

# Công ty cổ phần May Sông Hồng (MSH: HOSE)



**TRUNG LẬP – Giá mục tiêu 1 năm: 97.800 đồng/cp**

**Giá hiện tại (ngày 4/5/2022): 85.200 đồng/cp**

**Trần Thùy Trang, ACA**

[trangtt2@ssi.com.vn](mailto:trangtt2@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321 ext. 8705

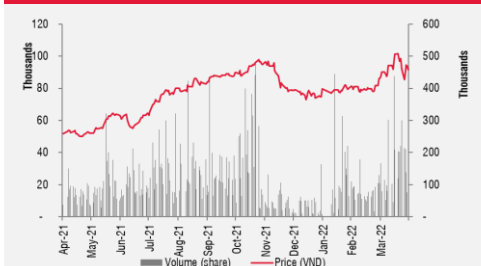
**Ngày 04/05/2022**

**NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG**

## Các chỉ số chính

|  |         |
|--|---------|
| Giá trị vốn hoá (triệu USD):               | 199     |
| Giá trị vốn hoá (tỷ VND):                  | 4.580   |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu)               | 50      |
| Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND) | 103/49  |
| KLGD trung bình 3 tháng (cp)               | 123.100 |
| KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)        | 0,46    |
| KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)          | 10,56   |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)                | 8,0     |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)                  | 0       |

## Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Thông tin cơ bản về công ty

MSH là một trong những doanh nghiệp hàng may mặc hàng đầu về năng lực sản xuất, quy mô hoạt động và lợi nhuận tại Việt Nam. MSH cũng thuộc Top 5 nhà xuất khẩu dệt may hàng đầu Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu là 251 triệu USD năm 2017. MSH có 11.000 lao động và 155 dây chuyền may trên 6 cơ sở sản xuất (SH 1, SH 3, SH 4, SH 7, SH 8 và SH 9) tại tỉnh Nam Định (18 nhà máy may và 2 nhà máy chần ga gối đệm) hoạt động hết công suất. Công ty có thể sản xuất tới 50 triệu sản phẩm mỗi năm.

## Cập nhật Đại hội cổ đông năm 2022

MSH đã tổ chức ĐHCĐ ngày 29/4/2022, dưới đây là những điểm chính rút ra từ cuộc họp:

- KQKD 2021:** Công ty ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 4,7 nghìn tỷ đồng (+24,5% so với cùng kỳ) và 442 tỷ đồng (+91% so với cùng kỳ), vượt 13% và 30% kế hoạch năm 2021. MSH là một trong những doanh nghiệp phục hồi mạnh nhất trong số các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc trong nước trong năm 2021, nhờ số lượng đơn đặt hàng tăng đều trong năm. Tương tự như các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc khác, biên lợi nhuận gộp của MSH đã giảm -140 bps so với mức đỉnh do áp lực lạm phát hàng hóa (chi phí vải tăng). Tuy nhiên, đây vẫn là mức cao nhất trong ngành có tỷ trọng FOB cao.
- Kế hoạch của công ty trong năm 2022:** Kế hoạch doanh thu thuần và LNTT lần lượt là 4,9 tỷ đồng (+3% so với cùng kỳ) và 500 tỷ đồng (-8% so với cùng kỳ). Kế hoạch thận trọng được đặt ra từ những phức tạp phát sinh từ tình hình giãn cách xã hội ở Trung Quốc, quốc gia mà công ty phụ thuộc phần lớn lượng vải nhập khẩu.
- Cổ tức:** Công ty đã trả cổ tức bằng tiền mặt 45% trong khi chưa trả cổ tức bằng cổ phiếu 50% cho năm 2021; và kế hoạch chi trả cổ tức từ 15%-30% cho năm 2022.
- KQKD Q1/2022:** Doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến lần lượt đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+39% so với cùng kỳ) và 82 tỷ đồng (-11% so với cùng kỳ). Tăng trưởng doanh thu ở mức hợp lý do đơn đặt hàng FOB tăng (Q1/2022: 80% so với mức khoảng 70% trong năm 2021). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 14,4% trong Q1/2022, thấp hơn nhiều so với mức 22,8% trong Q1/2021 do các nguyên nhân sau: (i) chi phí vải tăng (chiếm khoảng 60% giá vốn hàng bán) do giá sợi tăng (sợi cotton và sợi polyester tăng 5% -30% so với đầu năm); (ii) chi phí vận chuyển nhập khẩu từ Trung Quốc tăng lên do tắc nghẽn cảng, và tỷ giá tăng liên quan đến tình trạng giãn cách kéo dài ở Trung Quốc; và (iii) công suất hoạt động từ nhà máy mới SH10 ở mức thấp. MSH cũng tăng mức lương bình quân 10% lên hơn 9,3 triệu đồng/tháng/nhân viên.
- Nhà máy SH10 - Nghĩa Hưng** bắt đầu đi vào hoạt động từ đầu tháng 3/2022, hiện đang hoạt động 70% công suất với 1.800 cán bộ công nhân viên. Công ty dự kiến sẽ đạt hết công suất vào đầu Q4/2022, sau đó có thể nâng công suất FOB hiện có của MSH lên 35%.
- Triển vọng năm 2022:** Doanh thu vẫn được kỳ vọng ổn định do công ty dự kiến sẽ nhận được nhiều đơn đặt hàng vào cuối năm. MSH có một số khách hàng mới; tuy nhiên, gần như không nhiều như các khách hàng lớn hiện có (như Columbia và Haddad). Do MSH phụ thuộc nhiều vào các nhà cung cấp vải từ Trung Quốc, nên tình trạng giãn cách kéo dài sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, MSH kỳ vọng tình hình hiện tại sẽ cải thiện

vào cuối Q3/2022. Hơn nữa, sẽ cần thời gian để nhà máy SH10 mới có lãi và đạt công suất hoạt động cao hơn. Trong khi đó, MSH có đủ nguyên liệu để sản xuất đến hết tháng 8/2022.

- **Nhà máy Xuân Trường mới:** MSH đang trong quá trình nộp hồ sơ cho nhà máy mới tại tỉnh Nam Định. Công ty dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng và đi vào hoạt động lần lượt vào đầu năm 2023 và cuối năm 2023. Nhà máy mới này có công suất tương đương SH10, nâng tổng công suất lên 17%. Tương tự SH10, MSH cũng sở hữu 51% nhà máy Xuân Trường. Chúng tôi sẽ cung cấp thêm thông tin chi tiết về nguồn vốn của nhà máy khi có thông tin.

### Ước tính và định giá

Chúng tôi ước tính công ty đạt doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 5,8 nghìn tỷ đồng (+22% so với cùng kỳ) và 434 tỷ đồng (-2% so với cùng kỳ) trong năm 2022, dựa trên kết quả sơ bộ trong Q1/2022. Tại mức giá 85.200 đồng/cổ phiếu, MSH giao dịch với P/E 2022 là 10,5x theo ước tính của SSI Research và 11,1x theo kế hoạch của công ty. Đây là mức thấp hơn so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 13x. Hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu MSH, cũng như giá mục tiêu 1 năm là 97.800 đồng/cổ phiếu (+14,8% so với giá hiện tại) dựa trên P/E mục tiêu là 12x. Bất chấp những khó khăn trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng việc mở rộng công suất gần đây từ 2 nhà máy mới là yếu tố hỗ trợ trung hạn cho giá cổ phiếu, khi đơn đặt hàng tiếp tục được chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Tỷ đồng                                   | 2019         | 2020         | 2021         | 2022F        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>               |              |              |              |              |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền      | 238          | 136          | 379          | 542          |
| + Đầu tư ngắn hạn                         | 611          | 837          | 468          | 468          |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn             | 418          | 396          | 664          | 809          |
| + Hàng tồn kho                            | 659          | 615          | 938          | 1.172        |
| + Tài sản ngắn hạn khác                   | 14           | 17           | 40           | 49           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>              | <b>1.941</b> | <b>2.001</b> | <b>2.489</b> | <b>3.040</b> |
| + Các khoản phải thu dài hạn              | 11           | 21           | 21           | 26           |
| + GTCL Tài sản cố định                    | 576          | 555          | 500          | 489          |
| + Bất động sản đầu tư                     | 0            | 0            | 0            | 0            |
| + Đầu tư dài hạn                          | 12           | 14           | 159          | 159          |
| + Lợi thế thương mại                      | 0            | 0            | 0            | 0            |
| + Tài sản dài hạn khác                    | 26           | 36           | 33           | 41           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>               | <b>625</b>   | <b>627</b>   | <b>713</b>   | <b>716</b>   |
| <b>Tổng tài sản</b>                       | <b>2.566</b> | <b>2.628</b> | <b>3.203</b> | <b>3.756</b> |
| + Nợ ngắn hạn                             | 1.270        | 1.186        | 1.529        | 1.910        |
| Trong đó: vay ngắn hạn                    | 432          | 497          | 552          | 690          |
| + Nợ dài hạn                              | 61           | 0            | 178          | 143          |
| Trong đó: vay dài hạn                     | 61           | 0            | 178          | 143          |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>                   | <b>1.330</b> | <b>1.186</b> | <b>1.707</b> | <b>2.053</b> |
| + Vốn góp                                 | 500          | 500          | 500          | 500          |
| + Thặng dư vốn cổ phần                    | 0            | 0            | 0            | 0            |
| + Lợi nhuận chưa phân phối                | 476          | 683          | 736          | 944          |
| + Quỹ khác                                | 259          | 259          | 259          | 259          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                     | <b>1.236</b> | <b>1.442</b> | <b>1.495</b> | <b>1.703</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b> | <b>2.566</b> | <b>2.628</b> | <b>3.203</b> | <b>3.756</b> |
| <b>Lưu chuyển tiền tệ</b>                 |              |              |              |              |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh         | 1.041        | 173          | 200          | 361          |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư             | -288         | -279         | 164          | -100         |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính          | -841         | 5            | -120         | -98          |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>     | <b>-89</b>   | <b>-102</b>  | <b>243</b>   | <b>163</b>   |
| Tiền đầu kỳ                               | 198          | 238          | 136          | 379          |
| <b>Tiền cuối kỳ</b>                       | <b>109</b>   | <b>136</b>   | <b>379</b>   | <b>542</b>   |
| <b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>      |              |              |              |              |
| Hệ số thanh toán hiện hành                | 1,53         | 1,69         | 1,63         | 1,59         |
| Hệ số thanh toán nhanh                    | 1            | 1,15         | 0,99         | 0,95         |
| Hệ số thanh toán tiền mặt                 | 0,67         | 0,82         | 0,55         | 0,53         |
| Nợ ròng / EBITDA                          | 0,61         | 0,72         | 0,52         | 0,47         |
| Khả năng thanh toán lãi vay               | 25,34        | 19,66        | 55,09        | 26,56        |
| Ngày phải thu                             | 31,9         | 44,7         | 45           | 43,6         |
| Ngày phải trả                             | 17,6         | 18,6         | 17,4         | 19           |
| Ngày tồn kho                              | 68,8         | 75,9         | 74,3         | 80,8         |
| <b>Cơ cấu vốn</b>                         |              |              |              |              |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản               | 0,48         | 0,55         | 0,47         | 0,45         |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản                  | 0,52         | 0,45         | 0,53         | 0,55         |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu                | 1,08         | 0,82         | 1,14         | 1,21         |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu                         | 0,4          | 0,34         | 0,49         | 0,49         |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu                | 0,35         | 0,34         | 0,37         | 0,4          |

Nguồn: MSH, SSI Research

| Tỷ đồng                                  | 2019         | 2020         | 2021         | 2022F        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Báo cáo Kết quả Kinh doanh</b>        |              |              |              |              |
| <b>Doanh thu thuần</b>                   | <b>4.425</b> | <b>3.813</b> | <b>4.748</b> | <b>5.785</b> |
| Giá vốn hàng bán                         | -3.497       | -3.062       | -3.817       | -4.768       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                     | <b>928</b>   | <b>751</b>   | <b>931</b>   | <b>1.017</b> |
| Doanh thu hoạt động tài chính            | 61           | 63           | 78           | 72           |
| Chi phí tài chính                        | -29          | -18          | -19          | -25          |
| Chi phí bán hàng                         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp             | -180         | -137         | -145         | -208         |
| <b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>-233</b>  | <b>-376</b>  | <b>-299</b>  | <b>-324</b>  |
| Thu nhập khác                            | <b>548</b>   | <b>283</b>   | <b>546</b>   | <b>533</b>   |
| Thu nhập từ các công ty liên kết         | 1            | 1            | -3           | -1           |
| Lợi nhuận trước thuế                     | 549          | 283          | 543          | 532          |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                    | <b>452</b>   | <b>232</b>   | <b>442</b>   | <b>434</b>   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số             | <b>452</b>   | <b>232</b>   | <b>442</b>   | <b>434</b>   |
| <b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>        | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| EPS cơ bản (VND)                         | 8.592        | 4.126        | 8.315        | 8.153        |
| Giá trị sổ sách (VND)                    | 23.241       | 27.367       | 28.434       | 32.585       |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu)                    | 4.500        | 3.000        | 4.500        | 4.000        |
| EBIT                                     | 572          | 298          | 553          | 553          |
| EBITDA                                   | 689          | 430          | 686          | 691          |
| <b>Tăng trưởng</b>                       |              |              |              |              |
| Doanh thu                                | 12,0%        | -13,8%       | 24,5%        | 21,9%        |
| EBITDA                                   | 14,8%        | -37,6%       | 59,4%        | 0,8%         |
| EBIT                                     | 18,2%        | -47,8%       | 85,2%        | 0,0%         |
| Lợi nhuận ròng                           | 22,2%        | -48,7%       | 90,8%        | -2,0%        |
| Vốn chủ sở hữu                           | 32,3%        | 16,7%        | 3,7%         | 13,9%        |
| Vốn điều lệ                              | 5,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Tổng tài sản                             | 1,8%         | 2,4%         | 21,9%        | 17,3%        |
| <b>Định giá</b>                          |              |              |              |              |
| PE                                       | 5,2          | 9,6          | 11           | 11,2         |
| PB                                       | 1,9          | 1,5          | 3,2          | 2,8          |
| Giá/Doanh thu                            | n.a          | 0,5          | 1            | 0,8          |
| Tỷ suất cổ tức                           | n.a          | 7,6%         | 4,9%         | 4,4%         |
| EV/EBITDA                                | 3,5          | 5,7          | 3,6          | 3,5          |
| EV/Doanh thu                             | 0,6          | 0,6          | 0,5          | 0,4          |
| <b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>       |              |              |              |              |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                    | 21,0%        | 19,7%        | 19,6%        | 17,6%        |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động              | 11,8%        | 6,5%         | 10,5%        | 8,6%         |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng                   | 10,2%        | 6,1%         | 9,3%         | 7,5%         |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần         | 4,1%         | 3,6%         | 3,1%         | 3,6%         |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần          | 5,3%         | 9,9%         | 6,3%         | 5,6%         |
| ROE                                      | 41,7%        | 17,3%        | 30,1%        | 27,1%        |
| ROA                                      | 17,8%        | 8,9%         | 15,2%        | 12,5%        |
| ROIC                                     | 27,4%        | 13,3%        | 21,6%        | 18,9%        |

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Vĩ mô

##### Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô  
trinhthv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

#### Phân tích kỹ thuật

##### Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư  
quyenlbn@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

##### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng  
kientt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Phân tích cổ phiếu KHCN

##### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhntk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

##### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tuntt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

##### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tranglh@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

#### Phân tích Ngành Dệt May

##### Trần Thùy Trang

Chuyên viên phân tích  
tranott2@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8705

#### Chiến lược thị trường

##### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

##### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tamntd@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

#### Dữ liệu

##### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715