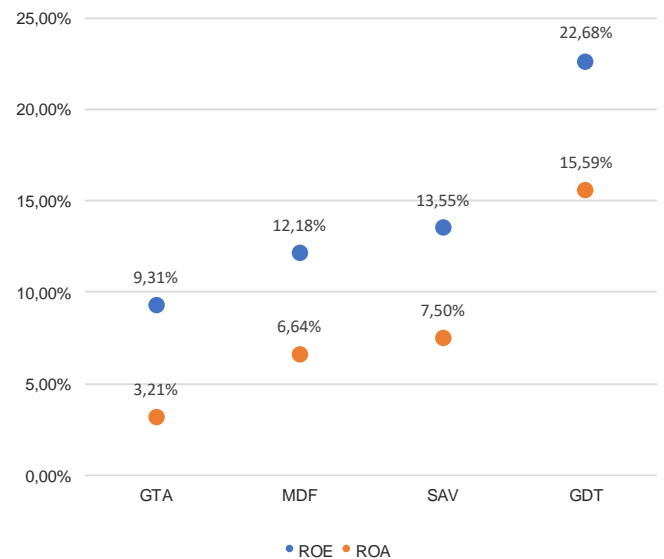
Việc đa dạng hóa các sản phẩm, nhanh chóng gia tăng doanh thu bằng các mảng kinh doanh đồ gỗ nội thất, đồ trang trí bằng gỗ với biên LN thấp đã làm suy giảm khả năng sinh lời chung của NHT trong giai đoạn từ năm 2018-2021. Biên LN gộp/biên LN ròng tính tới hết năm 2021 đã giảm lần lượt 2,2 điểm %/2,4 điểm % svck và giảm 26,7 điểm %/23,7 điểm % so với thời điểm cao nhất năm 2017. Bên cạnh đó, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của NHT cũng giảm chỉ còn 14,6%, giảm 14 điểm % svck.

Hình 35: Mặc dù tỷ sinh lời của NHT liên tục giảm từ năm 2018...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: ... tuy nhiên vẫn ngang với các đối thủ trong ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dự phóng KQKD của NHT giai đoạn 2022-2024

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của NHT sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2022-2024 nhờ:

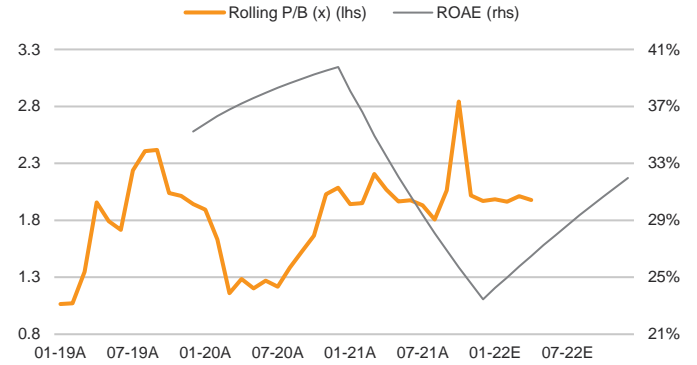
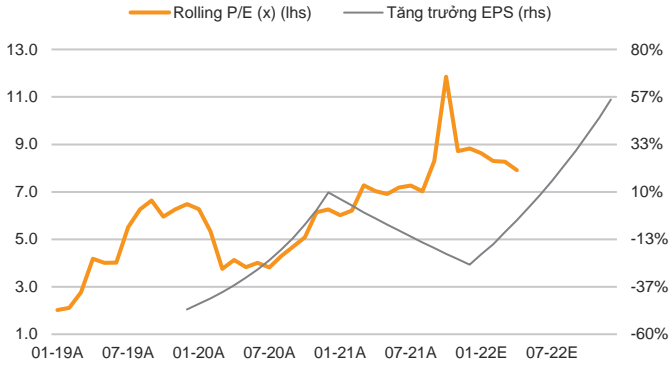
- Doanh thu 2 mảng kinh doanh truyền thống của Nam Hoa: đồ chơi trẻ em và đồ trang trí bằng gỗ sẽ được thúc đẩy khi nhà máy Nam Hoa 2 Củ Chi hoạt động với công suất tối đa trong năm 2022-2023. Mảng đồ trang trí bằng gỗ dự báo sẽ đóng góp 71% doanh thu cho công ty mẹ Nam Hoa vào năm 2024 và doanh thu đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 19,5% trong giai đoạn 2022-2024.
- Mảng kinh doanh đồ gỗ nội thất cao cấp từ công ty con Miền Quê là động lực gia tăng doanh thu của NHT, đóng góp 80% doanh thu cho NHT hàng năm. Dự kiến doanh thu thuần của NHT đạt mức tăng trưởng kép 21,4% trong giai đoạn 2022-2024.
- Chúng tôi dự phóng biên LN gộp năm 2024 sẽ đạt 19,5% với mức tăng đều đặn hàng năm 0,3-0,8 điểm %. Chúng tôi kỳ vọng rằng giá gỗ nguyên vật liệu đầu vào sẽ hạ nhiệt sau khoảng thời gian tăng giá cùng với việc NHT đang có những biện pháp kí kết hợp đồng dài hạn từ 6-9 tháng với các đối tác cung cấp để duy trì ổn định giá gỗ.
- Chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng và chi phí QLDN liên tục tăng trong giai đoạn 2022-2024 với tốc độ tăng trưởng kép 14,9% khi NHT mở rộng hoạt động sản xuất, tận dụng 100% công suất tại nhà máy Nam Hoa Củ Chi. Tuy nhiên tỷ lệ chi phí BH và QLDN/doanh thu thuần dự báo sẽ giảm chỉ còn 9,1% vào năm 2024.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2022 của NHT sẽ bật tăng trở lại 55% svck lên mức 84 tỷ đồng và sẽ duy trì đà tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2022-2024 với tốc độ tăng trưởng kép 37,2%.
- Chúng tôi dự phóng NHT sẽ tiếp tục chính sách chi trả cổ tức ở mức cao trong năm 2022/2023 với mức chi trả lần lượt là 88%/83% LN ròng của công ty, tương đương với 40% mệnh giá.

Hình 37: Dự báo KQKD của NHT trong giai đoạn 2022-2024

Đơn vị (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	929	1.048	1.291	1.546
%svck	5%	13%	23%	20%
Đồ nội thất cao cấp	609	659	829	997
Đồ trang trí	161	211	256	310
Đồ chơi trẻ em	81	93	110	129
Khác	78	86	96	108
<i>% Doanh thu</i>				
Đồ nội thất cao cấp	65,6%	62,8%	64,2%	64,5%
Đồ trang trí	17,3%	20,1%	19,8%	20,1%
Đồ chơi trẻ em	8,7%	8,9%	8,5%	8,4%
Khác	8,4%	8,2%	7,5%	7,0%
LN gộp	165	192	248	301
Biên LN gộp	17,8%	18,3%	19,2%	19,5%
Chi phí BH và chi phí QLDN	97	106	120	140
Chi phí BH và chi phí QLDN/DTT	10,4%	10,1%	9,3%	9,1%
LN trước thuế	61	96	143	184
Thuế TNDN	(7)	(7)	(10)	(13)
LN ròng	54	84	123	158
%svck	-26%	55%	46%	29%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	929	1,048	1,291
Giá vốn hàng bán	(764)	(856)	(1,043)
Chi phí quản lý DN	(56)	(59)	(64)
Chi phí bán hàng	(41)	(43)	(47)
LN hoạt động thuần	68	90	137
EBITDA thuần	87	121	171
Chi phí khấu hao	(18)	(30)	(35)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	68	90	137
Thu nhập lãi	8	12	15
Chi phí tài chính	(19)	(20)	(26)
Thu nhập ròng khác	4	14	17
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	61	96	143
Thuế	(7)	(12)	(20)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	54	84	123
Thu nhập trên vốn	54	84	123
Cổ tức phổ thông	(49)	(74)	(102)
LN giữ lại	5	10	21

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	20	100	79
Đầu tư ngắn hạn	5	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	89	112	138
Hàng tồn kho	244	245	298
Các tài sản ngắn hạn khác	12	70	120
Tổng tài sản ngắn hạn	371	526	635
Tài sản cố định	314	362	376
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	176	184	226
Tổng tài sản	861	1,072	1,237
Vay & nợ ngắn hạn	291	357	433
Phải trả người bán	55	46	59
Nợ ngắn hạn khác	58	127	155
Tổng nợ ngắn hạn	404	530	647
Vay & nợ dài hạn	42	120	146
Các khoản phải trả khác	38	3	4
Vốn điều lệ và	154	185	185
LN giữ lại	88	98	120
Vốn chủ sở hữu	243	283	305
Lợi ích cổ đông thiểu số	135	135	135
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	861	1,072	1,237

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	61	96	143
Khấu hao	40	30	35
Thuế đã nộp	(4)	(12)	(20)
Các khoản điều chỉnh khác	14	20	26
Thay đổi VLĐ	(102)	(5)	(107)
LC tiền thuần HKĐK	9	130	77
Đầu tư TSCĐ	2	(76)	(49)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	0	(45)	(50)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	2	(120)	(99)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	23	144	102
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(49)	(74)	(102)
LC tiền thuần HĐTC	(26)	70	1
Tiền & tương đương tiền đầu kì	37	20	100
LC tiền thuần trong năm	(16)	80	(21)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	21	100	79

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	5.8%	8.0%	9.5%
Vòng quay TS	1.07	1.08	1.12
ROAA	6.2%	8.7%	10.6%
Đòn bẩy tài chính	3.78	3.68	3.93
ROAE	23.4%	32.0%	41.8%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	20.7	14.5	14.5
Số ngày nắm giữ HTK	116.9	104.3	104.3
Số ngày phải trả tiền bán	26.2	19.7	20.7
Vòng quay TSCĐ	2.77	3.10	3.50
ROIC	7.6%	9.4%	12.1%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0.9	1.0	1.0
Khả năng thanh toán nhanh	0.3	0.5	0.5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.1
Vòng quay tiền	111.5	99.1	98.1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	4.8%	12.8%	23.2%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(18.0%)	31.8%	51.6%
Tăng trưởng LN ròng	(25.9%)	55.4%	46.0%
Tăng trưởng EPS	(25.9%)	55.4%	46.0%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích

Email: son.leanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>