

CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA HÀ NỘI (HSX: NHH)
Phạm Thị Thảo Vy

Chuyên viên phân tích

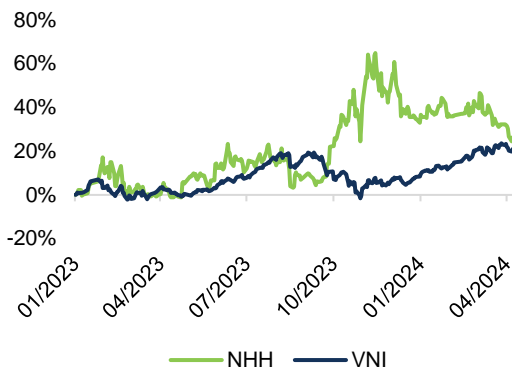
Email: vyptt@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 – Ext: 7596

Phê duyệt báo cáo

Nguyễn Hữu Thiên Ân

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu NHH


Thông tin giao dịch	15/05/2024
Giá hiện tại (đồng/cp)	17.400
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	22.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	14.100
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	72,88
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	72,88
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	232.360
% sở hữu nước ngoài	0.53
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	728,8
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.268,1
P/E trailing 12 tháng (lần)	13,33
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	1.305

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Nhựa Hà Nội
Địa chỉ	Tổ 12, phường Phúc Lợi, quận Long Biên, TP Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh sản phẩm công nghiệp hỗ trợ và nhựa xây dựng
Chi phí chính	Chi phí hạt nhựa, chi phí vận chuyển
Lợi thế cạnh tranh	Chuỗi giá trị khép kín
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu

Giá thị trường (đồng/cp)	17.400	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp)	21.150	MUA
Chênh lệch	+21,4%	

TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN TỪ MẢNG NHỰA XÂY DỰNG VÀ NHÓM SẢN PHẨM NHỰA LINH KIỆN ĐIỆN - ĐIỆN TỬ
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q2024 (Chi tiết)

- Doanh thu thuần 1Q2024 đạt 445 tỷ VNĐ (-17,8% YoY & 20,2% KH). Nguyên nhân sụt giảm vì (1) giảm đóng góp từ mảng khuôn mẫu, (2) giá bán các sản phẩm nhựa kỹ thuật và nhựa xây dựng đều điều chỉnh giảm theo đà của giá hạt nhựa đầu vào.
- Lợi nhuận từ HĐKD sụt giảm 10,4% YoY, biên lợi nhuận từ HĐKD tăng nhẹ 0,9 đpt nhờ (1) giá PVC sụt giảm giúp BLNG mảng nhựa xây dựng cải thiện và (2) gia tăng đóng góp của mảng linh kiện điện – điện tử có BLNG cao.
- LNST đạt 41 tỷ VNĐ (+24,5% YoY & 29,5% KH), tăng trưởng chủ yếu nhờ chi phí lãi vay giảm mạnh 62,1% YoY.

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của NHH năm 2024F đạt lần lượt 2.099 tỷ VNĐ (+2,9% YoY & 95,4% KH) và 144 tỷ VNĐ (+49,8% YoY & 104,5% KH). Kết quả kinh doanh khả quan đạt được nhờ sự tăng trưởng ở cả 2 mảng kinh doanh chính:

- **Mảng công nghiệp hỗ trợ:** Doanh thu dự phóng đạt 1.457 tỷ VNĐ (+4,1% YoY) và BLNG dự phóng đạt 16,0% YoY (+1,3 đpt YoY). Mức tăng trưởng có được nhờ nhu cầu của sản phẩm linh kiện điện – điện tử cải thiện khi nền kinh tế phục hồi giúp thúc đẩy chi tiêu. Nhu cầu cho sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy tiếp tục âm ảm do thị trường xe máy đã dần bão hòa. (Chi tiết)
- **Mảng nhựa xây dựng:** Doanh thu và LNST mảng này dự phóng đạt lần lượt 642 tỷ VNĐ (+6,0% YoY) và 38 tỷ VNĐ (+13,1% YoY). Sản lượng bán hàng của NHH được kỳ vọng tăng 4,0% YoY nhờ vào (1) sự cải thiện của thị trường xây dựng nhà ở tại Mỹ và (2) xu hướng chuyển dịch từ các dòng ván sàn truyền thống sang sử dụng sàn SPC tiếp diễn. Giá bán được dự phóng tăng 3,1% YoY vì nhu cầu cải thiện và giá cước vận chuyển tăng cao. (Chi tiết)

KHUYẾN NGHỊ

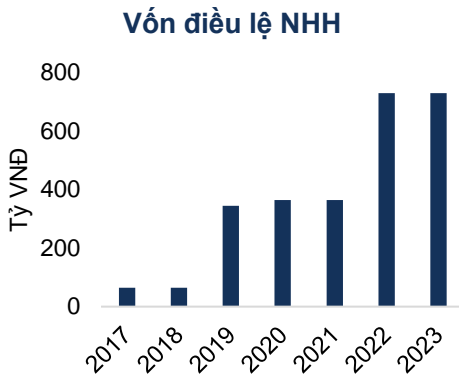
Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu NHH là **21.150 đồng/cp**, cao hơn 21,4% so với mức giá đóng cửa ngày 15/05/2024 và đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NHH.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Công ty Cổ phần Nhựa Hà Nội (HSX: NHH), tiền thân là doanh nghiệp nhà nước, được cổ phần hóa vào năm 2008. Năm 2017, Nhựa Hà Nội trở thành công ty đại chúng và được giao dịch tại sàn UPCOM với mã chứng khoán NHH. Năm 2019, NHH chính thức trở thành thành viên của Công ty Cổ phần Tập đoàn An Phát Holdings (HSX: APH), phụ trách sản xuất sản phẩm công nghiệp hỗ trợ và nhựa xây dựng.

1. Lịch sử hình thành và phát triển



Nguồn: NHH, FPTS tổng hợp

2008: Cổ phần hóa với vốn điều lệ ban đầu 65 tỷ VND.

2017: Trở thành công ty đại chúng và được giao dịch tại sàn UPCOM với mã chứng khoán NHH.

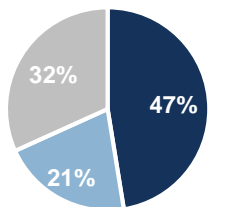
2018: Trở thành công ty con của Công ty Cổ phần Tập đoàn An Phát Holdings (HSX: APH).

2019: Chính thức niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM; Góp vốn thành lập công ty con Công ty TNHH MTV Cơ khí chính xác và Chế tạo khuôn mẫu Việt Nam (VMC); Mua lại CTCP An Trung Industries.

2020: NHH nhận chuyển nhượng cổ phần và chính thức trở thành công ty mẹ của CTCP Vật liệu xây dựng công nghệ cao An Cường.

2. Cơ cấu cổ đông (13/05/2024)

Cơ cấu cổ đông NHH



■ AAA ■ APH ■ Khác

Nguồn: FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của NHH cô đặc với công ty mẹ CTCP Tập đoàn An Phát Holdings (HSX: APH) cùng với thành viên trong tập đoàn là Công ty Cổ phần Nhựa An Phát Xanh (HSX: AAA) nắm giữ tổng 68,24% vốn cổ phần.

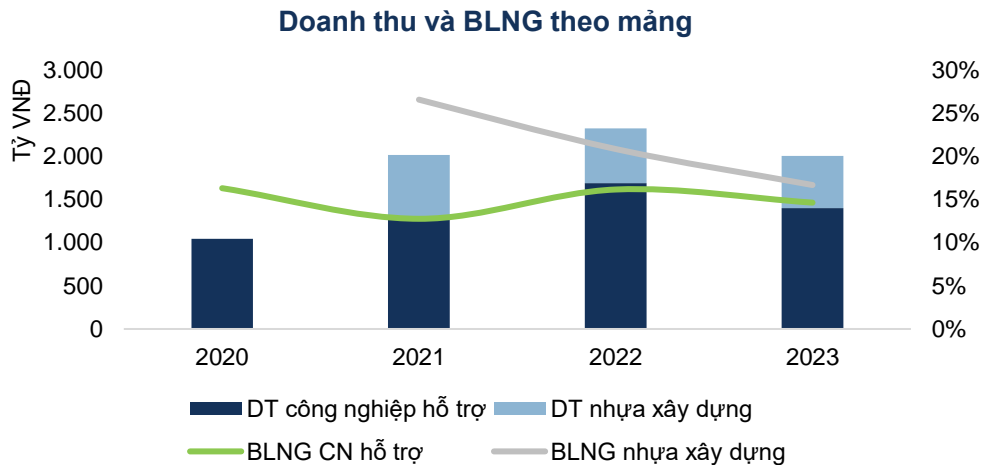
3. Cơ cấu công ty

Công ty mẹ NHH hiện có 1 nhà máy, sản xuất khuôn mẫu với CSTK 250 – 300 bộ khuôn/năm, và sản xuất sản phẩm nhựa kỹ thuật linh kiện ô tô – xe máy với CSTK 6.000 tấn sản phẩm/năm. Ngoài ra, NHH đang sở hữu 4 công ty con và 1 công ty liên kết, cụ thể như sau:

Đơn vị	Hình thức	VĐL (Tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Sản phẩm chính	Thông tin khác
Công ty TNHH phát triển xuất nhập khẩu và đầu tư VIEXIM	Công ty con	20,7	100%	Nhựa kỹ thuật	VIEXIM hoạt động tương tự như một phân xưởng của công ty mẹ NHH, cùng sản xuất dòng sản phẩm nhựa linh kiện ô tô – xe máy, có CSTK 3.000 tấn sản phẩm/năm.
Công ty TNHH An Trung Industries	Công ty con	241	100%	Nhựa kỹ thuật	An Trung tập trung sản xuất các sản phẩm nhựa kỹ thuật nhỏ hơn, cụ thể là linh kiện điện – điện tử, với CSTK 1.000 tấn sản phẩm/năm.

Công ty TNHH MTV Cơ khí chính xác và Chế tạo khuôn mẫu Việt Nam	Công ty con	200	100%	Khuôn mẫu	CSTK 280 – 320 bộ khuôn/năm.
CTCP vật liệu xây dựng công nghệ cao An Cường	Công ty con	426	94,86%	Nhựa xây dựng	
CTCP sản xuất PBAT An Phát	Công ty liên kết	296	39%	Hạt nhựa tự hủy	

4. Các mảng kinh doanh chính của NHH



Nguồn: NHH, FPTS ước tính

Hoạt động kinh doanh của NHH có thể phân thành 2 mảng lớn bao gồm:

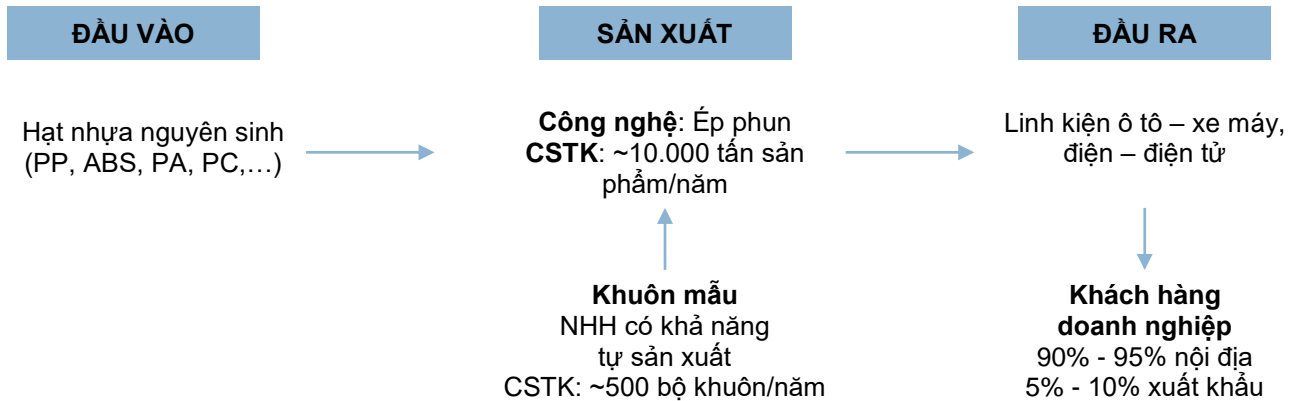
- (1) Mảng công nghiệp hỗ trợ (chiếm 68,7% doanh thu năm 2023) với hoạt động chính là sản xuất sản phẩm nhựa kỹ thuật (các loại linh kiện ô tô – xe máy, linh kiện điện – điện tử,...) và khuôn mẫu. Đây là mảng kinh doanh truyền thống của NHH, với khách hàng ở mảng này phần lớn là các doanh nghiệp FDI.
- (2) Mảng nhựa xây dựng (chiếm 29,4% doanh thu năm 2023) với hoạt động chính là sản xuất ván sàn SPC, được phụ trách bởi công ty con An Cường (NHH mua lại vào T12/2020). Chúng tôi cho rằng mảng nhựa xây dựng sẽ là dần đóng vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của NHH nhờ triển vọng tăng trưởng cao cùng mức BLNG cao hơn mảng nhựa kỹ thuật.

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NHH

1. Màng công nghiệp hỗ trợ - Nhu cầu năm suy yếu trong năm 2023

Màng công nghiệp hỗ trợ của NHH (chiếm 68,7% doanh thu năm 2023) có sản phẩm chủ đạo là các loại linh kiện nhựa kỹ thuật, cung cấp cho khách hàng là các nhà sản xuất ô tô – xe máy, điện – điện tử... Bên cạnh đó, nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh, NHH còn cung cấp thêm khuôn mẫu – sản phẩm cần thiết để phục vụ cho quá trình sản xuất ép phun nhựa kỹ thuật. Một số thông tin về chuỗi giá trị màng công nghiệp hỗ trợ của NHH như sau:

Chuỗi giá trị màng công nghiệp hỗ trợ NHH

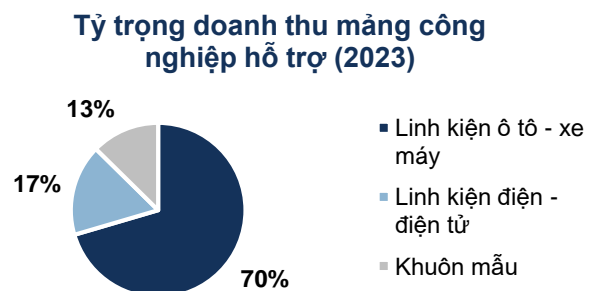


Đầu vào: Nguyên liệu đầu vào chính là các loại hạt nhựa nguyên sinh, trong đó hạt nhựa PP chiếm tỷ trọng lớn nhất (trên 60%), bên cạnh đó còn có ABS, PA, PC,..., được nhập khẩu hoàn toàn.

Sản xuất: Sản phẩm nhựa kỹ thuật được sản xuất theo công nghệ ép phun – phương thức tạo hình sản phẩm bằng cách kết hợp công đoạn phun nhựa nóng chảy và ép khuôn để tạo hình dáng cho sản phẩm. Do đó, mỗi loại sản phẩm nhựa kỹ thuật có hình dáng khác nhau sẽ cần khuôn mẫu khác nhau.

NHH có khả năng tự sản xuất khuôn mẫu với CSTK ~500 bộ khuôn/năm, do công ty mẹ NHH và công ty con VCM phụ trách. Những khách hàng muốn bảo mật thiết kế sản phẩm sẽ ưu tiên giao cho NHH sản xuất khuôn mẫu. Qua đó, việc có thể đồng thời sản xuất khuôn mẫu và nhựa kỹ thuật giúp NHH khép kín chuỗi giá trị, gia tăng năng lực cạnh tranh so với các doanh nghiệp chỉ sản xuất sản phẩm nhựa.

Đầu ra: Bên cạnh cung cấp thêm khuôn mẫu phục vụ cho quá trình sản xuất thành phẩm nhựa như đã đề cập, sản phẩm chủ lực của màng công nghiệp hỗ trợ là các loại linh kiện nhựa kỹ thuật, bao gồm linh kiện ô tô – xe máy (chiếm 70% cơ cấu doanh thu màng công nghiệp hỗ trợ 2023) và linh kiện điện – điện tử (chiếm 17%), trong đó: (1) nhóm sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy tuy chiếm tỷ trọng lớn nhưng đã dần bão hòa, (2) nhóm sản phẩm linh kiện điện - điện tử đang được đẩy mạnh tuy nhiên kết quả kinh doanh tiêu cực trong năm 2023. Cụ thể về 2 nhóm sản phẩm như sau:



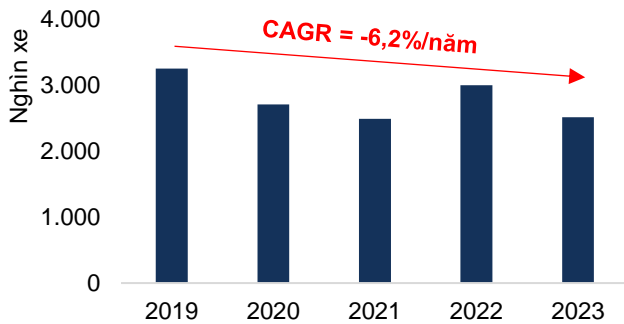
Nguồn: NHH, FPTSS ước tính

➤ **Linh kiện ô tô – xe máy: Sản phẩm truyền thống chiếm tỷ trọng lớn nhưng đã dần bão hòa**

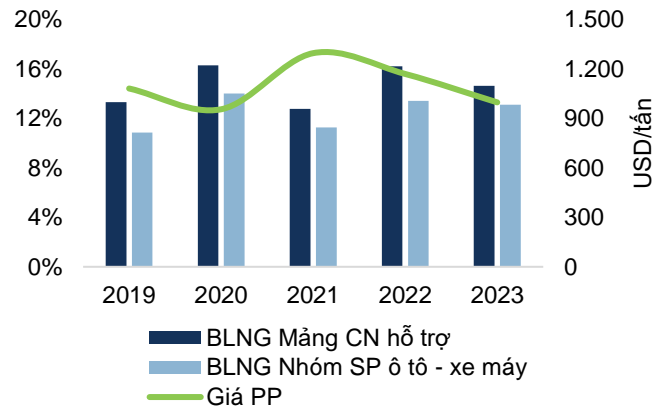
Nhựa linh kiện ô tô – xe máy, đặc biệt là linh kiện xe máy, là dòng sản phẩm truyền thống của NHH, hiện chiếm tỷ trọng lớn nhất ~80,7% trong cơ cấu doanh thu nhựa kỹ thuật (tương ứng ~70% doanh thu mảng công nghiệp hỗ trợ). Khách hàng mảng này của NHH chủ yếu là các doanh nghiệp lớn tại Việt Nam như Honda, Yamaha, Toyota, Piaggio, Vinfast,...

Sản lượng tiêu thụ nhóm sản phẩm này nhìn chung đi ngang do thị trường xe máy Việt Nam đã bước vào giai đoạn bão hòa, khi doanh số bán hàng trong xu hướng sụt giảm với CAGR = -6,2%/năm giai đoạn 2019-2023.

Doanh số bán xe máy của VAMM*



Biến động BLNG và giá hạt nhựa PP



*VAMM - Hiệp hội Các nhà sản xuất xe máy Việt Nam gồm 5 thành viên là Honda, Piaggio, Suzuki, SYM, Yamaha (chưa bao gồm xe máy điện Vinfast và các hãng xe khác không công bố thông tin)

Nguồn: Bloomberg, NHH, FPTS ước tính

Nguồn: VAMM, FPTS tổng hợp

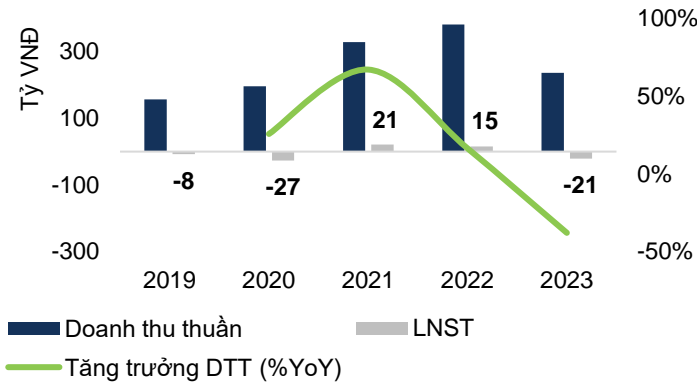
BLNG nhóm sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy tương đối ổn định và thường thấp hơn các loại sản phẩm khác trong mảng CN hỗ trợ vì phương thức hoạt động của NHH tương tự như một doanh nghiệp gia công, với giá bán sản phẩm được chốt dựa theo giá nguyên vật liệu và mức biên lợi nhuận ổn định. Nguyên nhân là vì khách hàng tiêu thụ sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy có sức mạnh mặc cả cao nên có khả năng kiểm soát giá đầu vào và giá bán đầu ra. Trong đó, nguồn nguyên liệu đầu vào sẽ được khách hàng chỉ định (một phần được nhập từ công ty liên quan của khách hàng) với giá được chốt từ đầu năm.

Chúng tôi ước tính BLNG riêng sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy thấp hơn ~2 đpt so với toàn mảng công nghiệp hỗ trợ, mức chênh lệch đến từ (1) sản phẩm khuôn mẫu có BLNG cao hơn ~5-7 đpt và (2) sản phẩm linh kiện điện – điện tử có BLNG cao hơn ~3-5 đpt.

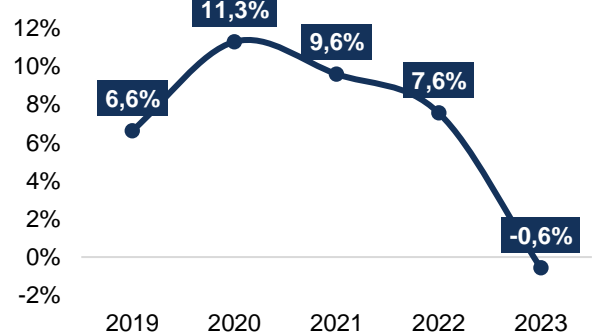
➤ **Linh kiện điện - điện tử: Được chú trọng phát triển tuy nhiên KQKD tiêu cực trong năm 2023**

Sản phẩm linh kiện điện – điện tử, hiện chiếm tỷ trọng 19,3% doanh thu mảng nhựa kỹ thuật, được NHH tham gia thông qua công ty con An Trung (NHH mua lại vào năm 2019). Trong nhóm sản phẩm này, NHH hiện đang là nhà cung cấp linh kiện TV, máy in, máy giặt, máy hút bụi, máy lọc không khí, điện thoại, vỏ adaptor,... cho các khách hàng FDI lớn như Samsung, Panasonic, Sony, Foxconn, Brother,... và một số doanh nghiệp nhỏ lẻ khác.

Sản phẩm linh kiện điện – điện tử đang được NHH chú trọng đẩy mạnh phát triển nhờ: (1) nhu cầu tăng trưởng nhanh và (2) mức BLNG cao. Cụ thể, doanh thu nhóm sản phẩm điện – điện tử (đại diện bởi công ty con An Trung) đã liên tục tăng trưởng tích cực với CAGR=34,7%/năm trong giai đoạn 2019-2022 nhờ nhu cầu ngày càng lớn cho ngành công nghiệp điện tử khi Việt Nam đang là điểm đến hàng đầu cho dòng vốn FDI. Bên cạnh đó, như đã đề cập, BLNG nhóm sản phẩm này thường cao hơn linh kiện ô tô – xe máy ~3-5 đpt nhờ vào (1) sức mạnh mặc cả của NHH đối với những khách hàng mới cao hơn và (2) NHH có thể chủ động tìm kiếm nguồn nguyên vật liệu giá rẻ hơn so với việc khách hàng chỉ định nguyên vật liệu.

KQKD nhóm sản phẩm nhựa linh kiện điện - điện tử (Công ty con An Trung)


Nguồn: NHH, FPTS tổng hợp

CSSXCN sản phẩm điện tử, máy vi tính và sản phẩm quang học


Nguồn: GSO, FPTS tổng hợp

Kết quả kinh doanh nhóm linh kiện điện – điện tử tiêu cực trong năm 2023 do nhu cầu thấp. Cụ thể, doanh thu sụt giảm 38,0% YoY và lợi nhuận sau thuế của công ty con An Trung lỗ 21 tỷ VNĐ do sản lượng tiêu thụ sụt giảm mạnh, chúng tôi ước tính mức sụt giảm đạt ~30% YoY. Nguyên nhân đến từ tác động của bối cảnh nhu cầu ảm đạm khi lạm phát tăng cao, chỉ số sản xuất công nghiệp sản phẩm điện tử, máy vi tính và sản phẩm quang học lần đầu tăng trưởng âm 0,6% YoY sau giai đoạn tích cực 2018-2022.

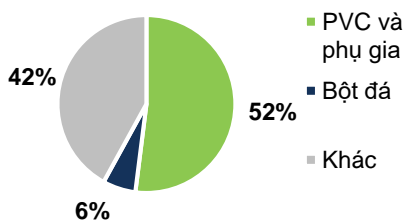
2. Màng nhựa xây dựng – Lợi nhuận sau thuế năm 2023 tăng 3,9 lần nhờ giá hạt nhựa và chi phí vận chuyển hạ nhiệt

Màng nhựa xây dựng của NHH (chiếm 29,4% doanh thu hợp nhất năm 2023) có sản phẩm chủ đạo là sàn SPC (Stone Plastic Composite), được ứng dụng trong ốp lát sàn nhà ở và nhà không để ở. Hiện nay, phần lớn sản phẩm sàn SPC của NHH được tiêu thụ qua kênh xuất khẩu, với thị trường trọng điểm là Mỹ (chiếm 88% doanh thu 2023). Một số thông tin về chuỗi giá trị sản phẩm sàn SPC của NHH như sau:

Chuỗi giá trị màng nhựa xây dựng của NHH - sản phẩm sàn SPC

ĐẦU VÀO

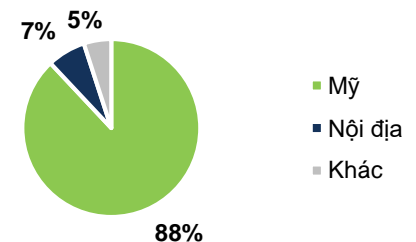
Hạt nhựa nguyên sinh PVC; Bột đá

Cơ cấu chi phí nguyên vật liệu

SẢN XUẤT

Công nghệ: Ép đùn
CSTK: ~3 triệu m²/năm

ĐẦU RA

Sàn SPC (Stone Plastic Composite)

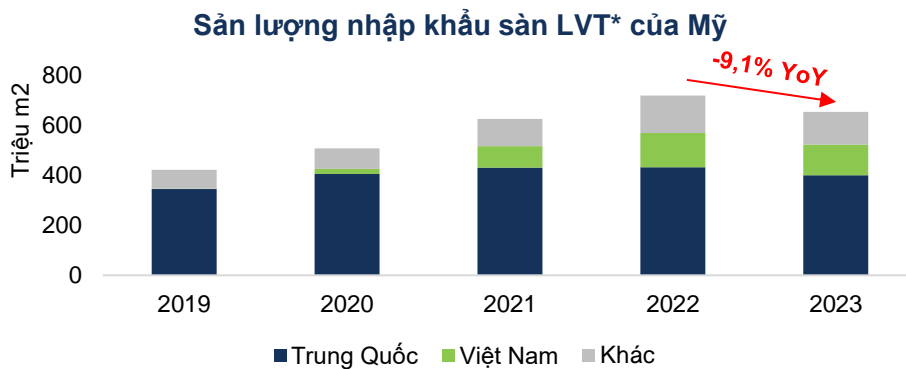
Cơ cấu doanh thu theo thị trường (2023)


Đầu vào: Hạt nhựa PVC và các loại phụ gia hạt nhựa chiếm tỷ trọng lớn nhất ~52% trong chi phí sản xuất, được NHH nhập một phần từ các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam, một phần được nhập khẩu. Bột đá CaCo₃ (sản xuất từ đá vôi) là nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất (~70%) trong thành phần sản xuất sàn SPC, được NHH nhập từ CTCP An Tiến Industries (HSX: HII) - là công ty chung tập đoàn.

Sản xuất: CSTK sàn SPC hiện nay đạt 3 triệu m²/năm, năm 2023 hiệu suất hoạt động đạt ~97%. Doanh nghiệp đang có kế hoạch mở rộng nhà máy với CSTK của dự án mở rộng đạt 6 triệu m²/năm, dự kiến đưa vào hoạt động năm 2025.

Đầu ra: Sản phẩm sàn SPC của NHH được tiêu thụ chủ yếu qua kênh xuất khẩu, trong đó, Mỹ luôn là thị trường tiêu thụ lớn nhất (chiếm 88% tổng doanh thu SPC năm 2023) nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ sàn SPC tại Mỹ phát triển nhanh nhờ có nhiều ưu thế so với ván sàn truyền thống, (2) Việt Nam hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch khỏi Trung Quốc, cụ thể:

Sản lượng bán sàn SPC tại Mỹ tăng trưởng nhanh và dần thay thế các loại ván sàn truyền thống. Ván sàn SPC là dòng sản phẩm mới xuất hiện trên thế giới vào khoảng năm 2015-2016 nhưng nhanh chóng phát triển, thay thế các loại ván sàn truyền thống nhờ có nhiều ưu thế như dễ lắp đặt, độ bền cao, giá rẻ, không thấm nước,... Tại thị trường Mỹ, sản lượng bán sàn SPC tăng nhanh với CAGR=48,0%/năm giai đoạn 2019-2022, tương ứng tỷ trọng trong tổng sản lượng các loại ván sàn được tiêu thụ tăng từ 3,9% lên 12,3% trong cùng giai đoạn trên. Nhu cầu tiêu thụ sàn SPC tại Mỹ sẽ chịu tác động trực tiếp từ thị trường bất động sản nhà ở khi chiếm hơn 90% sản lượng tiêu thụ sàn SPC.



*Sàn LVT bao gồm các loại SPC, WPC, ... Trong đó SPC chiếm tỷ trọng lớn nhất. Tính riêng nguồn từ Việt Nam, SPC chiếm trên 90%.

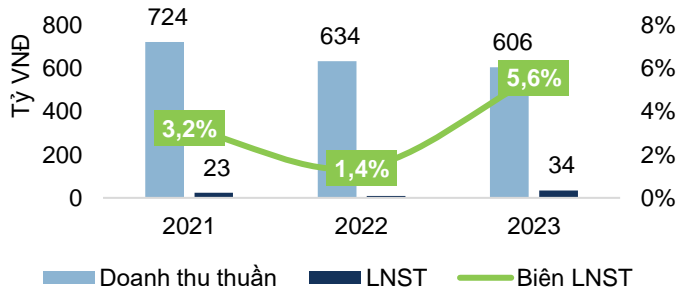
Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

Sàn SPC nguồn gốc từ Việt Nam nhanh chóng gia tăng thị phần tại Mỹ nhờ hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch ra khỏi Trung Quốc. Hiện nay, hơn 90% nhu cầu sàn SPC tại Mỹ được nhập khẩu. Trong đó, sản phẩm có nguồn gốc từ Trung Quốc luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất (~61,1% năm 2023), tuy nhiên lại có mức tăng trưởng thấp do Mỹ đã áp thuế 10% từ T8/2018 và 25% từ T1/2019 lên sản phẩm sàn LVT (trong đó có SPC) của Trung Quốc. Thay vào đó, Việt Nam là nước hưởng lợi lớn nhất nhờ có trữ lượng đá vôi dồi dào, khi sản lượng xuất khẩu vào thị trường này tăng mạnh với CAGR=164,7%/năm giai đoạn 2019-2023, tương ứng tỷ trọng trong tổng sản lượng nhập khẩu của Mỹ tăng từ 0,6% lên 18,6% trong giai đoạn trên.

➤ **Kết quả kinh doanh năm 2023 tích cực nhờ những thuận lợi ở cả chi phí đầu vào và tiêu thụ đầu ra**

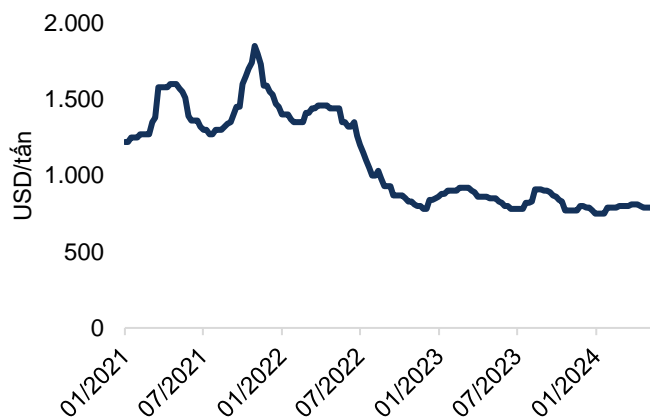
Năm 2023, mảng nhựa xây dựng của NHH đạt kết quả kinh doanh tích cực với lợi nhuận sau thuế đạt 34 tỷ VNĐ (tăng gấp 3,9 lần năm 2022) nhờ vào (1) sản lượng tiêu thụ sàn SPC của NHH tăng trong điều kiện thị trường tiêu thụ Mỹ ảm đạm, (2) giá hạt nhựa PVC và giá cước vận chuyển đồng loạt hạ nhiệt.

Sản lượng tiêu thụ sàn SPC của NHH tăng ~3,6% YoY, đạt 2,9 triệu m² năm 2023 dù tổng sản lượng nhập khẩu của Mỹ sụt giảm. Cụ thể, năm 2023, tổng sản lượng nhập khẩu sàn LVT của Mỹ giảm ~9,1% YoY do (1) thị trường xây dựng nhà ở ảm đạm trong năm và (2) nhiều nhà cung cấp SPC cho Mỹ gặp khó khăn khi vào T2/2023, Mỹ đã thêm các sản phẩm PVC vào lĩnh vực quan tâm theo Đạo luật ULFPA – Đạo luật ngăn chặn nhập khẩu hàng hóa được khai thác, sản xuất tại Khu tự trị Tân Cương, Trung Quốc (khu vực cung cấp khoảng 10% PVC toàn thế giới). Đối với NHH, chúng tôi cho rằng việc doanh nghiệp không nhập nguyên liệu từ Tân Cương, Trung Quốc đã giúp NHH không chịu ảnh hưởng bởi Đạo luật này, hơn nữa còn lấy được thị phần từ các doanh nghiệp khác.

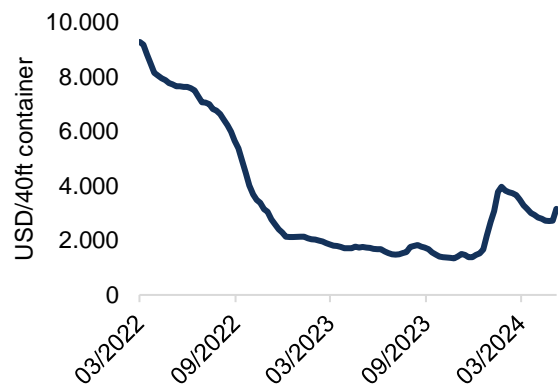
**Kết quả kinh doanh mảng nhựa xây dựng
(Công ty con An Cường)**


Nguồn: NHH, FPTS tổng hợp

Doanh thu thuần mảng nhựa xây dựng năm 2023 giảm 4,4% YoY, đạt 606 tỷ VNĐ dù sản lượng tăng 3,6% YoY chủ yếu do tác động của việc giảm giá bán. Chúng tôi ước tính giá bán sàn SPC trung bình giảm ~9% YoY do (1) giá bán CIF (giá bán đã bao gồm chi phí vận chuyển) sụt giảm khi chỉ số giá cước vận tải container toàn cầu WCI sụt giảm trung bình ~74% YoY và (2) giá nguyên liệu hạt nhựa PVC sụt giảm ~26,3% YoY vì nhu cầu tiêu thụ hạt nhựa yếu và giá nguyên liệu dầu thô hạ nhiệt.

Giá hạt nhựa PVC


Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

**Chỉ số giá cước vận tải container
toàn cầu WCI**


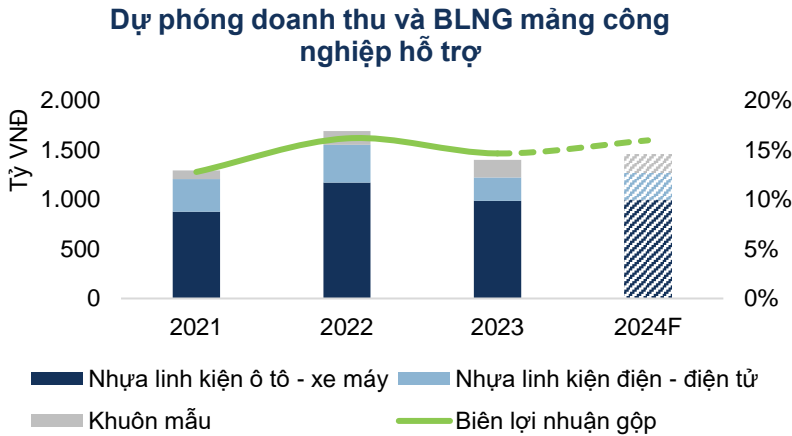
Nguồn: Drewry Shipping Consultant Ltd., FPTS tổng hợp

Giá hạt nhựa và giá cước vận tải giảm giúp lợi nhuận sau thuế tăng gấp 3,9 lần trong điều kiện doanh thu sụt giảm. Lợi nhuận sau thuế mảng nhựa xây dựng tăng gấp 3,9 lần, đạt 34 tỷ năm 2023 nhờ: (1) giá vốn hàng bán giảm 12,5% YoY dù sản lượng tiêu thụ tăng trưởng đến từ giá hạt nhựa PVC hạ nhiệt trong năm 2023 và (2) chi phí bán hàng giảm 56% YoY nhờ giá cước vận chuyển hạ nhiệt, chúng tôi ước tính tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu thuần của mảng nhựa xây dựng sụt giảm mạnh từ ~19% năm 2022 xuống còn ~9% năm 2023.

III. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q2024 – CẢI THIẾN ĐẾN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất Q1/2024 của NHH đạt 41 tỷ VNĐ (+24,5% YoY), cải thiện chủ yếu nhờ hoạt động tài chính. Doanh thu và LNST hợp nhất lần lượt hoàn thành 20,2% và 29,4% KH 2024. ([Quay lại](#))

	1Q2024	1Q2023	%YoY	Giải thích
Doanh thu thuần	445	542	-17,8%	
Mảng công nghiệp hỗ trợ	284	388	-26,7%	Doanh thu Mảng công nghiệp hỗ trợ sụt giảm svck do (1) Q1/2023 ghi nhận doanh thu khuôn mẫu có giá trị lớn và (2) giá bán sản phẩm nhựa kỹ thuật điều chỉnh khi giá hạt nhựa PP trung bình sụt giảm ~8 YoY.
Mảng nhựa xây dựng	137	147	-6,7%	Doanh thu Mảng nhựa xây dựng sụt giảm chủ yếu đến từ mức giảm giá bán vì giá hạt nhựa PVC duy trì ở vùng thấp, trung bình Q1/2024 giảm 14% YoY. Chúng tôi cho rằng đã giảm đã được kim hãm một phần vì giá bán CIF chịu tác động từ giá cước vận chuyển tăng cao trong quý 1.
Khác	24	8	219,4%	
Lợi nhuận gộp	87	92	-5,0%	
Mảng công nghiệp hỗ trợ	55	70	-21,4%	
Mảng nhựa xây dựng	28	21	31,9%	
Khác	5	1	389,2%	
Biên lợi nhuận gộp	19,7%	17,0%	2,6 đpt	
Mảng công nghiệp hỗ trợ	19,4%	18,1%	1,3 đpt	Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ nhờ gia tăng đóng góp từ nhóm sản phẩm có biên lợi nhuận cao là linh kiện điện – điện tử.
Mảng nhựa xây dựng	20,4%	14,4%	6,0 đpt	Biên lợi nhuận gộp mở rộng do giá hạt nhựa PVC hạ nhiệt.
Khác	18,8%	12,3%	6,5 đpt	
Chi phí bán hàng	24	25	-3,2%	Chi phí bán hàng giảm chủ yếu tới từ việc tiết giảm chi phí của mảng nhựa kỹ thuật. Chúng tôi ước tính chi phí bán hàng của riêng mảng nhựa xây dựng (chiếm ~60% tổng chi phí bán hàng) tăng khoảng 15%-20% YoY do chi phí vận chuyển tăng cao.
Chi phí QLDN	18	16	9,1%	
Lợi nhuận từ HĐKD	46	51	-10,4%	
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10,3%	9,4%	0,9 đpt	
Doanh thu tài chính	8	7	18,3%	
Chi phí tài chính	5	14	-62,9%	
Chi phí lãi vay	5	13	-62,1%	Chi phí lãi vay của NHH giảm mạnh nhờ (1) môi trường lãi suất thấp và (2) dư nợ vay giảm mạnh 30,1% YoY khi doanh nghiệp giảm tích trữ tồn kho nguyên vật liệu.
Lợi nhuận trước thuế	49	42	16,5%	
Lợi nhuận sau thuế	41	33	24,5%	
LNST cổ đông Công ty mẹ	40	33	22,7%	

IV. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2024
1. Mạng công nghiệp hỗ trợ - Triển vọng từ sự phục hồi của nhóm sản phẩm điện – điện tử [\(Quay lại\)](#)


Nguồn: NHH, FPTS ước tính và dự phóng

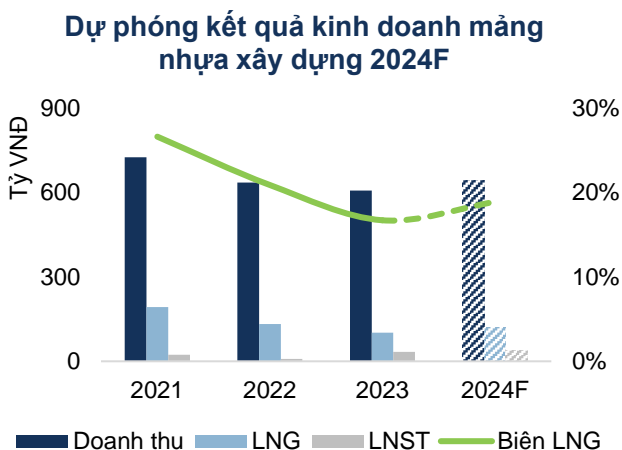
Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần mảng công nghiệp hỗ trợ năm 2024F đạt 1.457 tỷ VNĐ, tăng 4,1% YoY, chủ yếu nhờ sự phục hồi của nhóm sản phẩm nhựa linh kiện điện – điện tử, trong khi nhu cầu mảng nhựa linh kiện ô tô – xe máy tiếp tục tình trạng ảm đạm. Qua đó, với việc gia tăng đóng góp của nhóm sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn là nhựa linh kiện điện – điện tử, BLNG toàn mảng năm 2024F được dự phóng đạt 16,0% (+1,3 đpt YoY).

Nhu cầu nhóm sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy được dự báo tiếp tục ảm đạm. Chúng tôi dự phóng doanh thu nhóm sản phẩm này tăng nhẹ ~0,8% YoY so với mức nền thấp của 2023, chủ yếu nhờ giá bán được kỳ vọng tăng ~1,8% YoY theo đà tăng của giá hạt nhựa PP. Tuy nhiên, sản lượng bán hàng nhóm sản phẩm này được dự phóng tiếp tục sụt giảm ~1% YoY do thị trường ô tô – xe máy chưa có dấu hiệu cải thiện trong năm 2024, đặc biệt khi xe máy đã dần bước vào giai đoạn bão hòa, doanh số toàn thị trường đã ghi nhận sụt giảm 4,9% YoY trong Q1/2024.

Điểm sáng đến từ nhóm sản phẩm linh kiện điện – điện tử. Doanh thu năm 2024 của nhóm sản phẩm này được dự phóng đạt 282 tỷ (+19,2% YoY) nhờ (1) giá bán tăng 2,0% YoY theo giá hạt nhựa và (2) nhu cầu hồi phục. Chúng tôi kỳ vọng vào sự cải thiện trong nhu cầu tiêu thụ của nhóm sản phẩm điện – điện tử khi nền kinh tế phục hồi giúp thúc đẩy chi tiêu. Bối cảnh toàn ngành đã có những dấu hiệu khả quan hơn khi CSSXCN sản phẩm điện tử, máy tính và sản phẩm quang học 4T2024 tăng trưởng 2,7% YoY. Theo thông tin chia sẻ từ doanh nghiệp, công ty con An Trung đã có lãi trở lại trong Q1/2024.

2. Mảng nhựa xây dựng – Triển vọng khả quan nhờ nhu cầu cải thiện và xu hướng chuyển dịch từ các loại ván sàn truyền thống sang sử dụng sàn SPC tiếp diễn [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST mảng nhựa xây dựng của NHH năm 2023 đạt lần lượt 642 tỷ VNĐ (+6,0% YoY) và 38 tỷ VNĐ (+13,1%) nhờ (1) sản lượng tăng ~4,0% YoY và (2) giá bán cải thiện ~3,1% YoY%. Trong đó, mức tăng sản lượng dựa trên kỳ vọng nhu cầu cải thiện tại Mỹ và xu hướng chuyển dịch từ các loại ván sàn truyền thống sang sử dụng sàn SPC được tiếp diễn. Cụ thể:



Nguồn: NHH, FPTS ước tính và dự phóng



Nguồn: U.S. Census, FPTS tổng hợp

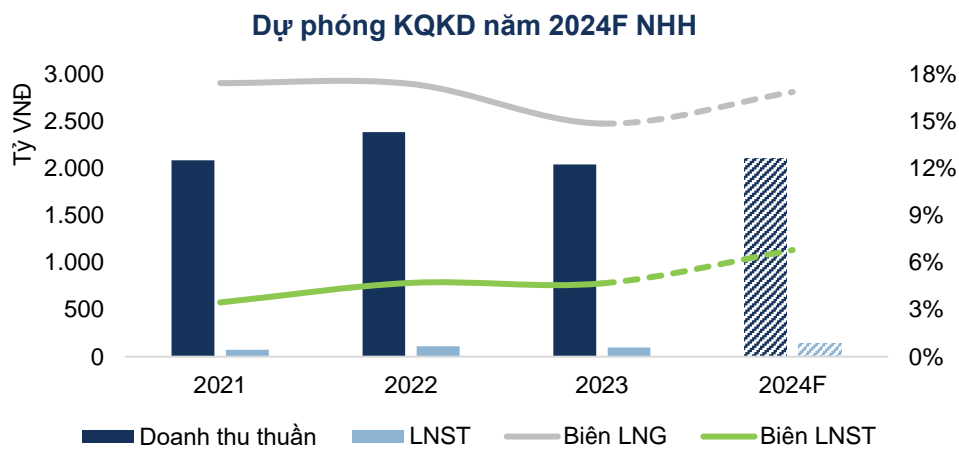
Nhu cầu tiêu thụ được kỳ vọng khả quan hơn trong năm 2024 khi thị trường xây dựng nhà ở của Mỹ đang dần phục hồi. Trong Q1/2024, số nhà để ở hoàn thành xây dựng tại Mỹ đã tăng 4,6% YoY kéo theo sản lượng nhập khẩu sàn LVT của Mỹ tăng 31,4% YoY trong 2T2024. Cho cả năm 2024, giá trị xây dựng dự định nhà để ở của Mỹ được dự báo tăng 9,6%, so với mức -5,8% của năm 2023.

Đối với giá bán, chúng tôi dự phóng giá bán sàn trung bình tăng ~3,1% YoY để phản ánh nhu cầu cải thiện và chi phí vận chuyển cao, trong khi giá nguyên liệu PVC đầu vào trung bình năm giảm 1,2% YoY. Qua đó, BLNG mảng nhựa xây dựng dự phóng 2024F đạt 18,9% (+2,2 đpt YoY). Sau khi loại trừ các loại chi phí, đặc biệt là chi phí bán hàng ước tính tăng mạnh 39,6% YoY do giá cước vận chuyển cao, LNST mảng này dự phóng đạt 38 tỷ VNĐ, tăng 13,1% so với mức cao của 2023.

Về dự án Nâng công suất, hiện tại chúng tôi chưa đưa dự án vào dự phóng giai đoạn 2024-2028F vì hạn chế thông tin. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm khi có thông tin chi tiết hơn trong báo cáo sau.

3. Tổng hợp kết quả dự phóng 2024F

Dựa trên kết quả dự phóng của các mảng kinh doanh, doanh thu và LNST hợp nhất của NHH năm 2024F kỳ vọng đạt lần lượt 2.099 tỷ VNĐ (+2,9% YoY & 95,4% KH) và 144 tỷ VNĐ (+49,8% YoY & 104,5% KH).



Nguồn: NHH, FPT S dự phóng

V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành định giá NHH bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Với kỳ vọng kết quả kinh doanh của các mảng chính đều được cải thiện, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu NHH, giá mục tiêu được xác định là **21.150 VNĐ/cp**, +21,4% so với giá đóng cửa ngày 15/05/2024.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	21.424	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	20.833	50%
Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		21.150	

GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2024	10,87%	Phần bù rủi ro	10,37%
Chi phí sử dụng nợ	5,00%	Beta không đòn bẩy	0,80
Chi phí sử dụng VCSH	13,46%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro	2,73%	Thời gian dự phóng	5 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		10,87%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		1,5%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		1.777.221
(+) Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu VNĐ)		268.533
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		485.776
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		1.559.978
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		74,88
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		20.833
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		1.604.252
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		21.424

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HDKD (triệu VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	ĐDKT (triệu VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.383.164	2.039.285	2.099.271	2.186.547	Tài sản				
Giá vốn hàng bán	(1.969.409)	(1.736.658)	(1.745.558)	(1.832.002)	Tiền, tương đương tiền và ĐTTT ngắn hạn	385.347	268.533	423.695	578.034
Lợi nhuận gộp	413.755	302.627	353.713	354.545	Các khoản phải thu	445.052	294.940	303.616	316.239
Chi phí bán hàng	(189.139)	(92.582)	(113.361)	(99.268)	Hàng tồn kho	366.595	230.583	278.345	292.130
Chi phí quản lí DN	(68.590)	(73.592)	(67.535)	(74.103)	Tài sản ngắn hạn khác	61.544	39.694	47.750	50.115
Lợi nhuận thuần HDKD	156.027	136.453	172.817	181.174	Tổng tài sản ngắn hạn	1.258.538	833.750	1.053.407	1.236.517
(Lỗ)/lãi ĐTTT	33.638	32.047	29.795	34.850	Tài sản ĐHHH	836.720	798.732	737.628	675.688
Lợi nhuận khác	(811)	(2.014)	3.575	3.723	<i>Nguyên giá</i>	<i>1.551.070</i>	<i>1.605.315</i>	<i>1.645.771</i>	<i>1.688.560</i>
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	188.854	166.486	206.186	219.747	<i>Khấu hao lũy kế</i>	<i>(714.350)</i>	<i>(806.583)</i>	<i>(908.143)</i>	<i>(1.012.872)</i>
Chi phí lãi vay	(43.547)	(45.942)	(25.961)	(29.153)	Đầu tư tài chính dài hạn	123.130	299.132	299.132	299.132
Lợi nhuận trước thuế	145.307	120.543	180.225	190.595	Tài sản dài hạn khác	153.280	143.107	147.115	153.231
Thuế TNDN	(33.381)	(24.300)	(36.045)	(38.119)	Xây dựng cơ bản dở dang	15.085	1.909	1.909	1.909
Lợi nhuận sau thuế	111.926	96.243	144.180	152.476	Tổng tài sản dài hạn	1.128.215	1.242.880	1.185.784	1.129.960
Lợi ích cổ đông thiểu số	20	1.117	1.674	1.770	Tổng Tài sản	2.386.753	2.076.630	2.239.191	2.366.477
LNST của cổ đông CT Mẹ	111.906	95.126	142.507	150.706	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	1.770	1.305	1.955	2.068	Vay và nợ ngắn hạn	542.086	448.651	526.239	548.919
EBITDA	300.637	276.894	308.138	324.477	Các khoản phải trả	383.117	205.252	206.303	216.520
Khấu hao, dự phòng	111.783	110.409	101.951	104.729	Quý khen thưởng	12.636	12.384	12.748	13.278
Tăng trưởng doanh thu	14,4%	-14,4%	2,9%	4,2%	Nợ ngắn hạn	937.839	666.287	745.291	778.718
Tăng trưởng LN HDKD	54,4%	-12,5%	26,6%	4,8%	Vay và nợ dài hạn	143.551	37.125	25.740	22.738
Tăng trưởng EBIT	36,0%	-11,8%	23,8%	6,6%	Phải trả dài hạn khác	3.649	0	0	0
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	2025F	Nợ dài hạn	147.200	37.125	25.740	22.738
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,4%	14,8%	16,8%	16,2%	Tổng nợ	1.085.039	703.412	771.032	801.456
Tỷ suất LNST	4,7%	4,7%	6,8%	6,9%	Vốn góp chủ sở hữu	728.800	728.800	728.800	728.800
ROE DuPont	11,5%	7,2%	10,2%	10,1%	Thặng dư	327.963	327.963	327.963	327.963
ROA DuPont	5,2%	4,3%	6,6%	6,5%	LN chưa phân phối	231.332	279.045	372.313	467.405
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7,9%	8,2%	9,8%	10,0%	Các khoản khác	13.417	13.417	13.417	13.417
LNTT / EBIT	76,9%	72,4%	87,4%	86,7%	Lợi ích cổ đông thiểu số	203	23.993	25.667	27.437
LNST/LNTT	77,0%	78,9%	79,1%	79,1%	Vốn chủ sở hữu	1.301.715	1.373.218	1.468.159	1.565.021
Vòng quay tổng tài sản	1,1x	0,9x	1,0x	0,9x	Tổng cộng nguồn vốn	2.386.753	2.076.630	2.239.191	2.366.477
Đòn bẩy tài chính	2,2x	1,7x	1,5x	1,5x	LCTT (triệu VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023	2024F	2025F	Tiền đầu năm	88.933	385.347	268.533	423.695
Thời gian luân chuyển tiền	69,9	67,1	62,2	66,4	Lợi nhuận sau thuế	119.313	85.510	144.180	152.476
Số ngày phải thu	62,7	66,2	52,0	51,7	Khấu hao	110.590	110.772	101.560	104.729
Số ngày tồn kho	64,8	62,8	53,2	56,8	Dự phòng	1.193	(364)	196	-
Số ngày phải trả	57,6	61,8	43,0	42,1	Thay đổi vốn lưu động	(180.881)	121.828	(80.081)	(43.315)
COGS / Hàng tồn kho	5,9x	4,7x	7,6x	6,6x	Tiền từ hoạt động KD	50.215	317.747	165.855	213.890
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023	2024F	2025F	Thanh lý tài sản cố định	712	2.349	-	-
CS thanh toán hiện hành	1,3x	1,3x	1,4x	1,6x	Chi mua sắm TSCĐ	(55.773)	(48.579)	(40.456)	(42.789)
CS thanh toán nhanh	1,0x	0,9x	1,0x	1,2x	Các HĐ đầu tư khác	(149.326)	(311.802)	-	-
CS thanh toán tiền mặt	0,4x	0,4x	0,6x	0,7x	Tiền từ hđ đầu tư	(204.387)	(358.031)	(40.456)	(42.789)
Nợ / Tài sản	0,5x	0,3x	0,3x	0,3x	Thay đổi nợ	(124.808)	(212.545)	66.203	19.677
Nợ / Vốn CSH	0,8x	0,5x	0,5x	0,5x	Tăng (giảm) vốn	546.496	-	-	-
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x	Cổ tức đã trả	(1)	(36.433)	(36.440)	(36.440)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	4,3x	3,6x	7,9x	7,5x	Tiền từ hoạt động TC	421.687	-248.978	29.763	-16.763
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	267.515	-289.262	155.163	154.338
					Chênh lệch tỷ giá	693	462	0	0
					Tiền cuối năm	385.347	268.533	423.695	578.034

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu NHH, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888