



Cập nhật MSH – MUA

Ngày 10/12/2019



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

MUA

HSX: MSH

May mặc

Giá mục tiêu (VND) **75.196**

Giá hiện tại (VND) **54.500**

Tỷ lệ tăng giá **37,9%**

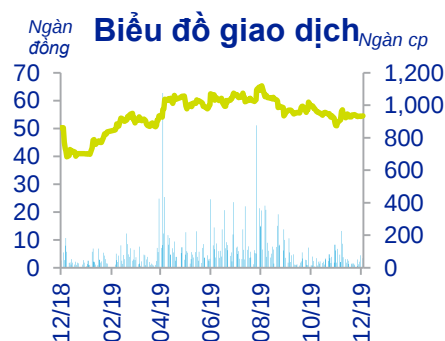
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng **8,3%**

Tổng tỷ suất lợi nhuận **46,2%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	32,9	6,5	-2,2	18,2
Tương đối	22,8	12,3	-1,5	15,4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Ô.Bùi Đức Thịnh (CT HĐQT)	21,6%
CTCK FPT	13,0%
Ô.Bùi Việt Quang (CEO)	10,9%
B.Nguyễn Thị Đào	7,8%

Thông kê

Mã Bloomberg **MSH VN**

Thấp/Cao 52 tuần (VND) **39.000 – 65.800**

SL lưu hành (triệu cp) **50**

Vốn hóa (tỷ đồng) **2.726**

Vốn hóa (triệu USD) **117**

Room khối ngoại còn lại (%) **40,5**

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) **52,4**

KLGD TB 3 tháng (cp) **51.652**

VND/USD **23.265**

Index: VNIndex / HNX **966,06/102,36**

CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH VN)

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu trên cơ sở triển vọng hoạt động kinh doanh của công ty vẫn khá tích cực trong khi diễn biến ngành kém thuận lợi.

MSH công bố doanh thu thuần 9T2019 đạt 3.456 tỷ đồng, tăng 15,7% n/n, hoàn thành 76% dự phóng cả năm của chúng tôi. Trong đó, doanh thu thuần Q3 chỉ tăng nhẹ 3% n/n, được giải thích bởi i) sức mua trên thị trường xuất khẩu hàng dệt may có xu hướng thận trọng hơn trong bối cảnh chiến thương mại và ii) các đơn hàng dịch chuyển khỏi Trung Quốc đi đến các quốc gia khác (vd Bangladesh, Campuchia, một số quốc gia châu Phi,...) nhiều hơn đến Việt Nam, do giá nhân công thấp hơn. Mặc dù tình trạng này có thể không thay đổi ngay trong những tháng cuối năm 2019 và Q1/2020, MSH kỳ vọng con số tăng trưởng sẽ tích cực hơn kể từ Q2/2020 nhờ đóng góp từ khách hàng mới (tìm được trong 2019) và có kế hoạch sản xuất cho năm dựa trên đơn hàng đã ký. Trong khi tiếp tục tập trung vào đơn hàng FOB, công ty dự kiến doanh thu CMT có thể sẽ giảm thêm trong năm sau. Ngoài ra, MSH có kế hoạch đổi mới dòng sản phẩm chăn ga gối đệm (về thiết kế, chất lượng, kênh bán hàng, v.v...) nhằm thúc đẩy mạnh mẽ doanh thu xuất khẩu của nhóm sản phẩm này kể từ năm tới.

MSH ghi nhận LNST 9T2019 tăng 30,6% n/n, đạt 357 tỷ đồng, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp nâng lên mức 20,3% (9T2018: 19,4%) do tiếp tục tập trung vào hàng FOB, trong khi tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu thuần không đổi so với cùng kỳ 2018.

Dự án nhà máy mới vẫn đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng, dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2020, tăng năng lực sản xuất của công ty thêm 20%, chủ yếu phục vụ đơn hàng FOB. MSH ước tính nhà máy sẽ hoạt động ở khoảng 50% công suất thiết kế trong năm đầu tiên hoạt động. Công ty cũng dự định sẽ thay đổi hệ thống phần mềm quản lý trong năm tới nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động.

Chúng tôi cho rằng xuất khẩu hàng FOB vẫn là động lực tăng trưởng chính của MSH trong tương lai. Chúng tôi giả định doanh thu FOB chiếm ~75% doanh thu thuần của công ty trong năm 2019 và 2020, từ mức ước tính ~72% trong năm ngoái, trong khi biên lợi nhuận gộp được dự phóng trong khoảng 20%-21%+. Tóm lại, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần 2019 và LNST của công ty lần lượt là 4.542 tỷ đồng (+15% n/n) và 445 tỷ đồng (+20,3% n/n). Mức tăng trưởng tương ứng dự phóng cho 2020 là 14,3% và 14,4% n/n. Kết hợp phương pháp DCF và P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu ở mức 75.196 đồng/cp, tương đương với tổng tỷ suất sinh lợi 46,2% vào cuối năm sau.

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	3.282	3.951	4.542	5.191	6.099
Tăng trưởng	9,7%	20,4%	15,0%	14,3%	17,5%
EBITDA (tỷ đồng)	346	572	661	768	869
Biên EBITDA	10,5%	14,5%	14,6%	14,8%	14,3%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	200	370	445	509	593
Tăng trưởng	8,4%	84,6%	20,3%	14,4%	16,4%
EPS (điều chỉnh, VND)	4.345	7.377	8.624	9.674	10.723
Tăng trưởng	6,6%	69,8%	16,9%	12,2%	10,8%
ROE	28,5%	43,8%	42,6%	39,3%	36,7%
ROA	8,8%	15,1%	17,5%	18,8%	20,5%
ROIC	20,2%	36,4%	42,3%	42,3%	43,2%
Nợ ròng/EBITDA (lần)	0,8	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,4)
EV/EBITDA (lần)	8,0	4,8	4,2	3,6	3,2
P/E (lần)	12,5	7,4	6,3	5,6	5,1
P/B (lần)	1,7	2,8	2,3	1,9	1,6
DPS (VND)	4.500	4.000	4.500	4.500	4.500
Suất sinh lợi cổ tức	8,3%	7,3%	8,3%	8,3%	8,3%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ MSH	Giá hiện tại (đồng):	54.500	Giá mục tiêu (đồng):	75.196	Vốn hóa (tỷ đồng):	2.726
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	2.992	3.282	3.951	4.542	5.191	6.099
<i>Tăng trưởng</i>	<i>17,4%</i>	<i>9,7%</i>	<i>20,4%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,3%</i>	<i>17,5%</i>
GVHB trừ khấu hao	2.393	2.604	3.040	3.484	3.949	4.665
Chi phí bán hàng	132	151	148	161	199	240
Chi phí quản lý doanh nghiệp	169	188	208	246	287	340
Doanh thu tài chính	20	19	30	17	19	23
Chi phí tài chính	(6)	12	12	6	7	8
EBITDA	324	346	572	661	768	869
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,5%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,3%</i>
Khấu hao	103	114	117	121	140	137
Lợi nhuận từ HĐKD	221	232	455	541	628	732
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,1%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,0%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	(3)	(2)	(0)	1	-	-
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-
Chi phí lãi vay ròng	3	(2)	5	0	9	11
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>1,2%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,2%</i>	<i>-11,6%</i>	<i>-5,0%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>70,8</i>	<i>-140,4</i>	<i>89,9</i>	<i>2041,3</i>	<i>71,9</i>	<i>65,7</i>
Thuế	29	31	80	96	110	128
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,2%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,8%</i>
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	185	200	370	445	509	593
Tiền mặt đạt được	288	314	487	566	649	730
Tổng số lượng cổ phiếu	22.680.000	23.814.000	47.628.000	50.009.400	50.009.400	52.509.870
EPS (VND)	8.153	8.691	7.377	8.624	9.674	10.723
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,50	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	4.076	4.345	7.377	8.624	9.674	10.723
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>20,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>69,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>12,2%</i>	<i>10,8%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Thay đổi vốn lưu động	87	223	53	57	62	87
Capex	158	114	73	95	352	88
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	33	145	-16	-16	-16	-16
Dòng tiền tự do	76	122	345	398	219	539
Phát hành cp	0	11	0	-	-	-
Cổ tức đã trả	130	108	171	225	225	236
Thay đổi nợ ròng	54	-25	-174	-173	6	-303
Nợ ròng cuối năm	294	269	95	-78	-72	-375
Vốn CSH	653	755	934	1.154	1.438	1.794
Giá trị sổ sách/cp (VND)	28.808	32.753	19.604	23.536	28.752	34.170
Nợ ròng / VCSH	45,0%	35,6%	10,2%	-6,8%	-5,0%	-20,9%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,9	0,8	0,2	-0,1	-0,1	-0,4
Tổng tài sản	2.192	2.381	2.521	2.568	2.858	2.912

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
ROE	29,2%	28,5%	43,8%	42,6%	39,3%	36,7%
ROA	9,0%	8,8%	15,1%	17,5%	18,8%	20,5%
ROIC	20,8%	20,2%	36,4%	42,3%	42,3%	43,2%
WACC	10,6%	10,9%	14,7%	15,3%	15,3%	15,3%
EVA	10,2%	9,3%	21,7%	27,1%	27,0%	28,0%
P/E (x)	13,4	12,5	7,4	6,3	5,6	5,1
EV/EBITDA (x)	8,5	8,0	4,8	4,2	3,6	3,2
EV/FCF (x)	36,4	22,6	8,0	7,0	12,6	5,1
P/B (x)	1,9	1,7	2,8	2,3	1,9	1,6
P/S (x)	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/Doanh thu (x)	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
PEG	0,4	0,4	0,2	0,5	0,4	0,4
Suất sinh lợi cổ tức	8,3%	8,3%	7,3%	8,3%	8,3%	8,3%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Tài chính

Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Công nghiệp

Huỳnh Anh Huy
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
huyha@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp

Trần Trí An Phúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Khối khách hàng cá nhân

Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (x250)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc Kinh doanh KHĐC

Patrick Mitchell

(+84 28) 5404 6632
patrick@acbs.com.vn

NV Quan hệ doanh nghiệp

Lê Thị Mai Như
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
nhultm@acbs.com.vn

NV Chăm sóc khách hàng

Nguyễn Ngọc Tuyền
(+84 28) 3823 4955
tuyennn@acbs.com.vn

NV Chăm sóc khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành
(+84 28) 3823 4798
thanhln@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 54046630 (x308)
huongctk@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Thị Thanh Nhân
(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)
nhanntt.sgn@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh
(+84 28) 54046626
thanhhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung
(+84 28) 54046630
dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2019). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.