

Công ty Cổ phần May Sông Hồng (MSH: HOSE)

Khuyến nghị: MUA

Giá mục tiêu 1 năm: 63.300 Đồng/cp

Chuyên viên phân tích:

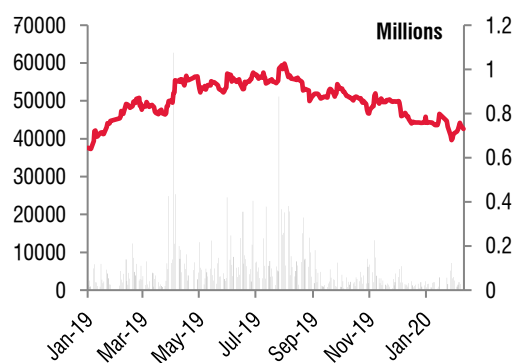
Nguyễn Thu Thủy (Ms.)

thuyn4@ssi.com.vn

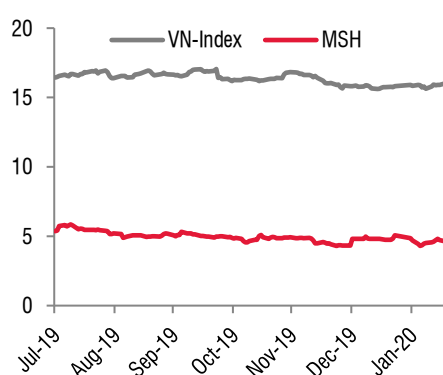
Thông số cơ bản

Giá	43.500
Vốn hóa (tỷ VND)	2.130
Số lượng CP lưu hành	50.009.400
KLGD TB 3T	37.869
GTGD TB 3T (tỷ VND)	1,82
P/E	4,63
P/B	2,17
ROE	43,8%
ROA	15,0%
Free-float	52,4%

Biến động giá cổ phiếu



P/E so sánh



DỊCH VIRUS COVID-19 VẪN CHƯA ẢNH HƯỞNG ĐẾN VIỆC SẢN XUẤT TRONG Q1/2020

MSH đã công bố báo cáo tài chính Q4/2019, với doanh thu thuần và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 4,43 nghìn tỷ đồng (+12% YoY) và 452 tỷ đồng (+22,2% YoY), hoàn thành 103% và 116% kế hoạch năm và cao hơn một chút so với ước tính trước đây của chúng tôi về tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 18%.

Doanh thu mảng FOB tăng 25,6% YoY đạt 3,38 nghìn tỷ đồng, trong khi cả mảng CMT (-15,6% YoY) và chăn ga gối đệm (-20% YoY) đều giảm. Cơ cấu doanh thu của CMT: FOB tiếp tục cải thiện từ 22:68 trong năm 2018 lên 16:76 trong năm 2019. Trong khi doanh thu CMT giảm theo chiến lược kinh doanh, doanh thu mảng chăn ga gối đệm cũng giảm do mùa đông năm 2019 khá ngắn.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện nhờ việc cải thiện cơ cấu doanh thu. Mặc dù MSH từ chối cung cấp chi tiết về tỷ suất lợi nhuận gộp của từng mảng, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp đối với mảng chăn ga gối đệm duy trì ổn định ở mức 34%, và tính toán được mức tỷ suất lợi nhuận gộp là 21,6% đối với FOB (+191 bps) và 12,5% đối với CMT (-222 bps). Tỷ suất lợi nhuận gộp của CMT giảm có thể là do cạnh tranh từ Bangladesh với chi phí lao động thấp, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của FOB tăng là nhờ MSH nâng cao được khả năng xử lý các đơn hàng khó có độ phức tạp cao hơn.

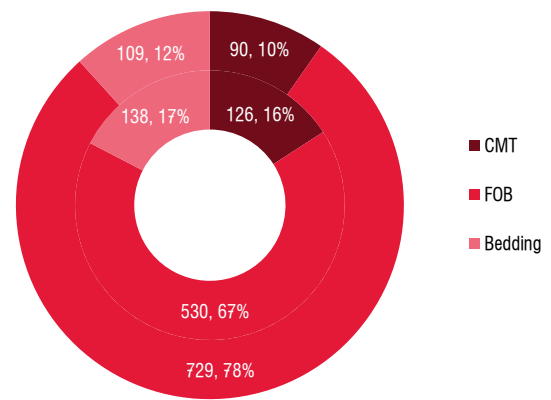
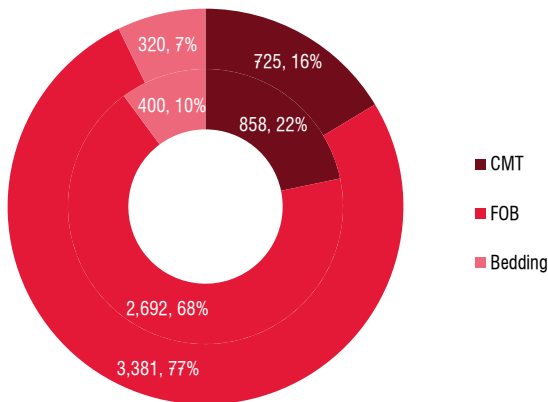
Chi phí bán hàng tăng 22,1% lên 180 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí thuê ngoài tăng 19%. Chi phí quản lý tăng tương ứng với doanh thu thuần, lên 232 tỷ đồng. Do đó, lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế đạt 549 tỷ đồng (+22% YoY) và 452 tỷ đồng (+22,2% YoY).

(tỷ đồng)	2019	2018	YoY	% Kế hoạch 2019	TSLN	
					2019	2018
Doanh thu thuần	4.425	3.990	10,9%	103%		
Lợi nhuận gộp	928	793	17,0%		21,0%	19,9%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	522	438	19,3%		11,8%	11,0%
EBIT	572	467	22,5%		12,9%	11,7%
EBITDA	689	584	18,1%		15,6%	14,6%
Lợi nhuận trước thuế	549	451	21,8%	116%	12,4%	11,3%
Lợi nhuận ròng	452	371	21,7%		10,2%	9,3%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	452	371	21,7%		10,2%	9,3%

Nguồn: MSH, SSI

Cơ cấu doanh thu (2019: ER, 2018: IR) đơn vị: tỷ đồng

Cơ cấu lợi nhuận gộp (2019: ER, 2018: IR) đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: MSH, SSI ước tính

Dịch virus Covid-19 có thể ảnh hưởng đến việc sản xuất bắt đầu từ Q2/2020

Chúng tôi đã có một cuộc thảo luận ngắn với công ty, và công ty đã xác nhận việc sản xuất vẫn đang diễn ra bình thường vì công ty có đầy đủ hàng tồn kho để sản xuất trong Q1/2020. Tuy nhiên, do nguồn nguyên liệu chủ yếu nhập từ Trung Quốc, công ty cho rằng có khả năng thiếu hụt hàng tồn kho trong Q2/2020. Các nhà cung cấp từ Trung Quốc sẽ quay trở lại sản xuất từ ngày 20/2/2020, nhưng hiện vẫn chưa rõ công suất sản xuất khi các nhà máy hoạt động trở lại. Tuy nhiên, khả năng MSH chuyển sang nhập nguyên liệu từ nước khác ngoài Trung Quốc là rất thấp. Mặc dù việc sản xuất ở Trung Quốc bị gián đoạn có thể gây ra sự thiếu hụt nguyên liệu, MSH tin rằng các nhà cung cấp sẽ không lợi dụng sự kiện này để tăng giá nhờ mối quan hệ kinh doanh lâu dài và uy tín của công ty.

MSH không mong đợi được hưởng lợi từ Hiệp định EVFTA, vì công ty không thể đáp ứng yêu cầu về xuất xứ từ khâu vải trở đi. Điều này cũng không gây thiệt hại nhiều vì EU không phải là thị trường xuất khẩu chiến lược của công ty. Có tới 90% giá trị xuất khẩu của công ty là sang thị trường Mỹ.

Kế hoạch năm 2020 có thể được điều chỉnh, do kết quả kinh doanh kém của mảng chăn ga gối đệm trong năm 2019 và tác động có thể xảy ra từ việc bùng phát dịch virus Covid-19. Trước đây MSH đã lên kế hoạch cho năm 2020 về doanh thu FOB đạt 165 triệu USD (+10% YoY) và doanh thu mảng chăn ga gối đệm tăng 150%. Công ty có thể cần đánh giá tác động của dịch virus Covid-19 và điều chỉnh kế hoạch kinh doanh cho phù hợp. Các kế hoạch kinh doanh khác như ra mắt bộ sưu tập chăn ga gối đệm mới vào tháng 3, giao đơn hàng đầu tiên cho Walmart vào tháng 4, và việc đưa nhà máy SH10 đi vào hoạt động trong Q4/2020 dự kiến vẫn diễn ra theo kế hoạch.

Quan điểm đầu tư

Do kế hoạch năm 2020 chưa được công bố, chúng tôi tạm thời giảm giá định về sản lượng sản xuất năm 2020 xuống 6% (vì việc sản xuất tại Trung Quốc đã bị gián đoạn 3 tuần) trên cả 3 phân khúc. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 lần lượt đạt 4,63 nghìn tỷ đồng (+4,5% YoY) và 462 tỷ đồng (+2,2% YoY), EPS đạt mức 9.053 đồng/cp. Chúng tôi duy trì P/E mục tiêu là 7 lần và giảm nhẹ giá mục tiêu 1 năm cho cổ phiếu MSH xuống 63.300 đồng/cp (+45,5% so với giá hiện tại), tương đương khuyến nghị MUA.

Hiện tại cổ phiếu MSH đang được giao dịch với mức P/E và P/B 2020F lần lượt là 4,81 lần và 1,54 lần, theo quan điểm của chúng tôi là khá hấp dẫn khi công ty liên tục đạt kết quả kinh doanh vượt trội trong những năm qua. Trong năm 2021, MSH dự kiến tăng giá trị đơn hàng của Walmart lên 10 triệu USD, so với giá trị đơn hàng trong năm 2020 là 2 triệu USD. Hoạt động của nhà máy SH10 cũng sẽ gia tăng công suất của MSH lên 35% trong năm 2021. Với những yếu tố hỗ trợ này, chúng tôi tin rằng MSH vẫn còn dư địa để tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế trong năm 2021.

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi

Việc gián đoạn sản xuất của Trung Quốc có thể nghiêm trọng hơn ước tính ban đầu của chúng tôi, và có thể ảnh hưởng đến toàn bộ chuỗi cung ứng của ngành dệt may.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, dự báo và khuyến nghị trong bản báo cáo này (bao gồm cả các nhận định cá nhân) được dựa trên các nguồn thông tin tin cậy; tuy nhiên SSI không đảm bảo chắc chắn sự chính xác hoàn toàn và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong báo cáo được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết, cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của người viết và là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI, các công ty con của SSI, giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần thông tin hoặc ý kiến trong báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay một phần báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám Đốc Trung tâm Phân tích & Tư vấn Đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

Nguyễn Thị Kim Tân

Trợ lý Phân tích

tanntk@ssi.com.vn