

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **76.100**

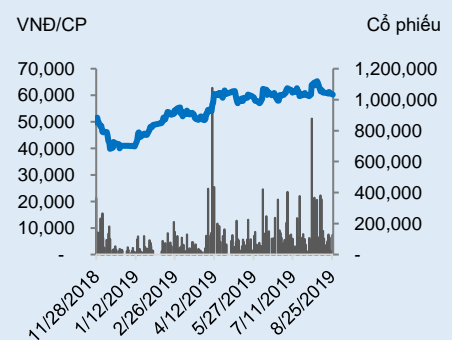
Giá thị trường (26/8/2019) 60.200

Lợi nhuận kỳ vọng 26%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	39.800-65.300
Vốn hóa	3.011 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	50.009.400
KLGD bình quân 10 ngày	122.293
% sở hữu nước ngoài	7,9%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,6%
Beta	0,2

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
MSH	46,8%	0,8%	4,9%	11,9%
VN-Index	10,2%	-0,3%	3,3%	-1,2%

Chuyên viên phân tích

**Ngô Trí Vinh**

(84 8) 3914.6888 ext 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

# CTCP May Sông Hồng

Ticker: MSH

Reuters: MSH.HM

Bloomberg: MSH VN

## Cơ hội tăng trưởng trong bối cảnh thương chiến Mỹ-Trung leo thang

**Cập nhật nhanh Kết quả Kinh doanh 1H2019:** Công ty ghi nhận gần 2.165 tỷ VNĐ (+24% yoy) và LNST thuộc về Cổ đông Công ty là 219 tỷ VNĐ (+52% yoy) chủ yếu nhờ vào (1) tỷ lệ đơn hàng FOB tiếp tục được nâng cao và (2) cải thiện đơn giá bình quân nhờ thực hiện nhiều đơn hàng có độ khó cao hơn so với cùng kỳ.

**Dự báo KQKD 2019:** BVSC dự báo doanh thu đạt gần 4.529 tỷ VNĐ (+15% yoy) và ghi nhận gần 448 tỷ VNĐ LNST sau CĐTS (+21% yoy).

**Triển vọng tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2019-2023** được củng cố bởi (1) lợi thế về thuế NK khi hàng Trung Quốc tại Mỹ từ 15/12/2019 sẽ bị áp thuế thêm 10% và (2) ưu đãi thuế quan từ Hiệp định EVFTA được kỳ vọng có hiệu lực từ Quý 3/2020.

**Quan điểm đầu tư:**

**BVSC khuyến nghị OUTPERFORM đối với cổ phiếu MSH cùng mức giá trị hợp lý là 76.100VNĐ/CP, tương đương P/E dự báo 2019 là 10x và tỷ suất lợi nhuận là 26%** so với giá đóng cửa ngày 26/8/2019 là 60.200VNĐ/CP. Điểm nhấn đầu tư chính bao gồm:

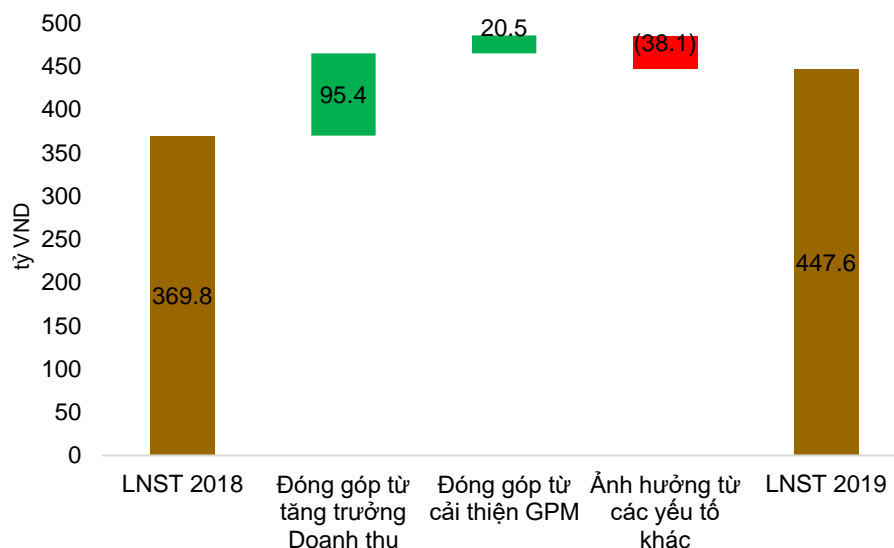
- Triển vọng tích cực của ngành may mặc Việt Nam nhờ (1) xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Mỹ nhiều khả năng được đẩy mạnh với việc thuế NK với hàng Trung Quốc dự kiến sẽ tăng từ 15/12/2019, (2) ưu đãi thuế NK tại thị trường EU đối với hàng may mặc Việt Nam nhờ EVFTA, qua đó nâng cao năng lực cạnh tranh với các nhà sản xuất như Bangladesh và (3) chi phí nhân công vẫn ở mức cạnh tranh, đặc biệt so với Trung Quốc, dù đang có xu hướng tăng do nhu cầu lao động tại Việt Nam ngày càng nhiều.
- Vị thế đầu ngành cùng với năng lực sản xuất đã được chứng tỏ trong quá khứ là lợi thế để MSH có khả năng thu hút đơn hàng tốt mang lại lợi nhuận hấp dẫn.
- Định hướng tăng tỷ trọng FOB giúp nâng cao khả năng cạnh tranh cũng như biên lợi nhuận hấp dẫn trong ngắn và trung hạn.
- Nhà máy Sông Hồng 10 là động lực tăng trưởng từ Q3/2020.

## Cập nhật nhanh KQKD 1H2019:

Trong 6 tháng đầu năm 2019, MSH ghi nhận gần 2.165 tỷ VND doanh thu (+24% yoy) với việc cải thiện cơ cấu đơn hàng bao gồm (1) tiếp tục nâng cao tỷ trọng đơn hàng FOB và (2) đơn giá bình quân được cải thiện nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm khi có nhiều đơn hàng sản phẩm đòi hỏi tay nghề cao hơn.

Do đó, biên lợi nhuận gộp 1H2019 đạt gần 439 tỷ VND (+30% yoy), tương đương biên lợi nhuận gộp là 20,3% so với mức 19,3% cùng kỳ 2018.

**Hình 1: Cơ cấu đóng góp tăng trưởng LNST trong 1H2019**



*Nguồn: MSH và BVSC tổng hợp*

Nhìn chung, lợi nhuận sau thuế thuộc về Cổ đông Công ty mẹ ghi nhận đạt hơn 219 tỷ đồng (+52% yoy), đạt 56% kế hoạch Công ty và 49% dự báo điều chỉnh của chúng tôi.

## Dự báo KQKD 2019:

Cho cả năm 2019, BVSC điều chỉnh dự báo doanh thu của MSH đạt hơn 4.528 tỷ VND (+15% yoy) so với mức 4.391 tỷ VND (+11% yoy) trong báo cáo định giá lần đầu với doanh thu thực tế 1H2019 đạt mức tăng trưởng 24% yoy, được hỗ trợ bởi định hướng chuyển dịch sang đơn hàng FOB cũng như cải thiện trong đơn giá nhờ thực hiện nhiều đơn hàng sản phẩm đòi hỏi năng lực cao hơn so với cùng kỳ. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu ngành hàng may mặc xuất khẩu tăng trưởng khoảng 15% yoy nhờ vào việc tiếp tục gia tăng tỷ trọng đơn hàng FOB lên mức 84% so với mức 76% của 2018 bên cạnh tăng trưởng 10% của ngành hàng chăn ga gối đệm (CGGD), chủ yếu tiêu thụ tại thị trường nội địa. Bên cạnh đó, với việc Công ty đã vận hành gần như tối đa năng lực may trong 6 tháng cuối năm 2018 trong khi công suất may chưa có cải thiện nhiều trong 2019, BVSC thận trọng dự báo

tăng trưởng doanh thu trong 2 quý còn lại của 2019 chỉ khoảng 8%, không cao như mức 2 con số trong nửa đầu năm.

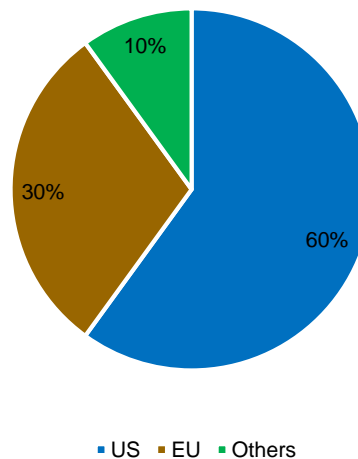
**Biên lợi nhuận gộp toàn Công ty đạt 20,6% so với mức 20,1% cùng kỳ**, qua đó ghi nhận hơn 934 tỷ VND (+18% yoy). Việc gia tăng tỷ trọng đơn hàng FOB thay vì CMT là yếu tố chính BVSC kỳ vọng giúp cải thiện nhẹ biên lợi nhuận gộp mảng may từ 19% (2018) lên 19,6% (2019).

**Do đó, LNST thuộc về Cổ đông Công ty được dự báo đạt hơn 447 tỷ VND (+21% yoy)**, tương đương EPS điều chỉnh dự báo cho 2019 là 7.607VND/CP.

### **Triển vọng 2019-2023 từ thương chiến Mỹ-Trung:**

BVSC dự báo doanh thu và LNST thuộc về Cổ đông Công ty đạt mức tăng trưởng kép **lần lượt là 12%/năm và 13%/năm** dựa trên cơ sở năng lực sản xuất hiện tại cũng như dự án nhà máy Sông Hồng 10 (tương đương 20% năng lực sản xuất hiện tại). Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý khả năng tăng trưởng có thể cao hơn dự báo trên với việc mức đầu tư nhà máy và máy móc mới để tăng năng lực sản xuất của lĩnh vực may không quá khó trong khi yếu tố hỗ trợ triển vọng tăng trưởng xuất khẩu của hàng may mặc khá hấp dẫn:

**Hình 2: Cơ cấu thị trường XK chính của MSH trong 2018**

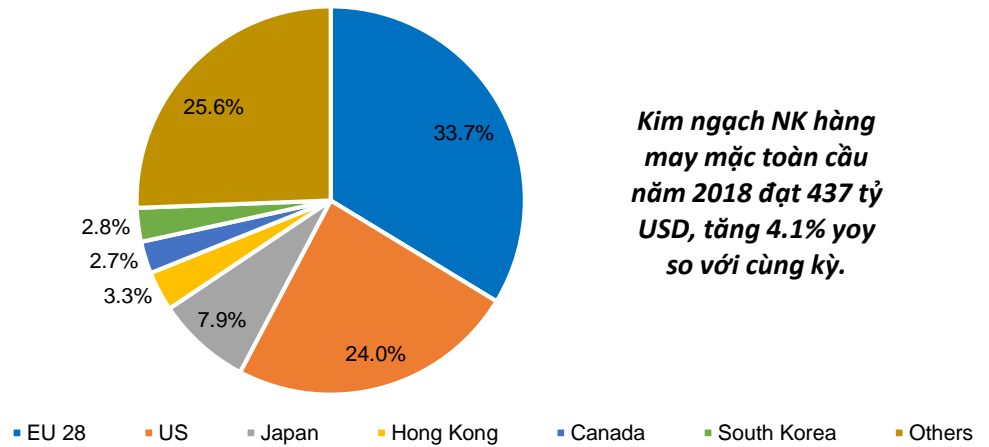


*Nguồn: MSH*

- Lợi thế về chi phí thuế nhập khẩu vào thị trường Mỹ

**Hình 3: Các nhà nhập khẩu hàng may mặc lớn Toàn cầu**

Top các nước nhập khẩu hàng may mặc lớn trên Thế giới

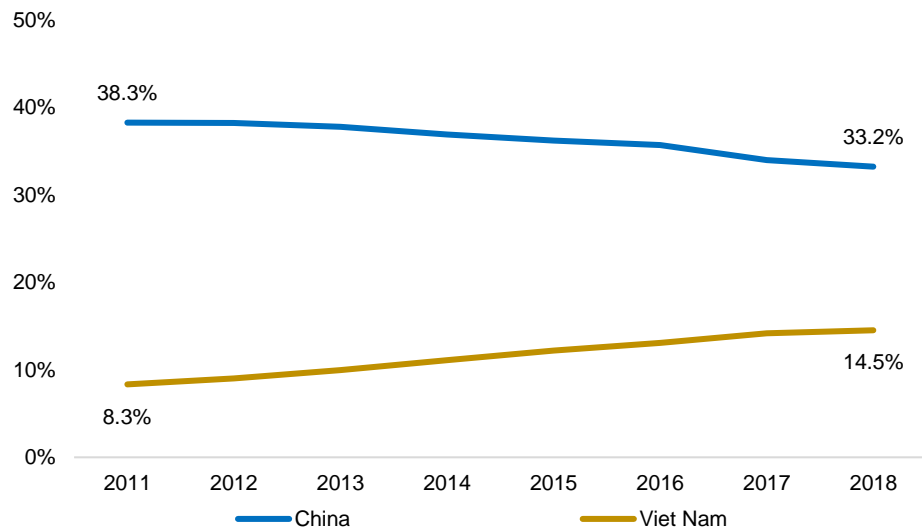


***Kim ngạch NK hàng may mặc toàn cầu năm 2018 đạt 437 tỷ USD, tăng 4.1% yoy so với cùng kỳ.***

*Nguồn: ITC và BVSC tổng hợp*

Xu hướng chuyển dịch đơn hàng thời trang tại thị trường Mỹ sang sản xuất tại các nước phát triển, trong đó có Việt Nam nơi có lợi thế về chi phí nhân công so với Trung Quốc diễn ra hằng năm với việc thị phần may mặc của Trung Quốc tại Mỹ giảm từ mức 38,3% (năm 2011) xuống còn 33,2% (năm 2018) trong khi thị phần của hàng Việt Nam đạt mức 14,5% (năm 2018) từ mức chỉ 8,3% (năm 2011).

**Hình 4: Thị phần của hàng may mặc Việt Nam và Trung Quốc tại Mỹ 2011-2018**

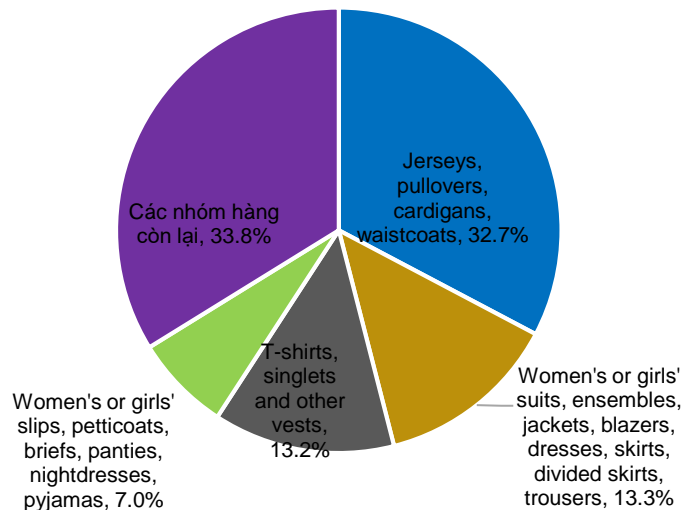


*Nguồn: ITC và BVSC tổng hợp*

Sự dịch chuyển trên được kỳ vọng sẽ được đẩy mạnh hơn trong thời gian sắp tới trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ-Trung gần đây. Theo kế hoạch, gói hàng hóa Trung Quốc trị giá 300 tỷ USD xuất khẩu vào Mỹ sẽ bị áp thuế nhập khẩu thêm 10%, trong đó có nhóm hàng may mặc sẽ áp dụng từ 15/12/2019. Bên cạnh đó, việc leo thang xung đột giữa hai

quốc gia này liên tiếp xảy ra gần đây, chính quyền Trump cũng đề nghị khả năng tăng mức thuế 10% lên 15% và sau đó là 25% trong tương lai.

**Hình 5: Cơ cấu sản phẩm may mặc NK thuộc nhóm HS61 tại thị trường Mỹ**



Nguồn: ITC và BVSC tổng hợp

**Hình 6: Lợi thế về thuế NK tại Mỹ của VN với 1 số sản phẩm điển hình sau 15/12**

Sản phẩm	Mã HS	Thuế NK phổ thông (%) *	Thuế NK áp lên hàng TQ từ 15/12/2019 (%)
Áo T-shirts từ cotton	6109.10.00	16.5%	26.5%
Váy (Dress) từ cotton	6104.42.00	11.5%	21.5%
Áo Sweaters từ cotton	6110.20.20	16.5%	26.5%

\* Mức thuế phổ thông hiện tại đang áp dụng cho cả hàng may mặc TQ và VN

Nguồn: BVSC tổng hợp

• **Khai phá thị trường EU với chìa khóa EVFTA**

Thị trường Châu Âu (EU) là thị trường có kim ngạch nhập khẩu lớn nhất, tuy nhiên trong quá khứ dù đạt mức tăng trưởng kép khoảng 8%/năm trong giai đoạn 2011-2018, hàng may mặc Việt Nam vẫn chiếm thị phần khá khiêm tốn tại đây. Một phần nguyên nhân chính là do lợi thế về thuế suất NK tại thị trường EU của một số quốc gia như Bangladesh, Cambodia, ... khi được hưởng chính sách thuế EBA là 0%, trong khi mức thuế cho hàng Việt Nam bình quân là 9,6% (thuế GSP). Do đó, với EVFTA, phần lớn dòng thuế với hàng may mặc VN sẽ giảm theo lộ trình về 0% trong 3-5 năm và 100% dòng thuế về 0% sau 7 năm. Hiện tại, EVFTA bước đầu đã được hai bên ký kết và đang đợi Quốc hội VN và Nghị viện EU thông qua trước khi chính thức có hiệu lực, kỳ vọng từ Quý 3/2020.

## Quan điểm đầu tư:

**BVSC khuyến nghị OUTPERFORM đối với cổ phiếu MSH cùng mức giá trị hợp lý là 76.100VND/CP, tương đương P/E dự báo 2019 là 10x và tỷ suất lợi nhuận là 26%** so với giá đóng cửa ngày 26/8/2019 là 60.200VND/CP. Điểm nhấn đầu tư chính bao gồm:

- Triển vọng tích cực của ngành may mặc Việt Nam nhờ (1) xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Mỹ nhiều khả năng được đẩy mạnh với việc thuế NK với hàng Trung Quốc dự kiến sẽ tăng từ 15/12/2019, (2) ưu đãi thuế NK tại thị trường EU đối với hàng may mặc Việt Nam nhờ EVFTA, qua đó nâng cao năng lực cạnh tranh với các nhà sản xuất như Bangladesh và (3) chi phí nhân công vẫn ở mức cạnh tranh, đặc biệt so với Trung Quốc, dù đang có xu hướng tăng do nhu cầu lao động tại Việt Nam ngày càng nhiều.
- Vị thế đầu ngành cùng với năng lực sản xuất đã được chứng tỏ trong quá khứ là lợi thế để MSH có khả năng ký kết những đơn hàng lớn mang tính kinh tế cao.
- Định hướng tăng tỷ trọng FOB giúp nâng cao khả năng cạnh tranh cũng như biên lợi nhuận hấp dẫn trong ngắn và trung hạn.
- Nhà máy Sông Hồng 10 là động lực tăng trưởng từ Q3/2020.

## Rủi ro cần theo dõi

**Rủi ro suy giảm nhu cầu tiêu cầu:** ảnh hưởng từ các bất ổn kinh tế Thế giới trong thời gian gần đây với các sự kiện như thương chiến Mỹ-Trung, Brexit, ... nếu tiếp tục diễn biến theo hướng cực đoan có thể tác động đến tăng trưởng kinh tế Toàn cầu, qua đó làm suy giảm nhu cầu tiêu dùng, trong đó có các sản phẩm may mặc.

**Rủi ro chi phí nhân công tăng đột biến** từ các áp lực từ cạnh tranh nhu cầu tuyển lao động, đặc biệt từ các doanh nghiệp FDI chuyển dịch sang sản xuất tại Việt Nam. Tuy nhiên, việc các nhà sản xuất FDI, trong đó có ngành dệt may, như Eclat đã thông báo dừng đầu tư mở rộng tại Việt Nam với lo ngại về tốc độ tăng trưởng chi phí nhân công quá mức từ làn sóng đầu tư mở rộng ồ ạt. Do đó, BVSC kỳ vọng việc các nhà sản xuất FDI lớn thận trọng hơn trong việc đầu tư sẽ giảm bớt áp lực lên nhu cầu lao động và tăng trưởng lương trong thực tế.

### Rủi ro khách hàng tập trung

Hiện tại, 5 đối tác chính của MSH gồm Columbia Sportswear, G-III, Haddad, New York & Company và SAE-E Trading, chiếm xấp xỉ hơn 80% doanh thu mảng may mặc xuất khẩu của MSH. Mức độ tập trung cao đối với tệp khách hàng có thể gây ảnh hưởng đáng kể đối với hoạt động kinh doanh của MSH khi có bất kỳ thay đổi trong chính sách kinh doanh của các đối tác trên.

Ngoài ra, bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành thời trang toàn cầu với xu hướng thương mại điện tử ngày càng phát triển, các công ty thời trang với mô hình phân phối bán lẻ truyền thống đang phải đối mặt với nhiều thách thức trong việc duy trì tồn tại và phát triển. Do đó, việc thực hiện theo dõi và đánh giá xu hướng phát triển của các đối tác lớn là rất quan trọng với MSH trong trung và dài hạn.

#### **Rủi ro thanh toán**

Nhằm cạnh tranh trong việc ký kết các đơn hàng với số lượng lớn và giá tốt, doanh nghiệp may có thể cân nhắc giữa hình thức thanh toán theo phương thức “Letter of Credit” (LC – mở chứng thư bảo lãnh thanh toán tại ngân hàng, có thể làm phát sinh thêm chi phí và thời gian) và “Telegraphic Trasfer” (TT – không mở chứng thư, chuyển tiền thanh toán sau khi nhận hàng 30 ngày với MSH). Hiện tại, tỷ lệ đơn hàng thanh toán theo hình thức TT chiếm khoảng 70% doanh thu, vì vậy, việc theo dõi tình hình HĐKD của các đối tác là cần thiết trong việc hạn chế rủi ro như trường hợp Sears của MSH.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Doanh thu	2.548	2.992	3.282	3.951
Giá vốn	2.087	2.496	2.718	3.157
Lợi nhuận gộp	461	496	564	793
Doanh thu tài chính	50	55	57	59
Chi phí tài chính	80	32	49	46
Lợi nhuận sau thuế	160	185	200	370

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	89	47	344	198
Các khoản phải thu ngắn hạn	288	384	452	489
Hàng tồn kho	325	413	534	661
Tài sản cố định hữu hình	616	659	645	596
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	50	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.937</b>	<b>2.192</b>	<b>2.381</b>	<b>2.521</b>
Nợ ngắn hạn	1.022	1.245	1.433	1.486
Nợ dài hạn	293	294	192	101
Vốn chủ sở hữu	622	653	755	934
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.937</b>	<b>2.192</b>	<b>2.381</b>	<b>2.521</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	5,9%	17,4%	9,7%	20,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	12,6%	15,8%	8,4%	84,6%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,1%	16,6%	17,2%	20,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,3%	6,2%	6,1%	9,4%
ROA (%)	9,1%	9,0%	8,8%	15,1%
ROE (%)	28,1%	29,0%	28,5%	43,8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,68	70,2%	68,3%	63,0%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	2,11	235,5%	215,2%	170,0%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	7.040	8.153	8.415	7.765
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.428	28.808	31.713	19.605



## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Ngô Trí Vinh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyên**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Trần Thị Thu Nga**

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888