

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Ngày 12 tháng 11 năm 2019

MSH - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 12/11/2019)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	53.000
KLGD TB 10 ngày	74.121
Vốn hoá (tỷ đồng)	2646
Số lượng CPLH	50.009.400
% sở hữu nước ngoài	8,12%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trịnh Văn Hà
tvha@vcbs.com.vn
+84-2838200796 ext 643

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

- **KQKD 9T.2019 tăng trưởng tích cực so với sự sụt giảm chung của ngành**, DT đạt 3.457 tỷ đồng (+15,8% yoy, đạt 80,2% KH năm) và LNTT đạt 437,5 tỷ đồng (+30,4% yoy, đạt 92% KH năm). Biên LNG tăng 0,9% so với cùng kỳ đạt 20,3%, đồng thời tiết giảm chi phí tài chính do tỷ giá ít biến động và nợ vay giảm.
- **Xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ CMT sang FOB khiến cho doanh thu và lợi nhuận vẫn tăng trưởng tốt** trong 5 năm tiếp theo. Với mục tiêu mảng FOB chiếm tới trên 80%. Mảng chăn ga gối nệm có biên lợi nhuận gộp cao nhất lên tới 33% - 34% vẫn duy trì mức tăng trưởng ổn định mức thấp.
- **Nhà máy may SH10 đi vào hoạt động trong năm 2020 sẽ là động lực tăng trưởng trong thời gian tới.** Trong quý 2.2019, nhà máy may SH10 đã được khởi công tại huyện Nghĩa Hưng, Nam Định với công suất 40 chuyền may nhằm tăng thêm 25% công suất.
- **Tỷ lệ chi trả cổ tức cao lên tới 40% - 45% vốn điều lệ với nền tảng cơ cấu tài chính vững chắc và mức tăng trưởng HĐKD tốt** là một trong những điểm sáng so với các công ty trong ngành.
- Chi phí nhân công có thể tăng liên tục hàng năm, nếu Chính phủ tăng lương cơ bản. Trong cơ cấu chi phí của MSH, chi phí nhân công luôn là một khoản thứ hai chỉ sau chi phí NVL.
- Năm 2020, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST đạt lần lượt 4.931 tỷ đồng (+ 5,4% yoy) và 472 tỷ đồng (+5,2% yoy), tương ứng với EPS 2020 là 9.478 đồng/cp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với MSH, giá mục tiêu 71.942 đồng/cp cho năm 2020.

Chỉ tiêu tài chính	2017	2018	2019F	2020F
DTT (tỷ đồng)	3.282	3.951	4.680	4.931
+/- yoy (%)	9,7%	20,4%	18,5%	5,4%
LNST (tỷ đồng)	200	370	449	474
+/- yoy (%)		85%	21%	6%
VCSH (tỷ đồng)	755	934	1.170	1.429
Nợ/TTS (%)	38%	31%	33%	20%
TS LN gộp (%)	17,2%	20,1%	20,4%	20,2%
ROA (%)	9%	15%	16%	16%
ROE (%)	28%	44%	43%	36%
Tỷ suất cổ tức	45%	40%	40%	40%
EPS (đồng)	4.277	7.765	9.121	9.478
P/E	n/a	8	7,5	7,5
BVPS (đồng)	15.855	19.604	23.389	28.583
P/B	n/a	n/a	2,41	2,41

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử và quá trình tăng vốn điều lệ

Năm 1988: Nhà máy May Sông Hồng được thành lập

Năm 2001: Thương hiệu Chăn ga gối đệm Sông Hồng ra đời.

Năm 2004: Công ty cổ phần hóa, trở thành Công ty Cổ phần May Sông Hồng, với vốn điều lệ 12 tỷ đồng.

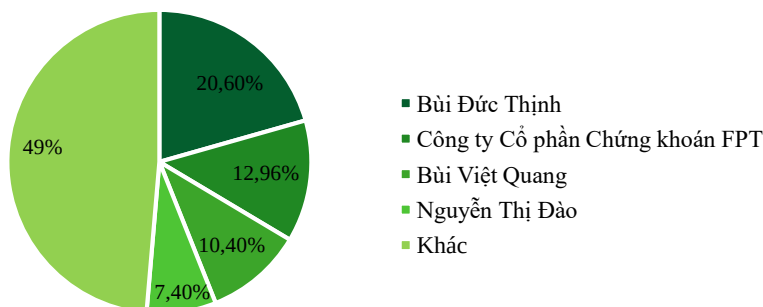
Năm 2007: Thành lập thương hiệu ở nước ngoài tên gọi Công ty TNHH May mặc Sông Hồng, tăng vốn điều lệ lên 18 tỷ đồng.

Năm 2008: Trở thành công ty đại chúng. Phát triển thêm khu vực Sông Hồng IV tại huyện Xuân Trường, tỉnh Nam Định.

Năm 2018: Tăng vốn điều lệ lên 476,28 tỷ đồng.

Ngày 28/11/2018: Chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE).

Cơ cấu cổ đông tính đến thời điểm 01/10/2019



Năng lực sản xuất lớn

Các XN May	Địa điểm	Năm hoạt động	Xưởng may	Chuyên	Công nhân	Công suất/tháng
Sông Hồng 1	TP Nam Định	2000	2	16	1.000	630.000
Sông Hồng 3	TP Nam Định	2006	4	32	2.000	1.300.000
Sông Hồng 4	Xuân Trường	2009	4	32	2.000	1.300.000
Sông Hồng 7	Hải Hậu	2012	4	32	2.000	1.300.000
Sông Hồng 9	Nghĩa Hưng	2015	4	32	2.000	1.500.000
Sông Hồng 10	Nghĩa Hưng	2020	4	32	3.000	2.000.000
Sông Hồng 8	TP Nam Định	2.001	2 xưởng may chăn, 1 xưởng bông/đệm, 1 xưởng thêu, 1 xưởng chăn, 1 xưởng in		300	150.000 yards

Hiện nay MSH đã phát triển được 6 nhà máy với 144 chuyên may rộng khắp các Huyện tại Nam Định để tận dụng nguồn nhân lực giá rẻ tại chỗ. Với năng lực sản xuất hơn 6 triệu sản phẩm/tháng, MSH là một trong những công ty may mặc lớn nhất trong ngành. Hiện các nhà máy đã hoạt động gần kín công suất.

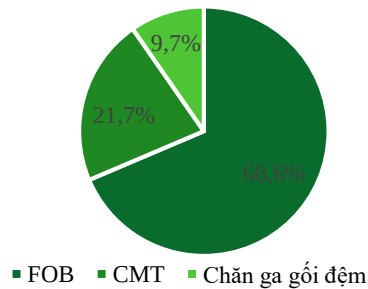
Ngoài ra, thương hiệu Chăn ga gối đệm Sông Hồng cũng là một thương hiệu lâu đời và nổi tiếng tại thị trường miền Bắc, cạnh tranh trực tiếp với các thương hiệu nổi tiếng như EVERON hay Hanvico...

ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

Cơ cấu doanh thu ngành may tập trung vào tăng trưởng đơn hàng FOB và chủ yếu là xuất khẩu

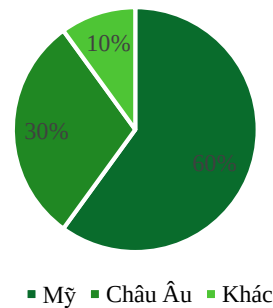
MSH hiện đang hoạt động trong với sản phẩm chủ đạo là may mặc thời trang cao cấp chiếm hơn 90% doanh thu và sản xuất, phân phối chăn ga gối đệm (CGGD).

Cơ cấu doanh thu sản phẩm năm 2018



Nguồn: BCB MSH 2018

Cơ cấu doanh thu thời trang theo thị trường



Nguồn: BCB MSH 2018

Trong mảng may thời trang, phương thức FOB và CMT ([phụ lục các phương thức sản xuất may mặc](#)) lần lượt chiếm 76% và 24% (năm 2018) mảng may mặc và đang hướng đến tăng tỷ trọng của FOB lên trên 80% tổng doanh thu công ty cho tới năm 2022 (năm 2018 chiếm 68,6% doanh thu). Hiện nay đơn hàng theo phương thức FOB cấp 1, theo đó MSH sẽ trực tiếp mua nguyên vật liệu theo chỉ định của khách hàng về cắt, may và bàn giao sản phẩm cho khách hàng.

Mảng may thời trang xuất khẩu chủ yếu sang Châu Âu và Mỹ với lần lượt 60% và 30%. 10% còn lại là các thị trường như Nhật Bản, Hàn Quốc...

Mảng chăn ga gối đệm bán chủ yếu tại thị trường trong nước với trên 300 showroom khắp cả nước và đang thử nghiệm xuất khẩu sang Hàn Quốc và Nhật Bản với việc CGGD của Sông Hồng đã đạt được những tiêu chuẩn khắt khe về chất lượng để xuất khẩu sang những thị trường khó tính này.

Khách hàng lâu năm, cấu trúc tài chính tốt, ít rủi ro thanh toán.

Các khách hàng của MSH chủ yếu là các khách hàng lâu năm, thiết kế, kinh doanh, phân phối độc quyền một số sản phẩm của các hãng thời trang nổi tiếng trong ngành thời trang.

Các khách hàng chính



Các khách hàng chính đặt hàng theo phương thức FOB là G-III Apparel Group, Haddad Brand, Columbia Sportswear Company, NewYork & Company và Luen Thai. Các khách hàng còn lại là khách hàng đặt theo phương thức CMT.

Đây đơn vị thiết kế, kinh doanh các thương hiệu lớn như: Calvin Klein, Converse, Levi's, Nike, Jordan, Hurley, DKNY, Tommy Hilfiger... Trong đó, **GIII hay Columbia** đều đang niêm yết trên sàn NASDAQ với mã chứng khoán lần lượt là: GIII, COLM đều có tình hình kinh doanh tốt, ít sử dụng nợ vay trong mấy năm gần đây đảm bảo cho khả năng thanh toán đúng hạn các khoản phải trả thực hiện hợp đồng của MSH. Đặc biệt là Columbia khi hoạt động không cần tới sử dụng nợ vay, tiền và tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn chiếm 30% tài sản. NewYork & Company cũng không hề sử dụng nợ vay, mặc dù quy mô nhỏ hơn GIII và Columbia.

Haddad Brand là một khách hàng mới năm 2017 với giá trị đơn hàng chỉ 7,9 triệu USD. Sau khi nhận thấy MSH hoàn toàn đáp ứng đầy đủ yêu cầu của mình về chất lượng nên năm 2018 đã tăng đơn đặt hàng với giá trị lên tới 29 triệu USD trở thành khách hàng lớn nhất (chiếm 20% doanh thu 2018) và dự kiến sẽ tăng trưởng tiếp tục các năm về sau.

SAE-A Trading là đối tác đặt hàng CMT lớn nhất của MSH. Đây là một trong những công ty lớn nhất thế giới trong ngành dệt may đến từ Hàn Quốc với khả năng xuất khẩu khắp các nước trên thế giới cùng tiềm lực tài chính lành mạnh.

Đáng chú ý trong năm nay, MSH dự kiến sẽ tiến hành liên doanh với **Luen Thai** (đây là khách hàng hiện hữu của MSH thông qua công ty con là GJM (HK) Company), một tập đoàn may mặc nổi tiếng của Hồng Kông đã và đang hoạt động tốt tại Việt Nam và đang sản xuất các thương hiệu đồ lót nổi tiếng như Victoria's Secret, Calvin Klein – sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn cả phương thức FOB hiện tại của MSH. Hiện công ty con của Luen Thai (sở hữu 100%) đang hoạt động tại Nam Định là Công ty cổ phần Dệt Nhuộm Sunrise Luen Thai, dự kiến sẽ là nhà cung cấp NVL cho liên doanh MSH và Luen Thai để tận dụng tốt các ưu đãi từ các hiệp định thương mại.

Nguồn NVL

Đối với FOB, công ty chủ yếu đang làm theo FOB cấp một. Nguồn NVL được khách hàng trực tiếp chỉ định và tỷ trọng chủ yếu vẫn đến từ các nước như Trung Quốc (khoảng 60%), Hàn Quốc (khoảng 20%), Mỹ (khoảng 10%), Hồng Kông, Đài Loan và trong nước (còn lại). Biến động giá cả đầu vào thường đã được tính toán kỹ trong đơn hàng nên rủi ro này không nhiều đối với phương thức FOB cấp 1 này.

Đối với hàng CMT, vải được khách hàng cung cấp hoàn toàn do đó biến động giá NVL không ảnh hưởng tới hoạt động của MSH.

Đối với mảng chăn ga gối nệm. Bông xơ được nhập trực tiếp từ Hàn Quốc, Đài Loan, Thái Lan. Vải sẽ được ưu tiên mua trong nước từ TCT Việt Thắng, Dệt may Bảy và một số đối tác liên doanh đặt tại Việt Nam để đủ điều kiện để hưởng lợi từ các thỏa thuận thương mại như: Channel Fabrics INC (Mỹ - cung cấp vải cho hàng của GIII), Nantong Jieda (Trung Quốc – Cung cấp vải), Chung Woo Coporation (Hàn Quốc – Cung cấp vải), GIM (HK) Company (Luen Thai International) – Cung cấp vải, lót, bo len... Các nhà cung cấp bông xơ cho CGGD và áo phao đến từ Hàn Quốc như: Toray Chemical Korea INC, Winthetex Co.,Ltd, Hansung Fiber.

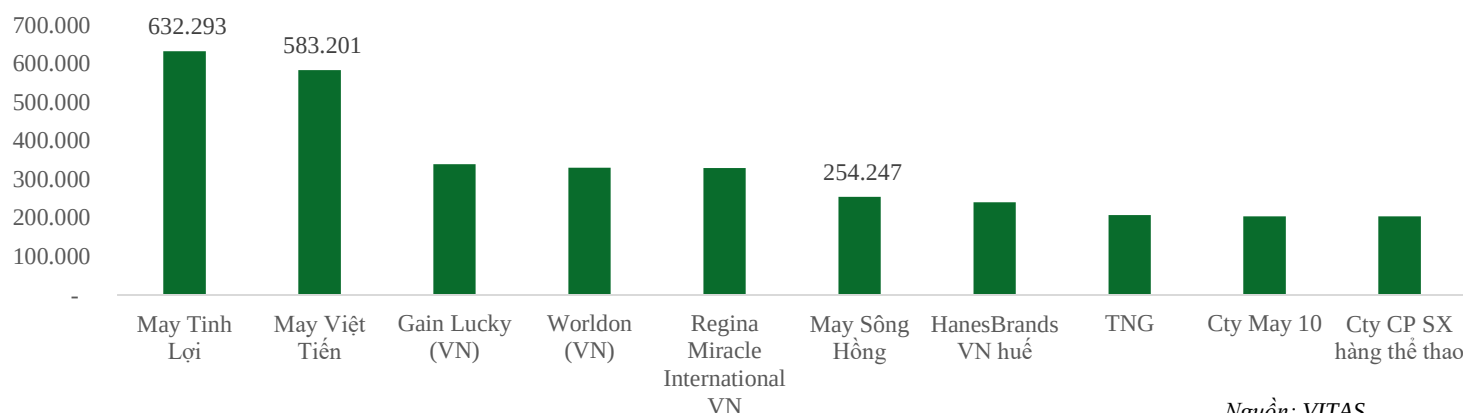
PHÂN TÍCH NĂNG LỰC CẠNH TRANH

So sánh với một số công ty trong ngành

MSH là một trong những các công ty có kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may lớn của cả nước sánh ngang với các doanh nghiệp FDI. May Sông Hồng xếp thứ 6 trong top 10 các nhà xuất nhập khẩu dệt may của cả nước về kim ngạch xuất nhập khẩu trong năm 2018 theo số liệu của hiệp hội dệt may Việt Nam.

Top 10 công ty xuất nhập khẩu hàng dệt may năm 2018

Đơn vị tính: 1000 USD



Nguồn: VITAS

MSH có kinh nghiệm lâu năm trong sản xuất thời trang cao cấp với trình độ công nhân cao và năng suất cao hơn các doanh nghiệp khác.

Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Sản phẩm	Chuyên may	SL công nhân	Năng lực sản xuất	Hình thức SX	BLNG 2018
VGT	5.200	Sợi, vải, may	1600	84.185	144.216 tấn sợi 165,4 triệu m ² vải dệt thoi/năm 14.200 tấn vải dệt kim/năm May: 319 triệu sp/năm	FOB, CMT, ODM	9%
MSH	3.136	May gia công thời trang, chăn ga gối đệm	144	9.500	72 triệu sản phẩm/năm	FOB, CMT	20%
VGG	2.700	Quần tây, kaki, sơ mi, Jacket		10.300	24,2 triệu SP/năm	FOB, CMT, ODM	12%
TCM	1.575	Sợi, vải, áo thun		7.330	10.000 tấn sợi/năm 15 triệu mét vải dệt/năm. 15 tấn vải đan/năm Nhuộm: 12 triệu mét vải dệt, 9,6 tấn vải đan May: 28 triệu sản phẩm/năm.	FOB, CMT	19%
PPH	1.329	Sợi, vải, may		5.300	30.000 tấn sợi/năm, 33 triệu m vải, 6.000 tấn vải dệt kim, 10.000 tấn chăn bông/năm	N/a	8%
TNG	1.324	May gia công áo Jacket,	229	12.874	60 triệu sp/năm	FOB, CMT, ODM	18%
GMC	654	Gia công áo Jacket	62	4.118	N/A	FOB (hơn 90%), ODM	18%
GIL	614	Balo, túi xách, may	63	1.920	N/A	FOB, CMT	17%
MNB	600	May		5.000	N/A	FOB, CMT, ODM	20%

HTG	459	Sợi, may	N/a	16.740 tấn sợi, 23.008 triệu sp may	N/a	9%
-----	-----	----------	-----	-------------------------------------	-----	----

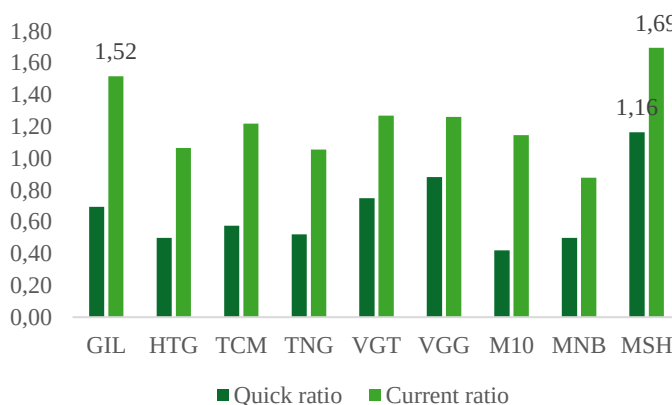
Cơ cấu tài chính lành mạnh và ngày càng được cải thiện

Công ty có cơ cấu tài chính cải thiện rất tốt. Năm 2018, hệ số tổng nợ vay/vốn chủ sở hữu đã giảm mạnh còn 0,8 so với 1,2 năm 2017 do Nợ vay giảm (-15% yoy) kết hợp với lợi nhuận tăng tốt. Nợ của MSH chủ yếu là nợ vay ngắn hạn (chiết khấu L/C và vay ngắn hạn bằng ngoại tệ) nên rủi ro tài chính không cao. Công ty luôn cân đối mức chênh lệch nợ vay ngoại tệ thấp với doanh thu bằng ngoại tệ để giảm thiểu rủi ro khi VND mất giá so với các loại tệ khác. So với các công ty cùng ngành, tỷ lệ D/E của MSH chỉ cao hơn so với VGG cho thấy mức an toàn về tài chính của MSH khá cao.

Tỷ trọng nợ vay/tài sản chỉ ở mức 0,3 năm 2018 – mức khá hợp lý và thuộc nhóm thấp nhất trong ngành mang lại khả năng chống chịu với rủi ro tốt và còn nhiều dư địa sử dụng nợ vay và tiếp cận nguồn vốn giá rẻ khi công ty muốn mở rộng hoạt động sản xuất của mình để tận dụng cơ hội sắp tới.

Hệ số thanh toán hiện thời đạt 1,69 (mức cao nhất trong ngành – trung bình ngành đạt 1,21) thể hiện khả năng thanh khoản rất tốt kết hợp với hệ số thanh toán nhanh đạt mức 1,16 (cao nhất trong ngành, trung bình ngành đạt 0,64) cho thấy, chất lượng chỉ số thanh toán hiện thời rất cao. Khả năng thanh toán ngay đối với các khoản nợ ngắn hạn (vay ngắn hạn và các khoản phải trả ngắn hạn) rất tốt trong đó khoản tiền và tương đương tiền khá lớn, chiếm tới 41% tổng tài sản ngắn hạn với 802 tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3.2019.

Hệ số thanh toán tới cuối Q3.2019



Nguồn: VCBS tổng hợp

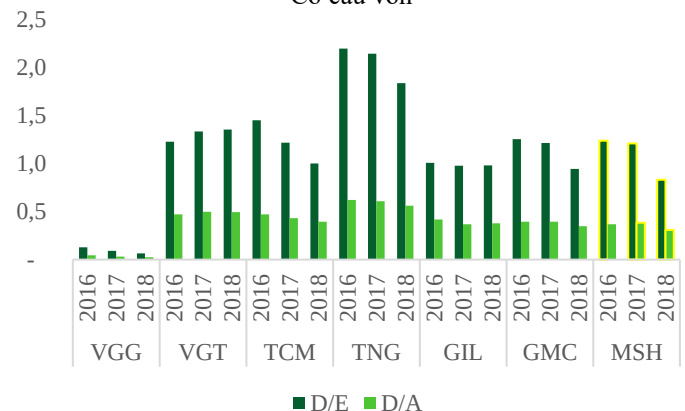
Khả năng sinh lời cao nhất ngành cùng hiệu quả quản lý chi phí tốt

Khả năng sinh lời của MSH cũng luôn nằm trong top đầu các công ty trong ngành. Đặc biệt MSH đã vươn lên dẫn đầu trong các công ty chúng tôi nghiên cứu với tỷ lệ ROIC và ROE lần lượt đạt 37% và 44% trong năm 2018 so với trung bình ngành lần lượt khoảng 24% và 28%, trong khi đó con số tương tự năm 2017 chỉ đạt 21% và 28%. Trong khi đó, trong ngành chỉ có GMC mới có hiệu quả sinh lời gần tương đương so với MSH với ROIC và ROE năm 2018 lần lượt đạt 37% và 41%.

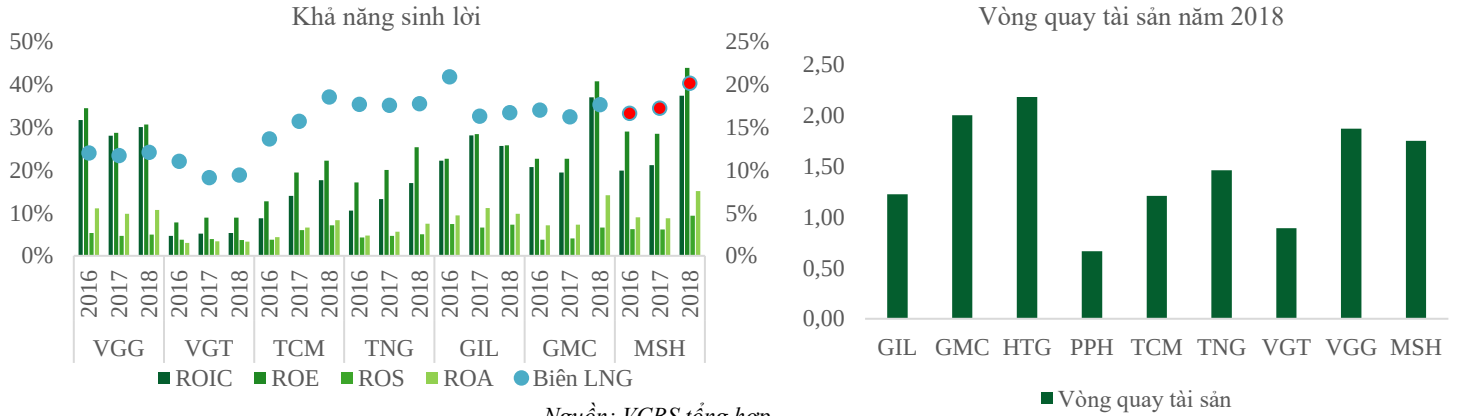
Ngoài biên lợi nhuận gộp tăng trưởng tốt kết hợp với kiểm soát chi phí tốt khiến cho hiệu quả sinh lời gia tăng, MSH còn cho thấy vòng quay tổng tài sản cũng là một phần quan trọng. Năm 2018, vòng quay tổng tài sản của MSH đạt 1,75 đạt mức khá trong ngành chỉ sau HTG, GMC, VGG.

Nhà máy SH9 đã đi vào hoạt động năm 2016, sau 2 năm đã vận hành ổn định, công nhân với tay nghề cao với năng suất tăng dần có thể đáp ứng được lượng đơn hàng tăng cao từ các khách hàng.

Cơ cấu vốn



Nguồn: VCBS tổng hợp



Nguồn: VCBS tổng hợp

Tuy mảng chăn ga gối đệm chỉ chiếm khoảng 10% doanh thu, mảng này đem lại biên lợi nhuận lên tới 33%-34% kết hợp với biên lợi nhuận mảng FOB cũng tăng trưởng khiến cho biên lợi nhuận thuần của Công ty luôn đạt mức cao nhất trong ngành.

Hiệu quả sử dụng tài sản của công ty cũng luôn đứng đầu. Sức mạnh tài chính và vị thế của MSH trong ngành luôn rất tốt làm tiền đề cho khả năng cạnh tranh, tìm kiếm khách hàng mới cũng dễ hơn rất nhiều.

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

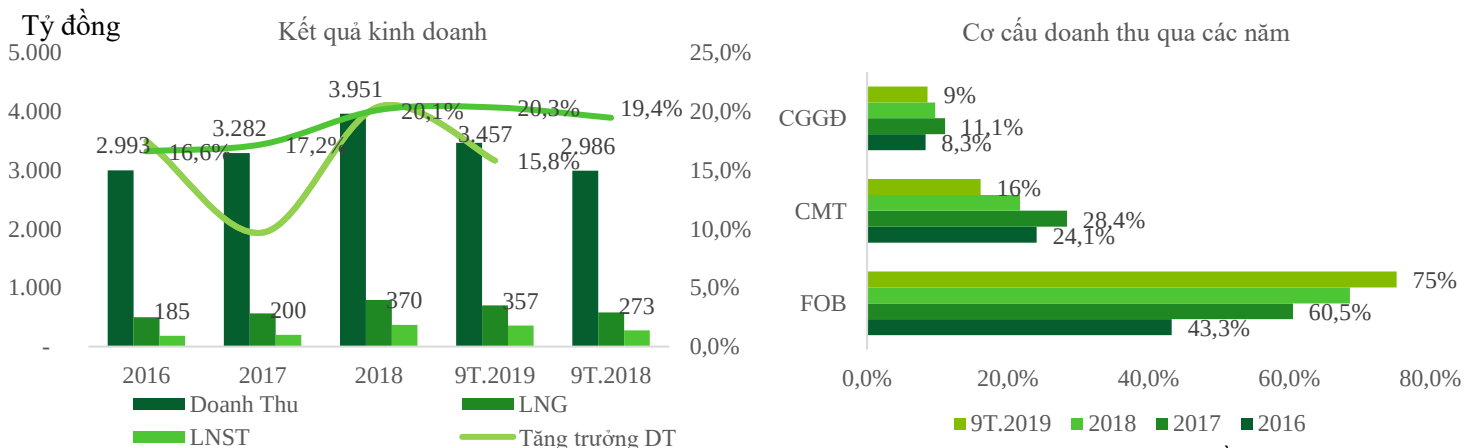
KQKD 9T.2019 tăng trưởng tích cực so với sự sụt giảm chung của ngành

Doanh thu 9T.2019 tăng trưởng tốt đạt 3.457 tỷ đồng (+15,8% yoy, đạt 80,4% KH năm). Biên lợi nhuận gộp tăng 9 điểm phần trăm so với cùng kỳ lên 20,3% do tiếp tục tăng tỷ trọng FOB trên tổng doanh thu lên khoảng 75,3% so với 68,6% năm 2018 khiến cho lợi nhuận gộp đạt 701,6 tỷ đồng (+21% yoy).

Nhờ tăng lượng tiền mặt, tiền gửi, giảm nợ vay và đồng VND khá ổn định trong năm 2019. LN hoạt động tài chính của công ty có cải thiện rõ rệt với 20 tỷ đồng so với chỉ 0,6 tỷ đồng cùng kỳ.

Các chi phí bán hàng, chi phí quản lý tăng trưởng nhưng giữ tỷ trọng khá ổn định trên doanh thu. Theo đó, LNST 9 tháng đầu năm tăng trưởng rất mạnh mẽ, đạt 356,94 tỷ đồng (+30,7% yoy, đạt 92% KH năm).

Tuy nhiên, có một điểm đáng lưu ý rằng Quý 3 thường là quý cao điểm của MSH nhưng năm nay tốc độ tăng trưởng doanh thu lẫn LNST của quý khá thấp cho thấy MSH cũng bị ảnh hưởng theo tình trạng chung của ngành dệt may trong năm nay. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn thấy lượng đơn hàng của MSH vẫn khá khả quan trong quý 4 và hoàn toàn có thể vượt kế hoạch kinh doanh do Đại hội đồng cổ đông đặt ra cho năm 2019.



Nguồn: MSH, VCBS ước tính

TRIỂN VỌNG

Hiện nay số lượng đơn hàng đã xác nhận đã vượt kế hoạch năm với việc các khách hàng lớn đặt hàng theo phương thức FOB tăng trưởng tốt khiến cho doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng cao.

Năm 2019, các công nhân phải hoạt động gần hết công suất để đáp ứng lượng đặt hàng tăng trưởng tốt từ các đối tác. Hàng tồn kho tại thời điểm cuối quý 3.2019 tăng khoảng 9% so với cùng kỳ sau khi bàn giao lượng lớn hàng trong quý cao điểm nhất trong năm. Dự kiến quý 4 năm nay vẫn là quý có tăng trưởng tốt.

Ngoài ra, việc chuyển đổi từ CMT sang FOB cũng khiến doanh thu tăng trưởng tốt. Theo đó, với đơn hàng FOB, vải sẽ được công ty mua về nhập kho, làm tăng thêm phần giá trị của vải so với phương thức CMT. Chúng tôi tính toán sự thay đổi khi chuyển đổi phương thức sản xuất theo thông tin dưới đây dưới đây:

Đối với đơn hàng thời trang cao cấp: để làm gia công 1 chiếc áo thành phẩm thì với 1 đồng nhân công cần tới 1-1,2 đồng Nguyên vật liệu, phụ liệu. CMT với biên lợi nhuận 10% và FOB biên lợi nhuận khoảng 21%.

=> 1 đồng doanh thu CMT cần 0,9 đồng nhân công, nguyên phụ liệu.

=> 1 đồng vải + 0,9 đồng nhân công, nguyên phụ liệu = giá vốn FOB = 1,9 đồng

=> Doanh thu FOB = $1,9 / (100\% - 21\%) = 2,4$ đồng.

=> khi chuyển 1 đồng doanh thu từ CMT sang FOB sẽ được 2,4 đồng doanh thu.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2019 đạt 4.680 tỷ đồng (+18,5% yoy).

Việc tiếp tục dịch chuyển sang làm đơn hàng FOB với biên lợi nhuận cao hơn là động lực tăng trưởng lớn trong ngắn hạn khi công ty đã đạt gần tới đa công suất. Việc xây thêm nhà máy SH10 trong năm 2019 là rất cần thiết để đáp ứng ngay lượng đơn hàng đang tăng lên.

Chúng tôi dự phóng doanh thu của mảng may FOB tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn 2019 – 2023 đạt 8,3% với biên lợi nhuận đạt 20,4%-20,8% và chiếm 86% trong tổng doanh thu. Mảng CMT giảm tỷ trọng còn 6,9% so với 21% năm 2018, mảng chăn ga gối nệm chiếm 7%.

Các khách hàng lớn như GIII, Haddad hay Columbia đang có xu hướng dịch chuyển dần đơn hàng ra khỏi Trung Quốc sang các nước như Việt Nam, Bangladesh, Jordan... không chỉ từ lo ngại về chiến tranh thương mại mà các công ty này đã có kế hoạch từ trước đó, chiến tranh thương mại sẽ càng đẩy nhanh tiến độ chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc. Hiện nay giá nhân công tại các nước như Việt Nam, Bangladesh, Jordan hay Campuchia rẻ hơn so với Trung Quốc, trình độ tay nghề đang được nâng cao.

Cụ thể, với khách hàng G-III, nguồn hàng từ Trung Quốc đã giảm từ 72% năm 2017 còn 65,1% năm 2018 và năm 2019 dự kiến chỉ còn 61,5% từ Trung Quốc. Trong năm 2018 đơn hàng của MSH từ G-III đã tăng 58% yoy. Chúng tôi dự kiến năm 2019, giá trị đơn hàng tăng khoảng 37% đạt 580 tỷ đồng và chiếm 13% tổng doanh thu toàn công ty, tương ứng với tăng 0,36% thị phần sản xuất của GIII lên tới 1,27% tổng thị phần – rất nhỏ so với tổng nguồn cung hàng của GIII. Với khả năng tốt của MSH chúng tôi dự kiến tới năm 2023, doanh thu từ GIII có thể đạt 928 tỷ đồng, chiếm 16,8% doanh thu FOB của MSH.

Columbia đặt hàng từ 19 quốc gia, trong đó Trung Quốc và Việt Nam là hai nhà sản xuất lớn nhất chiếm 66% năm 2016 giảm còn 61% năm 2018. Tuy nhiên, lượng đặt hàng từ MSH vẫn có mức tăng trưởng tốt (+27% yoy năm 2018). Chúng tôi dự báo đơn hàng từ khách hàng này tiếp tục tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép 7,26% trong giai đoạn 2019 – 2023 với doanh thu năm 2019 đạt 859 tỷ đồng (+10% yoy), chiếm 22% tổng doanh thu mảng FOB.

Với khách hàng Haddad, sau một năm tìm hiểu đã tăng mạnh đặt hàng từ MSH với và trong thời gian tới dự kiến sẽ tiếp tục tăng lượng đặt hàng với MSH.

MSH mới ký kết được hợp đồng với Luen Thai – một công ty phân phối hàng may mặc khá lớn tại Hồng Kong. Dự kiến năm 2023 sẽ chiếm khoảng 11% doanh thu của MSH với giá trị hợp đồng có thể lên tới 40 triệu USD.

MSH đã giữ được những khách hàng tốt và được khách hàng và ký hợp đồng với khách hàng liên tục với chất lượng sản phẩm tốt cùng thời gian giao hàng nhanh và đáp ứng được công suất, sẽ khiến cho hoạt động của công ty ổn định hơn bất chấp việc không được hưởng lợi trực tiếp từ CPTPP hay EVFTA.

Dự phóng doanh thu		Đơn vị: Tỷ đồng					
Dự phóng DT	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Tổng doanh thu	3282	3951	4680	4931	5429	6056	6430
%yoy		20,4%	18,5%	5,4%	10,1%	11,5%	6,2%
FOB	1987	2711	3524	3876	4457	5126	5536
%yoy		36%	30%	10%	15%	15%	8%
GIII	268	424	580	638	733	843	928
%yoy		58%	37%	10%	15%	15%	10%
Haddad	176	646,7	841	925	1063	1202	1322
%yoy		267%	30%	10%	15%	13%	10%
Columbia	491	624,4	781	859	970	1067	1153
%yoy		27%	25%	10%	13%	10%	8%
NY&C	491	491	515	525	536	547	558
%yoy		0%	5%	2%	2%	2%	2%
Luen Thai	0	92	230	368	478	622	684
%yoy			150%	60%	30%	30%	10%
Khác	562	433	578	562	676	845	892
%yoy		-23%	33%	-3%	20%	25%	6%
CMT	932	858	755	642	546	491	442
%yoy		-8%	-12%	-15%	-15%	-10%	-10%
SEA-A Trading	729	580	493	419	356	320	288
%yoy		-20%	-15%	-15%	-15%	-10%	-10%
Khác	203	279	263	223	190	171	154
%yoy		37%	-6%	-15%	-15%	-10%	-10%
Chăn ga gối nệm	363	382	401	413	426	438	451
%yoy		5%	5%	3%	3%	3%	3%
BLNG chung	17,2%	20,1%	20,4%	20,2%	20,8%	20,5%	20,8%
LNG	564	793	953	997	1128	1241	1340
SG&A	339	356	426	449	494	545	579
SG&A/DT	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
LNR	200	370	413	457	540	573	648

Đối với CPTPP và các hiệp định FTA là những động lực thúc đẩy ngành dệt may của Việt Nam. Tuy nhiên, khả năng MSH được hưởng lợi không nhiều vì quy định của CPTPP và EVFTA là sản phẩm phải có xuất xứ từ sợi trở hoặc từ vải trở đi. Ngành dệt may trong nước đang bị thất nút cổ chai tại ngay khâu đầu tiên là sản xuất sợi và dệt vải nên khó có khả năng được hưởng lợi. Trong

thời gian tới theo định hướng của MSH, công ty sẽ chủ động tìm nguồn cung NVL tại thị trường nội địa đối với các sản phẩm có thể chủ động sử dụng vải như Chăn ga gối đệm.

Nhà máy SH10 tại Nghĩa Hưng (MSH sở hữu 51%) sẽ là động lực tăng năng lực sản xuất lên thêm 25% là động lực tăng trưởng trong dài hạn, có thể đáp ứng lượng đơn hàng về FOB tăng lên nhanh chóng.

Dự kiến nhà máy sẽ xây dựng và đưa vào sản xuất trong vòng 1 năm tức năm 2020 sẽ hoàn thành với 40 chuyền may và 2500-3000 công nhân tại xã Nghĩa Phong, Huyện Nghĩa Hưng, Tỉnh Nam Định, cách nhà máy SH9 tại Nghĩa Hưng khoảng 20km, với nguồn lao động dồi dào khi ít phải cạnh tranh với các công ty khác. Tuy nhiên, lượng công nhân có tay nghề cao sẽ không nhiều do trước đó chủ yếu làm nông/ngư nghiệp.

Năm đầu tiên dự kiến hoạt động 50% công suất do phải tốn thời gian đào tạo công nhân đạt mức tay nghề nhất định, vì sản phẩm MSH thường làm là sản phẩm thời trang có giá trị cao nên cần tay nghề cao hơn trung bình ngành. Năm tiếp theo sau khi công nhân đã lành nghề thì MSH có thể chạy tối đa công suất nếu đủ lượng đơn hàng đưa về.

Chúng tôi dự kiến năm 2021 nhà máy SH10 sẽ đạt điểm hòa vốn sớm. Điểm mấu chốt cho một nhà máy may đạt điểm hòa vốn không phải là thời gian công nhân có thể có đủ tay nghề mà là khả năng tuyển dụng công nhân để lấp đầy nhà máy. Vì theo như tìm hiểu của chúng tôi, nếu làm trong một chuyền may thì chỉ cần 1 ngày công nhân có thể hiểu việc và 1 tuần có thể quen việc, 1 tháng có thể đạt được trình độ tay nghề chuẩn. Trong lịch sử, nhà máy SH9 gần đó có thể vượt điểm hòa vốn sau 1 năm cũng là cơ sở của chúng tôi dự phóng.

Các ưu đãi về thuế đối với các dự án mở rộng giúp MSH hưởng lợi trong thời gian nhất định. Theo đó, nhà máy SH10 dự kiến sẽ được miễn thuế TNDN trong năm 2020 và 2021 và được giảm 50% thuế 4 năm tiếp theo. Nhà máy SH9 hiện vẫn được hưởng ưu đãi giảm 50% thuế cho tới năm 2021.

Thời gian miễn thuế	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SH9										
SH10										
Thời gian giảm 50% thuế										
SH7										
SH9										
SH10										

Mảng CGGD đã đáp ứng được các yêu cầu khắt khe của Châu Âu, Hàn Quốc hay Nhật Bản, và sẵn sàng có thể tăng lượng xuất khẩu. Trong 5 năm tới, thị trường xuất khẩu cũng là đích để MSH hướng đến cho sản phẩm này khi tại thị trường nội địa không còn nhiều dư địa tăng trưởng.

Việc di dời 02 nhà máy trong nội thành về cụm Công nghiệp Mỹ Tân sẽ diễn ra theo hình thức cuốn chiếu nên không ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh chung của công ty. Hiện công ty đã chuẩn bị sẵn quỹ đất tại Cụm CN này. Quỹ đất nhà máy cũ sẽ được chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Tuy nhiên chúng tôi chưa có nhiều thông tin về kế hoạch chuyển đổi này nên không đưa vào trong định giá giá trị quỹ đất này.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối: giá hợp lý 71.082 đồng/CP

Chúng tôi lựa chọn hai phương pháp cho MSH là Phương pháp so sánh tương đương P/E và phương pháp FCFE với các lý do sau: *Thứ nhất*, số lượng công ty hoạt động trong ngành dệt may đang niêm yết trên sàn khá lớn và có nhiều công ty để so sánh. *Thứ hai*, doanh thu, lợi nhuận là tương đối chắc chắn, đã loại bỏ các yếu tố gây đột biến. *Thứ ba*, công ty có dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt và đều đặn qua các năm.

Chúng tôi so sánh các chỉ số tài chính của 08 công ty trong ngành dệt may chuyên xuất khẩu hàng may mặc giống MSH và tính trung vị P/E của các công ty này:

Mã CK	Giá (VND)	BVPS (VND)	EPS (TTM)	P/E
VGT	8.500	11.961	764	11,1
VGG	52.500	40.672	9.977	5,3
MNB	34.900	23.049	2.961	11,8
TCM	21.850	23.386	3.447	6,3
TNG	15.300	15.697	3.609	4,2
M10	18.000	12.339	2146	8,4
PPH	16.000	19.942	3.036	5,3
HTG	20.300	18.641	3.309	6,1
Trung Bình				7,3
Trung vị				6,2
MSH	53.000	23.154	9247	5,7

Dữ liệu cập nhật đến Q3.2019, dữ liệu giá ngày 12/11/2019

Với những lợi thế, thế mạnh và khả năng tăng trưởng tốt trong vòng 5 năm tới, chúng tôi chọn P/E cho MSH tương đương với P/E trung bình trong 1 năm gần nhất là 7,5x:

Phương pháp so sánh P/E:

$$\begin{aligned}
 \text{Giá hợp lý của MSH trong 2020} &= \text{P/E hợp lý} \times \text{EPS 2020 của MSH} \\
 &= 7,5 \times 9.478 \\
 &= \mathbf{71.082 \text{ (đồng/CP)}}
 \end{aligned}$$

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Phương pháp FCFF

Giả định:

1. Nhà máy SH10 sẽ đưa vào hoạt động giữa năm 2020 và hoạt động ổn định từ năm 2021.
2. Dự án chuyển nhà máy về KCN Mỹ Tân tiến hành trong năm 2020 và 2021 diễn ra theo hình thức cuốn chiếu, không ảnh hưởng tới năng suất lao động.
3. Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ do tăng BLNG mảng FOB nhưng bị ảnh hưởng bởi chi phí khấu hao của nhà máy mới và hoạt động nhà máy mới chưa ổn định năm 2020.
4. Công ty dự kiến trả cổ tức hàng năm 40% vốn điều lệ.
5. VND mất giá 1% so với USD trong năm 2019.
6. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn 1%.

7. $R_d = 10,5\%$

8. Tỷ suất chiết khấu trong giai đoạn 2019 - 2023

- Lãi suất phi rủi ro: $R_f = 4,68\%$ (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)
- Phần bù rủi ro: $R_p = 10,96\%$
- CRP: 5%
- Beta = 1,1
- $R_e = R_f + \text{Beta} \times R_p = 4,68\% + 1,1 \times 10,96\% = 16,7\%$
- Cơ cấu vốn mục tiêu: 35% Debt, 65% Equity
- $R = 65\% \times R_e + 35\% \times (1-t) \times R_d = 65\% \times 16,7\% + 35\% \times (1-20\%) \times 10,5\% = 13,82\%$

Chiết khấu theo FCFF:

FCFF	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E
Doanh thu	4.680	4.931	5.429	6.056	6.430
EBITDA:	697	716	789	861	934
Doanh thu hoạt động KD	560	568	639	696	762
Trừ: Thuế	(105)	(90)	(102)	(127)	(142)
Cộng: Khấu hao	138	148	150	165	172
Trừ: Vốn lưu động	(256)	(40)	(54)	(102)	(54)
Trừ: Đầu tư	(373)	(348)	(286)	(96)	(102)
FCFF	(37)	239	347	536	636
Giá trị hiện tại của FCFF	(34)	200	263	366	392
Giá trị hiện tại của FCFF tới hạn					2.728
Điều chỉnh					(328)
Giá trị hợp lý của vốn					3.587
Số lượng cổ phiếu (triệu)					50
Giá trị hợp lý (VNĐ/CP)					71.731

Định giá	Giá (Đồng)	Tỷ trọng
FCFF	71.731	50%
P/E	71.082	50%
Giá hợp lý	71.942	

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSH với giá mục tiêu là 71.942 đồng/cp cho năm 2020 với EPS đạt 9.478 đồng tương đương giao dịch với P/E đạt 7,5x cho năm 2019 và 2020.

RỦI RO

- Không hưởng lợi từ CPTPP hay EVFTA, do phụ thuộc vào đối tác (chỉ định NVL) khi gia công FOB. Nếu không giữ được đối tác, sụt giảm hợp đồng sẽ tạo ra rủi ro giảm DT LN, chưa kể tồn kho. Đây cũng

là lý do chung của cả ngành dệt may, khiến giá cp những công ty trong ngành giảm trong tháng 8 khi báo chí phân tích điểm yếu “sự sọi trở đi”, và khiến P/E ngành chỉ khoảng 7x.

- Chi phí nhân công có thể tăng liên tục hàng năm, nếu Chính phủ tăng lương cơ bản. Trong cơ cấu chi phí của MSH, chi phí nhân công luôn là 1 khoản thứ hai chỉ sau chi phí NVL.

- Đơn hàng có thể chuyển sang các nước có chi phí lao động rẻ hơn như Bangladesh, Myanmar, Cambodia...

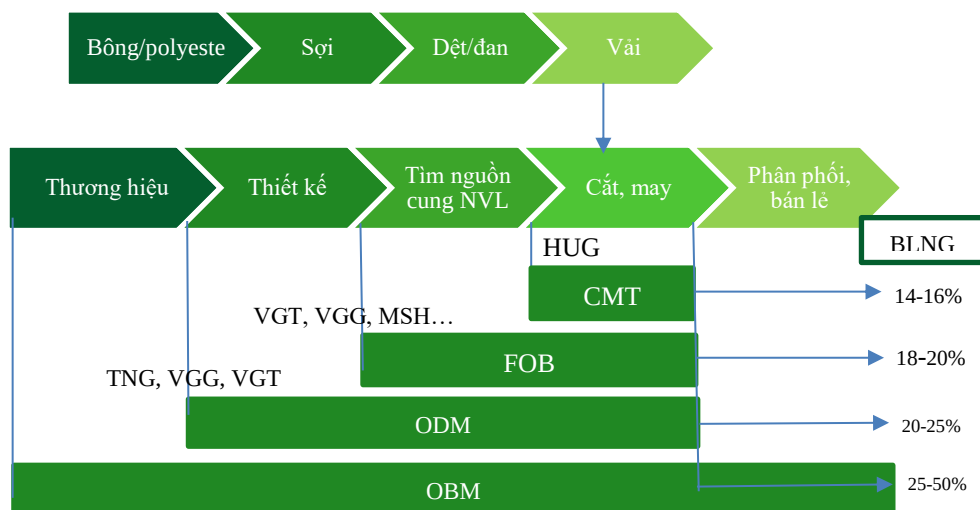
- Rủi ro VND mất giá mạnh hơn so với USD khiến cho lợi nhuận sụt giảm hơn so với giả định của chúng tôi.

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	4.680	4.931	5.429	6.056	6.430
GVHB	(3.727)	(3.933)	(4.299)	(4.814)	(5.089)
Lợi nhuận gộp	953	998	1.130	1.242	1.340
Chi phí bán hàng	(159)	(173)	(201)	(224)	(238)
Chi phí QLDN	(234)	(256)	(288)	(321)	(341)
EBIT	560	569	641	697	762
Doanh thu tài chính	40	31	22	23	34
Chi phí tài chính	(46)	(36)	(24)	(13)	(3)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	0	0	0	0	0
LNTT	554	564	639	707	793
Chi phí thuế TNDN	(105)	(90)	(102)	(127)	(143)
LNST	449	474	537	580	650
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	449	474	537	580	650
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	9.121	9.478	10.736	11.590	12.999

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Tiền và các khoản tương đương tiền	384	59	82	91	444
Các khoản đầu tư ngắn hạn	302	302	302	302	302
Các khoản phải thu	615	662	729	813	863
Hàng tồn kho	795	851	944	1070	1136
Tài sản ngắn hạn khác	16	17	19	21	23
Tài sản ngắn hạn	2113	1892	2076	2298	2768
Tài sản cố định	826	1002	1140	1073	1005
Các khoản đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	37	37	37	37	37
Tài sản dài hạn	863	1039	1177	1110	1042
TỔNG TÀI SẢN	2976	2931	3253	3408	3810
Các khoản phải trả	184	194	212	237	251
Vay nợ ngắn hạn	889	496	364	82	0
Nợ ngắn hạn khác	590	644	733	818	868
Nợ ngắn hạn	1705	1400	1402	1259	1274
Vay nợ dài hạn	101	101	101	40	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn	101	101	101	40	0
NỢ PHẢI TRẢ	1806	1502	1504	1299	1274
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	476	476	476	476	476
Lợi nhuận chưa phân phối	440	629	868	1141	1470
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0
Vốn khác	253	324	405	492	589
VỐN CHỦ SỞ HỮU	1170	1429	1749	2109	2536
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	1806	1502	1504	1299	1274

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	290	551	609	618	733
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(127)	(293)	(264)	(73)	(69)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	22	(583)	(322)	(534)	(312)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	186	(324)	22	10	352
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	198	384	59	82	91
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	384	59	82	91	444

Các phương thức sản xuất may mặc ([trở về](#)):



- CMT (Cut, Make, Trim): Cắt - may

- FOB (Original Equipment Manufacturing): DN sản xuất nhận đơn đặt hàng may mặc sử dụng tất cả những gì vốn có của DN sở tại từ nguồn hàng, máy móc, chi phí, nhân công.... để hoàn thành đơn hàng được đặt may

- ODM (Original Design Manufacturing): DN sản xuất (xưởng may) sẽ tự chủ hết tất cả các khâu từ thiết kế mẫu, quá trình thu mua nguyên vật liệu, quá trình cắt may, hoàn thiện sản phẩm, đóng gói và ship hàng.

- OBM (Original Brand Manufacturing): DN sản xuất (xưởng may) sẽ tự chủ hết tất cả các khâu từ thiết kế thương hiệu riêng của mình, thiết kế mẫu riêng, tự chủ quá trình thu mua nguyên vật liệu, quá trình cắt may, hoàn thiện sản phẩm, đóng gói và phân phối.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	247 – 249 Nguyễn Văn Linh Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, TP. Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

Lý Hoàng Anh Thi
Phó trưởng phòng phân tích Nghiên cứu

Trịnh Văn Hà
Chuyên viên Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

lhathi@vcbs.com.vn

tvha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>